

# **Monetarismus und Keynesianismus in der „Neuen Geldpolitik“\***

Von Werner Ehrlicher, Freiburg i. Br.

## **I. Einführung**

Mancher Monetarist mag schon das Thema mit Befremden zur Kenntnis nehmen. Vertreter dieser neuen Glaubenslehre, deren Cluny in Chicago und deren Alpirsbach in Konstanz liegt, verkündeten frohlockend ihren definitiven Sieg, seit nach 1973 immer mehr Notenbanken von der Steuerung der Liquiditätsreserven und der Zinssätze zur Ankündigung und Verfolgung von Geldmengenzielen übergingen.

Die Notenbanken halten nach zehn Jahren im großen und ganzen an dieser Politik fest. Dabei werden die Geldmengenaggregate im einzelnen zwar verschieden abgegrenzt; die anfängliche Festlegung von Punktzielen wurde durch die Ankündigung von Bandbreiten abgelöst; einige Notenbanken orientieren sich auch an mehreren Geldmengenaggregaten. Solche Modifikationen kann man aber als Variationen des Themas der reinen Lehre abtun, die dem Sieg der monetaristischen Idee der Geldmengensteuerung keinen Abbruch tun.

Gewisse Zweifel, ob die „Neue Geldpolitik“ der Notenbanken nicht vielleicht nur vordergründig monetaristische Züge trägt und in ihrem Gehalt doch noch keynesianischer ist, als es auf den ersten Blick erscheint, werden wach, wenn man sich in den Veröffentlichungen der Notenbanken die Interpretationen ihrer Politik ansieht und sie auf dieser Grundlage in ein theoretisches Konzept einzuordnen versucht.

Die unbestimmte Art dieser Interpretationen der neuen Geldpolitik war denn auch schon früh ein Wermutstropfen in der Freude der Monetaristen an der Einführung der Geldmengensteuerung. Denn auch diesen Interpretationen – und zwar fast aller Notenbanken, die zu dem neuen Verfahren übergegangen waren – konnte man nie ein so eindeutiges Bekenntnis zur monetaristischen Lehre herauslesen, wie es von Theoretikern zunächst

---

\* Günter Schmolders zum 80. Geburtstag. – Erweiterte Fassung des Festvortrages am 29. September 1983 im Wissenschaftszentrum Berlin.

hineininterpretiert wurde. Die erste Reaktion der Avantgardisten der neuen Lehre war daher, daß sie die Notenbanken in immer neuen Anläufen aufzuklären versuchten, was sie noch nicht ganz richtig machen und worin sie die neue Lehre offenbar noch nicht richtig verstanden haben. Manche der Kämpfer an der theoretischen Front haben bis heute noch nicht gemerkt, daß die Notenbanken nicht etwa nicht kapiert haben, sondern daß sie nicht so voll kapieren wollen.

So wurden im Ausschuß für Geldtheorie und Geldpolitik des Vereins für Socialpolitik die Mitglieder des Direktoriums unserer Bundesbank immer wieder gefragt, weshalb sie mit so unbestimmten Begriffen wie „monetäre Expansion“ und ähnlichem operierten; sie sollten doch klar sagen, ob sie damit die Zentralbankgeldmenge,  $M_1$ ,  $M_2$  oder  $M_3$  oder was auch immer meinten. Die Vertreter der Bundesbank bedienen sich in solchen Fällen mit großem Geschick der Ermüdungstaktik, indem sie einen unbestimmten Begriff durch breite und blumenreiche Beschreibung anderer nicht weniger unbestimmter Begriffe ersetzen: So wird auf solche Fragen die „monetäre Expansion“ als der „monetäre Mantel“ interpretiert, in den die Wirtschaft hineinwachsen soll, als der „geldliche Rahmen“, innerhalb dessen sich die reale Expansion bewegen kann, usw. usw.

Man könnte sich mit der Feststellung zufrieden geben, daß sich Politiker – und das sind Notenbanker letztlich auch – nur ungern auf eine Theorie festlegen, auf deren Hintergrund man ihre Entscheidungen rational überprüfen kann. Dies wäre jedoch kaum eine zureichende Erklärung. Im folgenden soll gezeigt werden, daß in der neuen Geldpolitik doch noch mehr an Keynesianismus steckt, als dies auf den ersten Blick den Anschein hat. Der Nachweis für diese Behauptung soll aus dreifacher Perspektive geführt werden:

- aus der Auffassung über das geldtheoretische Grundproblem, die aus dieser Politik erkennbar ist;
- aus dem wirtschaftspolitischen Gesamtkonzept, das hinter dieser Politik steht;
- aus der technischen Durchführung der neuen Geldmengenpolitik.

