Buchbesprechungen

Über den Versuch, den wissenschaftlichen Tenor eines Buches zu ignorieren und es dennoch zu (re)zensieren. Ein Kommentar zu Wilhelms Rezension*.

Jochen Wilhelm ist gelernter Mathematiker und lehrt in Passau. Er bespricht meine Kapitalmarkttheorie in einer Weise, die mich annehmen läßt, daß er das Buch nicht gelesen hat und auch nicht lesen wollte. Das Hauptkapitel klammert er expressis verbis aus: „Einer solchen wissenschaftlichen Diskussion möchte der Rezensent nicht vorgreifen" (S. 3.3.2.). Somit dient die Rezension nicht der sachlichen Information des Lesers.

Tatsächlich hat die Kapitalmarkttheorie den „realen unvollkommenen Kapitalmarkt" zum Gegenstand und „stellt im siebten Kapitel einen integrativen Ansatz zur Diskussion; die anderen Kapitel bereiten den Weg. ... Der Ansatz beruht auf einer detaillierten Zustandsbeschreibung der Mikrostruktur" (Zitate aus dem Vorwort).

Der Ansatz entspricht damit der aktuellen Problemsicht. Durch die Berücksichtigung des konkreten Marktgeschehens ist er besonders geeignet zur Analyse der in der Realität wichtigen Fragen, wie etwa der effizienten Börsenorganisation, Informationsverarbeitung oder kausalen Kursprognosen.

Wilhelm unterstellt, ich hätte ein Lehrbuch über Kapitalmarkttheorie geschrieben und postuliert, daß Lehrbücher nur gut abgelagerten Stoff bringen sollten. Er glaubt, damit die Darstellung des integrativen Ansatzes in der Kapitalmarkttheorie kritisieren zu können. Er hält sich mit dieser leicht zu durchschauenden Konstruktion als Rezensent auch legitimiert, den wissenschaftlichen Tenor des Buches zu ignorieren. Er hält sich weiter für legitimiert, die ihm vertrauten Konzepte der mathematischen Gleichgewichtstheorie mit harschen Formulierungen einzufordern. In diesem mathematischen Nirwana des vollkommenen Kapitalmarktes mit linearen Strukturen herrschen Arbitragefreiheit, gelten die Separations- und Duplizierungstheoreme.

In der realen Welt gilt dies jedoch alles nicht.

Diese abstrakten Theorien helfen denn auch nicht bei der Lösung aktueller Fragen wie Handelsfunktionalität, Informationsverarbeitung, Nutzung von Synergieeffekten durch Integration. Hier sind die innovativen Konzepte der Selbstorganisation zu verwenden und ist die Mikrostruktur der Märkte zu modellieren. Nichtlineare dynamische Systeme sind gefragt. Das bietet der von mir vorgelegte und von Wilhelm ignorierte Ansatz.

Insbesondere die von Wilhelm so geschätzten Separationstheoreme tragen nicht zur Lösung der praktischen Fragen bei. Die von ihm mehrfach angesprochene und schmerzlich vermißte Fisher-Separation hat in der Diskussion z.B. der zweckmäßigen Bör-

* Wilhelm, Jochen: Besprechung von: Otto Loistl, Kapitalmarkttheorie, R. Oldenbourg Verlag, München/Wien 1991, in: Kredit und Kapital, 26. Jahrgang, 1993, Heft 2, S. 329 - 332.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.26.3.469 | Generated on 2025-07-26 17:27:28
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

senaufsicht oder zur Lösung der Insider-Fragen nirgendwo auf der Welt als konstruktives Argument Bedeutung. Integration, nicht Separation, ist zur Nutzung von Synergieeffekten erforderlich. Die extensive Behandlung der für den realen unvollkommenen Kapitalmarkt irrelevanten Separationskonzepten ist daher überflüssig. Die Darstellung einer Variante reicht zur Illustration der unrealistischen Implikationen völlig.

Unseriös werden die Ausführungen von Wilhelm, weil er beim uninformierten Leser den Eindruck erweckt, er könnte die Stoffauswahl der anderen Kapitel unabhängig vom siebten Kapitel be- und verurteilen. Die Stoffauswahl und -darstellung sind aber auf den Inhalt des siebten Kapitels ausgerichtet (s. Vorwort). Folglich verlangt eine sachgemäße Beurteilung der voranstehenden Kapitel das Verständnis des siebten und vice versa. Das Studium der ersten Kapitel hätte auch Wilhelm den Zugang zum siebten Kapitel erleichtert. Er hat aber diese Hinführung nicht nachvollzogen, sondern glaubte, sie an seinem dafür unzureichenden Problemverständnis messen zu können: Für ihn ist die Kapitalmarkttheorie auf die tradierten Vorstellungen vom vollkommenen Kapitalmarkt etc. zentriert. Die Auseinandersetzung mit dem realen Kapitalmarkt verlangt hingegen innovative Ansätze.

Zur fairen Information des Lesers noch einige Richtigstellungen Wilhelmscher Behauptungen:

1. In Wilhelms Modellwelt des Gleichgewichts ist kein Platz für die von den Wertvorstellungen induzierten Handlungen der Akteuren auf der Mikroebene. Sie werden durch die theoretischen Gleichgewichtsbedingungen eliminiert. In der Praxis jedoch sind sie die zumeist ausschlaggebenden Faktoren.

Der Ärger des Rezensenten über die Ausführungen zum inneren Wert in Kapitel vier rührt offensichtlich aus seiner Unkenntnis der jahrhundertelangen Diskussion. Die „Existenz eines äquivalenten Martingalmaßes bei Arbitragefreiheit" (S. 331) spielt dort zwar keine Rolle, aber ihre ökonomische Bedeutung ist unbestritten. Die Integration der Marktkräfte, auf die Wilhelm bei seiner Vorstellung wohl abstellt, geschieht im siebten Kapitel, aber das will der Rezensent ja nicht wissenschaftlich diskutieren.

2. Wilhelm verschweigt, daß er in der von ihm für mißverständlich gehaltenen Aussage der FN 4 auf S. 103 als weiterführende Quelle Feller, S. 227, angegeben ist. Oder hält er die Ausführungen von Feller selbst für „mißverständliche, wenn nicht falsche Behauptungen" (S. 331).

3. Wenn der Rezensent den Zusammenhang zwischen Handelsstrategien und Informationseffizienz (S. 311) für so wichtig hält, dann hätte er doch Kapitel sieben lesen sollen. Hier sind die realen Zusammenhänge modelliert.

4. Warum die Ableitung der Black Scholes-Formel als Barwert für Wilhelm „nicht mehr nachvollziehbar ist" (S. 331) bleibt ein Rätsel, denn so formal anspruchsvoll ist die Ableitung auf den Seiten 185 ff. doch nicht, daß sie den als gelernten Mathematiker einschlägig tätigen Rezensenten vor unbewältigbare Probleme stellen sollte. Aber anscheinend hat er (auch) hier auf sein konzeptionelles Vorurteil vertraut und auf die konkrete Lektüre verzichtet.

5. Die vom Glauben getragene Behauptung des Rezensenten, „daß das Modell von Loistl sicherlich empirisch nicht gehaltvoller als das CAPM ist", ist falsch. Die Frage der Parameterspezifikation ist gelöst. Unabhängig davon hat der Erklärungsgehalt

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.26.3.469 | Generated on 2025-07-26 17:27:28
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dieses auf dem realen Marktgeschehen basierenden Synergetikansatzes eine höhere Qualität als der des im Gleichgewichtshimmel angesiedelten CAPM.

6. Eine genauere Lektüre des siebten Kapitels im Kontext mit dem vierten zeigt die realistischen Spezifikationsmöglichkeiten der Kapitalkosten.

Leider hat der Rezensent das Buch in wesentlichen Passagen nicht verstanden oder nicht verstehen wollen. Er hat der Versuchung nicht widerstehen können, seine Ignoranz durch Polemik zu kaschieren. Damit hat er nicht nur seine Informationspflicht gegenüber dem Leser verletzt, es wurde auch die Chance zu einer Diskussion akuter Realprobleme vertan.

Otto Loistl, Wien

Rainer Klump: Geld, Währungssystem und optimales Wachstum. J. C. B. Mohr-Verlag, Tübingen 1992.