## **II. Zum geldtheoretischen Konzept**

Das zentrale Problem der Geldtheorie besteht in der Frage nach dem Geldwert. In der dogmengeschichtlichen Entwicklung wurde dieses Hauptproblem gelegentlich von der Beschäftigung mit Problemen der Geldwirkungslehre und der Geldwesenslehre verdrängt. Dies gereichte der Ent-

wicklung der Geldwirtschaft in der Regel zum Schaden; ich denke etwa an die geldpolitischen Experimente, die im Gefolge der Geldwirkungslehre der Merkantilisten und *John Laws* durchgeführt wurde, oder an die Art der Finanzierung des ersten Weltkrieges und der großen deutschen Inflation, die sicher manches mit dem Einfluß der Geldwesenslehre *Georg Friedrich von Knapps* zu tun hatte.

Wenn wir uns die alternativen Geldwertlehren der Monetaristen und der Keynesianer ansehen, dann wird deutlich, wie wenig sich trotz des permanenten wirtschaftlichen Wandels an den ökonomischen Hauptfragen wie auch an den Ansätzen der antagonistischen Antworten über die Jahrhunderte hinweg geändert hat. Der missionarische Eifer, mit dem die an der Monetarismus-Keynesianismus-Debatte Beteiligten ihre Auffassungen vertreten<sup>1</sup>, erweckt oft den Eindruck, daß den engagierten Kämpfern gar nicht bekannt ist, daß sie über die gleichen geldtheoretischen und geldpolitischen Fragen streiten, die vor etwa eineinhalb Jahrhunderten zwischen der Banking- und der Currency-Schule diskutiert wurden. Die alternativen Hauptthesen der Banking- und der Currencytheorie werden in den Dogmengeschichten – vielleicht etwas vereinfacht – dahingehend interpretiert, daß die Currencytheoretiker der Auffassung waren, die Geldmenge bestimme das Preisniveau, während die Bankingtheoretiker den entgegengesetzten Kausalzusammenhang behaupteten, nämlich daß das Preisniveau die Geldmenge bestimme. Da die letztere These noch keine positive Aussage zu den Bestimmungsgründen des Geldwertes beinhaltet, müssen wir hinzufügen, daß sich nach bankingtheoretischer Vorstellung die Entwicklung des Preisniveaus und damit des Geldwertes aus Veränderungen exogen determinierter, gesamtwirtschaftlich wichtiger Einzelpreise – wie der Löhne, der Importgüter, der Preise auf monopolistischen Märkten usw. – ergibt.

Die Quantitätstheorie hat sich von ihrer ursprünglichen naiven Form über die Theorie der Kassenhaltung zu einer differenzierten Theorie der Geldnachfrage entwickelt<sup>2</sup>. Für das System der Monetaristen spielt von daher die Aussage eine wichtige Rolle, daß die Geldnachfrage – und damit die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes – eine stabile Funktion einer relativ begrenzten Zahl von Variablen und damit gut prognostizierbar sei. Die wesentliche exogene Determinante des Geldwertes ist damit – in modifizierter Rückkehr zur naiven Quantitätstheorie – wieder die Geldmenge. Wenn man diesen Ansatz methodologisch interpretiert, dann ist darauf

---

<sup>1</sup> Vgl. *W. Ehrlicher*: Zur Monetarismus-Diskussion in „Kredit und Kapital“, in: *W. Ehrlicher und W.-D. Becker* (Hg.): Die Monetarismus-Kontroverse, Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 4, Berlin 1978, S. 217 – 246.

<sup>2</sup> Vgl. *M. Friedman* (Hg.): *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago 1956.

hinzuweisen, daß die Geldwerttheorie der Monetaristen eine makroökonomische Theorie ist. Diese Feststellung ist für die folgenden Überlegungen wichtig. Sie reizt vielleicht zum Widerspruch: Zum einen ist – wie gerade erwähnt – ein wesentlicher Teil der Forschungen der Monetaristen auf die Bestimmungsgründe der Geldnachfrage gerichtet, und die diesbezüglichen verhaltenstheoretischen Untersuchungen sind sicher als ausgesprochen mikroökonomisch einzustufen. Zum anderen könnte man zur Widerlegung dieser These, die monetaristische Geldwertlehre sei eine makroökonomische Theorie, auf jene Überlegungen verweisen, die von den Monetaristen selbst als die „mikroökonomische Fundierung der Geldtheorie“ bezeichnet werden. Dem ersten Einwand wäre entgegenzuhalten, daß die Ergebnisse dieser Untersuchungen auf eine relative Konstanz der Geldnachfrage hinauslaufen und deren Einfluß auf die Entwicklung des Geldwertes damit als nachrangig erscheinen lassen. Der zweite Einwand relativiert sich durch den Hinweis, daß sich die genannten mikroökonomischen Untersuchungen mit den Gründen der Wertschätzung des Geldes beschäftigen und insofern – soweit man nicht den Zusammenhang mit der Theorie der Geldhaltung unterstreichen möchte – mehr der Geldwesenslehre zuzuordnen sind.