Selbst innerhalb der Wachstumstheorie führen die monetären Ansätze bis dato ein gewisses Schattendasein. In der Einleitung seiner Habilitationsschrift macht Rainer Klump hierfür insbesondere zwei Faktoren verantwortlich: Zum einen erweisen sich die Aussagen der monetären Wachstumstheorie als ausgesprochen sensibel gegenüber scheinbar geringfügigen Modellmodifikationen. Ansätze, die als gleich plausibel einzuschätzen sind, liefern völlig konträre Resultate. Die wirtschaftspolitischen Empfehlungen fallen entsprechend karg aus. Zum anderen negiert die Hypothese von der langfristigen Neutralität des Geldes die Notwendigkeit einer expliziten Berücksichtigung des Geldes in Wachstumsmodellen. Die Einbeziehung von Geld verschleiert lediglich die relevanten realwirtschaftlichen Zusammenhänge.

Aus der Sicht des Rezensenten ist ein dritter Punkt hinzuzufügen, der indes eng mit dem erstgenannten korrespondiert. Die Grundaussagen der ersten monetären Wachstumsmodelle, wonach infolge der Einführung von Geld die Kapitalintensität und der Pro-Kopf-Konsum sinkt und wonach eine forcierte Inflation positiv auf die Realkapitalbildung und die Wohlfahrt wirkt, waren derart kontraintuitiv, daß diese Ansätze kaum als der richtige Weg erschienen, um tiefere Einsichten über die Wirkungsweise von Geld zu gewinnen.

Daß diese auch heute noch anzutreffende Einschätzung schlicht eine Fehleinschätzung ist, zeigt die vorliegende Nürnberger Habilitationsschrift in aller Deutlichkeit. Sie gliedert sich in drei Abschnitte. Den Ausgangspunkt bilden monetäre Wachstumsmodelle, bei denen die Geldversorgung via staatlich emittiertem Geld erfolgt (Abschnitt I). Im Anschluß an die Analyse von Warengeldsystemen (Abschnitt II) werden verschiedene Anwendungsbeispiele der monetären Wachstumstheorie diskutiert (Abschnitt III). Das Schlußkapitel rekapituliert die wichtigsten Resultate.

Zu Abschnitt I: Er gibt einen detaillierten Überblick über die Entwicklung und den derzeitigen Stand der monetären Wachstumstheorie. Der erste Versuch, Geld in den wachstumstheoretischen Kontext zu integrieren, geht auf Tobin zurück. Geld fungiert bei Tobin als Mittel des intertemporalen Gütertransfers und konkurriert in dieser Eigenschaft mit privaten Wertpapieren (Realkapital). Kommt es infolge einer Geldmengenausweitung zu einer erhöhten Inflation, so erfolgt aufgrund der gestiegenen Opportunitätskosten der Geldhaltung die Ersparnisbildung verstärkt in Form von

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.26.3.469 | Generated on 2025-07-26 17:27:28
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Realkapital (Tobin-Effekt). Die Kritik an diesem Ansatz konzentrierte sich schnell auf die ausschließliche Modellierung der Wertaufbewahrungsfunktion des Geldes. Für die explizite Offenlegung der Wirkungskanäle von Geld ist es unabdingbar, die „Triade der Geldfunktionen" (Hicks) adäquat einzufangen bzw. abzubilden. Die diesbezüglichen Anstrengungen stehen denn auch im Zentrum der Kapitel 3 und 4.

Im dritten Kapitel geht Klump zunächst auf die mikroökonomische Fundierung des Nutzens des Geldes ein. Die Rechenmittel- und die Tauschmittelfunktion des Geldes können über die explizite Aufnahme von Transaktionskostenfunktionen in die individuellen Budgetrestriktionen oder aber durch die Aufnahme der realen Geldmenge als Argument der Nutzenfunktion modelliert werden. Wie von Klump in Anlehnung an eine Arbeit von Feenstra gezeigt, sind beide Ansätze jedoch unter bestimmten Voraussetzungen einander äquivalent. Wird Geld in der beschriebenen Art und Weise in ein Modell optimalen Wachstums integriert, so verliert der Tobin-Effekt seine Wirksamkeit. Veränderungen der Geldmengenwachstumsrate haben nunmehr keinerlei Auswirkungen auf die Realkapitalbildung und auf den Realzins. Geld ist superneutral. Dieses erstmals von Sidrauski abgeleitete Resultat wird von Klump als Spezialfall eines allgemeineren Ansatzes identifiziert, innerhalb dessen er zudem verschiedene Quellen der Nicht-Superneutralität (u.a. Risikoaversion, endogenes Arbeitsangebot) herausarbeiten kann.