Akzeptiert man diese Einordnung der mikroökonomisch orientierten Aussagen der Monetaristen, dann verbleibt es bei der oben getroffenen Feststellung, daß im theoretischen System der Monetaristen der wichtigste Bestimmungsgrund des Geldwertes die Geldmenge ist. Auch im Rahmen der neuen Geldpolitik ist dies die zentrale Größe. Und die Geldmenge ist unbestreitbar eine makroökonomische Determinante.

Demgegenüber ist die Geldwerttheorie der Keynesianer, wie sie in Fortführung der bankingtheoretischen Gedanken vertreten wird, eine mikroökonomische Theorie. Die Veränderungen des Geldwertes ergeben sich aus den aufsummierten Veränderungen aller Einzelpreise. Die monetäre Gesamtnachfrage ist weder im Sinne des Say'schen Theorems durch das Angebot vorgegeben, noch wird sie quantitativstheoretisch durch die Geldmenge determiniert. Da das System keine entsprechende makroökonomische Restriktion enthält, muß die autonome Erhöhung einzelner Preise nicht notwendig durch die Senkung anderer Preise kompensiert werden, und die Veränderungen gesamtwirtschaftlich wichtiger Einzelpreise oder Preisbestimmungsbestandteile (wie Löhne, Gewinnaufschläge, Importpreise, Steuern usw.) können – mikroökonomisch – die Entwicklung des Preisniveaus bestimmen. Die Geldmenge oder die Umlaufgeschwindigkeit, der von den Keynesianern eine wesentlich höhere Variabilität zugeschrieben wird, passen sich den Veränderungen des Preisniveaus an. Auch wenn die Zentralbank nach entsprechend langer restriktiver Geldpolitik die Elastizität der

Geldversorgung hinreichend eingeschränkt haben sollte, würde eine weitere Erhöhung autonomer Einzelpreise eher die Entwicklung des Realeinkommens und der Beschäftigung als des Preisniveaus berühren<sup>3</sup>.

Fragen wir nun, inwieweit man aus Entscheidungen der Notenbanken oder aus ihren Verlautbarungen ableiten kann, welcher Theorie sie mehr zuneigen. Die Tatsache, daß die Einführung der Geldmengensteuerung im Gefolge der weltweiten Zunahme der Inflationsraten und mit dem Ziel der Bekämpfung des Inflationsprozesses erfolgte, scheint für die monetaristischen Vorstellungen zu sprechen. Dies wäre allerdings keine ausreichende Interpretation; denn daß ein Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation besteht, wurde auch von Keynesianern oder Banking-Theoretikern nie bestritten. Letztere haben die Zunahme der Geldmenge jedoch nicht als Ursache, sondern als Bedingung eines Inflationsprozesses angesehen. Man muß deshalb nach den Vorstellungen über den Transmissionsprozeß von Veränderungen der Geldmenge fragen.

Da die Notenbanken keine eindeutige theoretische Begründung geben, kann man nur Rückschlüsse aus ihren Entscheidungen ziehen. Dazu seien drei Sachverhalte hervorgehoben: Zunächst scheint es recht aufschlußreich, daß die Notenbanken dem Ankündigungseffekt des Geldmengenziels auf die Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte offenbar größere Bedeutung zumessen als dem Steuerungseffekt der Geldmengenveränderung selbst. Dies spricht für die Vorstellung, daß die Wirkung von Geldmengenänderungen über den Prozeß der Einkommensentstehung und Einkommensverwendung geschehen wird. Das ist eine typische Keynesische Vorstellung.

Einen zweiten Hinweis kann man aus der Konstruktion des von der Deutschen Bundesbank gewählten Geldmengenaggregates ableiten. Die sogenannte „Zentralbankgeldmenge“ ist – wie später im einzelnen dargestellt wird – eine verwendungsorientierte Größe. Die Monetaristen befürworten demgegenüber eine an der Geldmengenentstehung orientierte Steuerungsgröße. Die Steuerung einer verwendungsorientierten Größe spricht aber dafür, daß die Transmission der Geldmengenveränderung auf das Preisniveau nicht in der mechanischen Form der Quantitätstheorie, sondern wiederum in dem Keynesischen Sinne des Ausgaben-Einnahmenprozesses gesehen wird. Denn in der Beobachtung und Steuerung einer verwendungsorientierten Größe wird der Niederschlag der Einnahmen- und Ausgabenentscheidungen berücksichtigt.

Am unmittelbarsten klingen bankingtheoretisch-keynesianische Vorstellungen an, wenn die Bundesbank auf die Bedeutung der Lohnabschlüsse,

<sup>3</sup> Vgl. W. Ehrlicher: Geldtheorie und Geldpolitik III: Geldtheorie, in: W. Albers u. a. (Hg.): HdWW, Bd. 3, Stuttgart u. a. 1981, S. 374 - 391.

der Wechselkurse und der Haushaltspolitik der öffentlichen Hand für die Entwicklung des Geldwertes hinweist<sup>4</sup>. Dies stellt sich als ein recht eindeutiges Bekenntnis zu einem – zumindest bedingten – mikroökonomischen Einfluß wichtiger autonomer Einzelpreise auf das Preisniveau dar.

### III. Die wirtschaftspolitischen Konzepte

Nach diesem Versuch, die Einstellung der Notenbanken zu den Bestimmungsgründen der Geldwertentwicklung – als dem Hauptproblem der Geldtheorie – zu analysieren, wollen wir fragen, inwieweit die Notenbanken in ihren wirtschaftspolitischen Konzepten mehr monetaristischen oder mehr keynesianischen Vorstellungen zuneigen. Auch hier soll sich die Analyse wieder auf ein Hauptproblem – nämlich die Steuerung des realen Wirtschaftsablaufs, also insbesondere der Beschäftigung – konzentrieren.

Für die Darstellung der alternativen Konzepte der Monetaristen und Keynesianer ist es zweckmäßig, zwischen den zugrunde liegenden ablauftheoretischen Vorstellungen der beiden Richtungen und den ablaufpolitischen Folgerungen zu unterscheiden.

Die Monetaristen gehen in ihren ablauftheoretischen Vorstellungen davon aus, daß der Wirtschaftsprozess in einer Marktwirtschaft zu hoher Stabilität tendiere. Sie wollen damit nicht behaupten, daß der tatsächliche Wirtschaftsablauf keine Schwankungen aufweise; das wäre angesichts der zweihundertjährigen Geschichte der Konjunkturbewegungen sicher abwegig. Ihre Stabilitätsthese besagt vielmehr, daß autonome, d.h. also nicht wirtschaftspolitisch bedingte Schwankungen der privaten Konsum- und Investitionsnachfrage relativ gering seien und, soweit sie aufträten, durch den Selbststeuerungsmechanismus der Wirtschaft gemildert und relativ schnell kompensiert würden. Die erwähnte tatsächlich zu beobachtende Instabilität der wirtschaftlichen Entwicklung beruhe auf diskontinuierlichen geld- und finanzpolitischen Eingriffen, die sich mit unterschiedlichen zeitlichen Verzögerungen auswirkten. Die Monetaristen belegen diese These durch empirische Untersuchungen der Entwicklung der Geldmenge, des Outputs, des Preisniveaus und der Einkommen, die zu dem Ergebnis führen, daß die Entwicklung der Geldmenge und der nominellen Einkommen bei einem zeitlichen Vorlauf der Geldmenge eine hohe Parallelität aufweisen.

Demgegenüber führen die Keynesianer die Instabilität des Wirtschaftsablaufs darauf zurück, daß die private Nachfrage – insbesondere die Inve-

---

<sup>4</sup> Vgl. H. Schlesinger: Die Geldmengenpolitik der Bundesbank, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 36. Jahrgang, Heft 1, 1. Januar 1983, S. 18 - 20.

stitionsgüternachfrage – aufgrund tendenzieller Instabilität der Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals relativ starken Schwankungen unterliegt<sup>5</sup>. Darüber hinaus weisen sie darauf hin, daß derartige Impulse über die als Multiplikator und Akzelerator bezeichneten Zusammenhänge eine wesentliche Verstärkung erfahren. Die jüngere Weiterentwicklung der keynesianischen Theorie versucht die mechanistischen Modelle, die mittels der Methode der komparativen Statik konstruiert sind, durch Untersuchung der dynamischen Prozesse selbst zu ergänzen bzw. zu ersetzen. Sie beschäftigt sich dabei insbesondere mit den „feedbacks“ und den „spillovers“, die im Ablauf dieser Prozesse auftreten und zu sich selbst verstärkenden Ungleichgewichtssituationen führen können<sup>6</sup>.