Geld in seiner Eigenschaft als Produktionsfaktor ist Gegenstand des vierten Kapitels. Geld entfaltet positive Produktivitätseffekte, da es die Informations- und Transaktionskosten senkt, die bei der Verknüpfung der originären Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital aufzubringen sind. Die durch die Verwendung von Geld freigesetzten Ressourcen können in den Produktionsprozeß eingesetzt werden; eine komplementäre Beziehung zwischen Geld und den übrigen Produktionsfaktoren – insbesondere Kapital – ist die Folge. Eine erhöhte Geldmengenwachstumsrate senkt über die Reduktion der realen Kassenhaltung nunmehr auch die Realkapitalbildung (Stockman-Effekt). Dies steht im völligen Gegensatz zu den Modellen, bei denen Geld als Argument in die Nutzenfunktion eingeht. In einem Modell, das beide Ansatzpunkte integriert, vermag Klump zu zeigen, daß im Normalfall der kontraktive Stockman-Effekt den expansiven Tobin-Effekt dominiert. Lediglich in dem Extremfall, bei dem die realen Kassenbestände keinen Einfluß auf die Grenzproduktivität des Kapitals haben, gleichen sich beide Effekte gerade aus, und es gilt die Superneutralität.

Das Warengeldsystem der Kapitel 5 und 6 dient Klump als Grundlage für die Diskussion des Phänomens der Preisrevolution im 16. Jahrhundert (Kap. 7) sowie für die Analyse des Gibson-Paradoxons (Kap. 8). In diesen Kapiteln wird mit der Wirtschaftsgeschichte nicht nur eines der Steckenpferde des Verfassers überdeutlich, sondern sie zeigen insbesondere, mit welchem Gewinn die monetäre Wachstumstheorie auf die verschiedensten Gebiete angewendet werden kann.

In einem Warengeldsystem übernimmt in aller Regel ein Konsumgut die Funktion des Tauschmittels, der Goldstandard ist ein diesbezügliches Beispiel. Im Unterschied zu einem System mit stoffwertlosem Staatsgeld absorbiert die Herstellung dieses (dauerhaften) Konsumguts Ressourcen, die nicht mehr für die Produktion anderer Konsumgüter zur Verfügung stehen. Diesen „Kosten der Geldproduktion" stehen positive Produktivitätseffekte gegenüber. Während zu Beginn der Monetisierung einer Volkswirtschaft die Produktivitätseffekte eindeutig überwiegen, können sie mit zunehmendem Geld (= Gold) bestand von den genannten Kosten überkompensiert

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.26.3.469 | Generated on 2025-07-26 17:27:28
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

werden. Der entscheidende Parameter ist der reale Goldpreis, dessen Kehrwert das Preisniveau der Konsumgüter widerspiegelt. Über die Endogenisierung des realen Goldpreises vermag Klump die Bestimmungsgründe des Güterpreisniveaus innerhalb eines Warengeldsystems näher zu spezifizieren. Im einzelnen sind dies die Technologie der Goldproduktion sowie der Umfang der Goldlagerstätten, die gesellschaftliche Zeitpräferenzrate, die Bevölkerungswachstumsrate und die Abschreibungsrate des Realkapitals.

Mittels dieses Instrumentariums gewinnt Klump innovative Einsichten bezüglich zweier „uralter" geldtheoretischer Kontroversen: der Preisrevolution im 16. Jahrhundert und des Gibson-Paradoxons. Nur auf letzteres sei hier näher eingegangen. Lange Zeit diente Fishers Preiserwartungseffekt als Standarderklärung für die von Gibson beobachtete parallele Entwicklung von Zins- und Preisniveau. Neuere Untersuchungen weisen hingegen auf die Bedeutung der Währungsordnung hin, denn es ist auffällig, daß das Gibson-Paradoxon die beste empirische Bestätigung für die Zeit des Goldstandards erfährt. Aufgrund der festen Bindung der Geldmenge an die Goldbestände der Zentralbank besteht im Goldstandard jedoch an sich kein rationaler Grund für die Bildung von systematischen Inflationserwartungen. Die beobachteten Zinsschwankungen dürften mithin primär Schwankungen des Realzinses gewesen sein, die über verschiedene Transmissionswege parallele Preisschwankungen verursacht haben. Anders formuliert: Das Gibson-Paradoxon scheint – zumindest im Goldstandard – in erster Linie ein realwirtschaftliches und kein monetäres Phänomen zu sein. Aufgrund auftretender Inkonsistenzen kommt Klump zu einer kritischen Beurteilung der bis dato in der Literatur vorgebrachten Erklärungsansätze. Der einzige exogene Parameter, der zu parallelen Zins- und Preisschwankungen führt, ist die gesellschaftliche Zeitpräferenzrate. Dieser von Klump propagierte Erklärungsansatz kann zwar ein hohes Maß an Plausibilität für sich beanspruchen, leider entzieht sich diese Hypothese jedoch aus naheliegenden Gründen einer empirischen Überprüfung.

In einem dritten Anwendungsbeispiel geht Klump auf die Diskussion über den Verlauf der langfristigen Phillipskurve ein (Kap. 9). Diese Diskussion wurde bisher praktisch nur innerhalb von statischen Modellen geführt, die einen konstanten Kapitalstock und damit einen konstanten Realzins unterstellen. Der wachstumstheoretische Kontext ermöglicht hingegen die Einbeziehung von Kapitalbildungsprozessen, die Berücksichtigung von Produktivitätseffekten des Geldes und die Endogenisierung der Arbeit/Freizeit-Entscheidung. Wie sich zeigt, nimmt die langfristige Phillips-Kurve je nach Parameterkonstellation einen negativen, einen vertikalen oder aber einen positiven Verlauf an. Wirtschaftspolitische Empfehlungen im Sinne der Ausnutzung eines langfristig stabilen negativen Trade offs zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit können folglich auch aus diesen erweiterten Modellrahmen nicht abgeleitet werden.

Daß die monetäre Wachstumstheorie bisher für das geldpolitische „Tagesgeschäft" nur von geringer Relevanz war, spricht selbstverständlich nicht gegen die grundsätzliche Fruchtbarkeit dieses Theoriezweigs. Spätestens nach der Lektüre der Arbeit von Klump sollte dies hinlänglich klar geworden sein. Die Darlegungen sind durchweg stringent, wenngleich der Lesefluß durch die „zahllosen" Beweise ein wenig gestört wird. Zudem hätte sich der Rezensent weitere naheliegende Anwendungsbeispiele gewünscht. Zu nennen sind hier etwa die Geldfinanzierung von Budgetdefiziten, die Ökonomie von Hyperinflationen oder aber die Verknüpfung zur entwicklungstheoretischen Literatur. Diese kritischen Randbemerkungen vermögen jedoch den positiven

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.26.3.469 | Generated on 2025-07-26 17:27:28
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Gesamteindruck dieser Arbeit nicht zu verwischen. Aufgrund der modelltheoretischen Ausrichtung wird sie primär der an geldtheoretischen Fragestellungen interessierte Ökonom mit großem Gewinn lesen.

Jochen Michaelis, Freiburg

Gudrun Peschutter: Geldpolitik bei multipler Zielsetzung. Verlag Paul Haupt, Bern, Stuttgart, Wien 1992.

Vor dem aktuellen Hintergrund der Kritik an der Deutschen Bundesbank, daß ihre Geldpolitik zu stark am Ziel eines stabilen Preisniveaus ausgerichtet sei und sie bei ihren geldpolitischen Beschlüssen die augenblickliche, schwierige konjunkturelle Situation zu wenig berücksichtige, kommt wieder einmal die – nicht neue – Forderung der Kritiker zum Ausdruck, daß die Geldpolitik sich nicht alleine dem Ziel der Preisniveaustabilität verpflichtet fühlen, sondern auch zusätzlich die übrigen wirtschaftspolitischen Grundziele – hoher Beschäftigungsgrad, Wachstum und außenwirtschaftliches Gleichgewicht – verfolgen soll. Je nach Stärke der Abweichung einer Variablen von ihrer politisch gewünschten Größe im Vergleich zu den anderen zu steuernden Größen soll die Notenbank jeweils angemessen mit ihren geldpolitischen Mitteln reagieren.

Die Problematik der Inkonsistenz solcher Politikstrategien, die eine Mehrfachzielsetzung für die Geldpolitik in sich birgt, ist Gegenstand dieser Hamburger Dissertation. Sie beschäftigt sich in einer theoretischen Analyse mit der Frage, ob eine Zentralbank überhaupt in der Lage ist, mit ihrem zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumentarium – Geldmengensteuerung, Zinspolitik und Devisenmarktinterventionen – mehrere makroökonomische Zielvariablen – Preisniveau, reales Sozialprodukt bzw. Beschäftigung und Wechselkurs – simultan zu steuern.

Die Untersuchung geht von identischen mehrdimensionalen geldpolitischen Strategien innerhalb dreier verschiedener wirtschaftstheoretischer Modelle aus. Dabei beschränkt sie sich auf die Behandlung folgender zweidimensionaler Zielvariablenkombinationen: die Steuerung 1. von Realeinkommen und Preisniveau, 2. von Realeinkommen und Wechselkurs und 3. von Preisniveau und Wechselkurs. Die zugrundegelegten Standardmodelle sind einmal ein traditioneller, um eine offene Wirtschaft erweiterter, keynesianischer Ansatz à la Mundell-Fleming für ein kleines Land mit flexiblen Wechselkursen bei imperfekter Kapitalmobilität. In einem zweiten Modell wird die Restriktion der Konstanz des Preisniveaus aufgehoben, jedoch weiter an einem nach unten starren Nominallohn festgehalten. Somit stellt diese neoklassische Modellvariante ein Bindeglied dar zwischen dem keynesianischen Ansatz und dem dritten Modell monetaristischer Prägung, in dem vollständige Preisflexibilität unterstellt wird. Desweiteren wird im monetären Ansatz von vollständiger Substitutionalität in- und ausländischer Wertpapiere bei perfekter Kapitalmobilität ausgegangen, sowohl Kaufkraft- als auch Zinsparität sind im Gleichgewicht erfüllt. Dabei wird unter Annahme unterschiedlicher Reaktionsgeschwindigkeiten auf den Wertpapier- und Gütermärkten der Anpassungsverlauf des Wechselkurses bei einer Störung anhand eines Dornbusch-Overshooting-Modells mitberücksichtigt.

Die Analyse der Effizienz dieser mehrdimensionalen Strategien enthält zur Eingrenzung des Problembereiches mehrere vereinfachende Annahmen. So wird ein

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.26.3.469 | Generated on 2025-07-26 17:27:28
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

exakt quantifizierbarer Soll-Zustand der Ökonomie als Ausgangsgleichgewicht vorgegeben. Abweichungen von diesem Referenzniveau – durch externe Schocks ausgelöst – versucht die Zentralbank durch den einmaligen Einsatz ihres Instrumentariums zu eliminieren. Dabei besteht geldpolitischer Handlungsbedarf bei jeder Zielabweichung, unabhängig von ihrer Richtung. Desweiteren wird die Identität zwischen den Indikatoren, die eine Zielverletzung der zu steuernden Größen anzeigen, und der Zielvariable selbst angenommen, von der Problematik der Wahl des richtigen Indikators wird also abgesehen. Zur Überprüfung des Erfolgs bzw. Mißerfolgs der verschiedenen Politikstrategien bei alternativer ökonomischer Struktur wird vorerst unterstellt, daß die Zentralbank die drei jeweils zugrundegelegten Modelle nicht kennt. Sie nimmt also in ihrer Politik keine Rücksicht auf die jeweiligen Modellspezifika und damit auf die Verhaltensweisen der Wirtschaftssubjekte. Im Schlußkapitel wird die Form der Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte in der Weise integriert, daß rationale Erwartungen auch in den beiden ersten Modellen, die originär eine statische Erwartungsbildung implizieren, unterstellt werden.

Die Untersuchung ist in drei Hauptkapitel – entsprechend den drei zu behandelnden Modellstrukturen – mit jeweils gleichem Gliederungsaufbau unterteilt. Nach der Vorstellung des jeweiligen Modells mit seinen Definitionsgleichungen und Wirkungsmechanismen in den Teilbereichen Güter-, Geld- und Devisenmarkt werden die möglichen Störungen bzw. Kombinationen von Veränderungen der exogenen Variablen und deren Wirkungen auf die Zielgrößen der Geldpolitik analysiert. Festzuhalten ist, daß in allen drei Modellen das Problem der Eindeutigkeit der Wirkungen von Störungen auf die Zielvariablen auftaucht. Es gibt Fälle, in denen gleichgerichtete Änderungen von Störungskombinationen gegengerichtete Impulse bezüglich einer Zielgröße induzieren, zum anderen können unterschiedliche Störungskombinationen zu identischen Abweichungen der Zielgrößen von ihren Referenzniveaus führen. Zudem beeinflußt die relative Stärke der Störungen die Abweichungsrichtung der Zielgröße. Es kann also weder verläßlich aus der Kenntnis der Störung bzw. Störungskombination eine bestimmte Zielabweichungskonstellation abgeleitet werden noch gilt uneingeschränkt der umgekehrte Fall des eindeutigen Zusammenhangs zwischen Wirkung und Ursache.

Vor der eigentlichen Analyse mehrdimensionaler Politikstrategien wird die Möglichkeit der isolierten Steuerung der einzelnen Zielgrößen – Realeinkommen, Preisniveau und Wechselkurs – diskutiert. Als Ergebnis zeigt sich, daß zwar – mit einigen modellspezifischen Ausnahmen – die Zielgrößen grundsätzlich durch geldpolitische Mittel einzeln steuerbar sind, jedoch stellen sich dabei Nebenwirkungen auf andere Variablen ein, die schon auf mögliche Zielkonflikte einer mehrdimensionalen Geldpolitik hinweisen. Dieses Konfliktpotential tritt bei dem Versuch der Steuerung von Zielgrößenkombinationen offen zu Tage. Auf Basis keines der drei untersuchten Modelle kann mehrdimensionale Geldpolitik erfolgreich durchgeführt werden. Dies liegt zum einen an den Interdependenzen innerhalb des geldpolitischen Instrumentariums, die einen isolierten Einsatz von Geldmengen-, Zins- und Devisenmarktpolitik nicht zulassen. Die Steuerung der Geldmenge nimmt dabei eine besondere Rolle ein, weil sie letztlich die strategische Größe verkörpert, in der sich alle Politikvariationen niederschlagen. Zum anderen existieren Zielinterdependenzen, die verantwortlich sind für den Mißerfolg einer derart ausgerichteten Politik. Nur in bestimmten Ausnahmesituationen, in denen eine gleichgerichtete Abweichung der beiden Größen von ihrem Zielniveau vorliegt und ein geldpolitischer Impuls gleichgerichtete Verände-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.26.3.469 | Generated on 2025-07-26 17:27:28
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

rungen hin zum Referenzniveau induziert, ist eine mehrdimensionale Strategie erfolgreich. Dies wird nur in einem Fall bei der Steuerung von Realeinkommen und Preisniveau im neoklassischen Ansatz vollständig erreicht und beruht auf der speziellen Interdependenz dieser beiden Zielgrößen, der Phillipskurvenrelation. In allen anderen untersuchten Fällen induziert eine solche Geldpolitik entweder selbst Abweichungen der Größen vom Zielniveau und damit erneut geldpolitischen Handlungsbedarf oder bestehende Abweichungen werden vergrößert.

Die Analyse zeigt, daß es gerade die Ziel- und Mittelinterdependenzen sind, die den Erfolg einer, auf mehrere Ziele ausgerichteten, Geldpolitik zunichte machen. Vielmehr verursacht sie eher selbst Schwankungen der zu steuernden makroökonomischen Größen, als daß diese stabilisiert werden. Werden zudem rationale Erwartungen der privaten Wirtschaftssubjekte bei der Analyse der Geldpolitik berücksichtigt, so ist es für die Glaubwürdigkeit und damit für die Effizienz geldpolitischen Handelns letztlich entscheidend, diese Erwartungen zu stabilisieren. Die Zentralbank vermag dies nicht mit einer Politik, die im Bestreben, mehrere Zielgrößen zu steuern, Schwankungen im Wirtschaftsablauf und damit selbst Unsicherheiten verursacht, die die Erwartungen eher destabilisieren. Deshalb sollte eine Zentralbank eine ‚machbare' Geldpolitik betreiben, die sich glaubhaft mit ihrem zur Verfügung stehenden Instrumentarium an einer Zielgröße, dem Preisniveau ausrichtet.

Diese Arbeit zeigt in prägnanter Weise die Gültigkeit des altbekannten Tinbergen'schen Theorems im geldpolitischen Bereich. Sie besticht durch ihren klar strukturierten, übersichtlichen Aufbau und die Stringenz der Argumentation, die in einer eindeutigen Politikempfehlung mündet, die im völligen Gegensatz zu der eingangs erwähnten Forderung steht und deren Bedeutung auch gerade im Hinblick auf die Diskussion um die Ausgestaltung einer zukünftigen europäischen Zentralbank deutlich wird.

Thomas Lord, Freiburg

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.26.3.469 | Generated on 2025-07-26 17:27:28
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/