Für die wirtschaftspolitischen Folgerungen, die aus den kontroversen Theorien gezogen werden, ist es aufschlußreich, die beiderseitigen Vorstellungen wieder kurz nach der methodologischen Seite hin zu interpretieren. Während wir bei der Erörterung der geldtheoretischen Ansätze festgestellt haben, daß der Geldwert von den Monetaristen makroökonomisch, von den Keynesianern mikroökonomisch begründet wird, können wir nun umgekehrt konstatieren, daß der realwirtschaftliche Verlauf, insbesondere die Höhe der Beschäftigung, von den Monetaristen als mikroökonomisch, von den Keynesianern als makroökonomisch determiniert angesehen wird.

Nach monetaristischer Vorstellung bestimmen die zwischen Arbeitnehmern und Arbeitgebern ausgehandelten Löhne – also eine Kategorie relativer Preise – die unter Rentabilitätsgesichtspunkten realisierbare Höhe der Beschäftigung. Alle Arbeitskräfte, die bei der geforderten Lohnhöhe keine Beschäftigung finden, sind als freiwillig Arbeitslose anzusehen. Die natürliche Unterbeschäftigungsrate kann durch expansive geldpolitische Maßnahmen vorübergehend reduziert werden, wenn die Arbeitnehmer die – aufgrund der dadurch ausgelösten inflationären Entwicklungen – steigenden nominalen Löhne auch als höhere Reallöhne einschätzen. Dieser Effekt hält jedoch nur solange an, bis die Arbeitskräfte die Täuschung über den realen Lohn erkennen. Eine über die „natürliche Arbeitslosigkeit“ hinausgehende Beschäftigung könne unter diesen Annahmen nur durch immer schneller steigende Inflationsraten aufrechterhalten werden. In der späteren Theorie der rationalen Erwartungen wird auch die Möglichkeit

---

<sup>5</sup> Vgl. J. M. Keynes: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London 1936.

<sup>6</sup> Vgl. R. W. Clower: *Die Keynesianische Gegenrevolution: eine theoretische Kritik*, in: Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, Bd. 99, 1963, S. 8 - 31; A. Leijonhufvud: *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes*, New York, Oxford 1968; E. Malinvaud: *The Theory of Unemployment Reconsidered*, Oxford 1977.

eines derartig vorübergehenden Effekts mit der Begründung abgelehnt, daß die Wirtschaftssubjekte den transistorischen Charakter dieses trade-offs zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation antizipieren und sich eine expansive Geldpolitik deshalb sofort in steigenden Preisen auswirkt, ohne die Beschäftigung auch nur vorübergehend zu erhöhen<sup>7</sup>. Nur eine Senkung der Reallöhne oder eine Steigerung der Grenzproduktivität vermöge die natürliche Unterbeschäftigungsrate zu senken.

Wirtschaftspolitisch ergibt sich aus diesen Überlegungen die Folgerung, daß die Beschäftigungssituation durch geld- und finanzpolitische Maßnahmen nicht verbessert werden kann. Die Auslastung der Produktionsfaktoren wird durch den mikroökonomischen Mechanismus der relativen Preise gesteuert. Unterbeschäftigung ist die Folge von autonom bestimmten Lohnsätzen, die über den in den betroffenen Bereichen erzielbaren Grenzproduktivitäten liegen.

Demgegenüber ist in der General Theory von *Keynes* die makroökonomische Determiniertheit des realen Niveaus der Wirtschaftstätigkeit das revolutionäre Kernstück. Die Höhe der monetären Gesamtnachfrage bestimmt das Niveau der ökonomischen Aktivität. Unter den Komponenten der Gesamtnachfrage – Konsum, Investition, Staatsnachfrage und Außenhandel – kommt den Investitionen und der Staatsnachfrage die Schlüsselrolle zu. Diese beiden Nachfragekomponenten sind, im Gegensatz zu der quantitativ zwar bedeutsameren Komponente des Konsums, die aber als Funktion des Einkommens eine abhängige Variable ist, ganz oder teilweise exogen determinierte Größen. Als solche bestimmen sie das Gleichgewichtsniveau des Gesamtsystems. Solche Gleichgewichte können aber bei verschiedenen Beschäftigungsgraden liegen.

*Keynes* hat die Möglichkeit eines Unterbeschäftigungsgleichgewichts und das Versagen des Lohnmechanismus zur Erreichung der Vollbeschäftigung über die Zusammenhänge zwischen Einkommensentstehung und Einkommensverwendung begründet: Mit sinkenden Lohnsätzen vermindere sich das Einkommen und damit auch die von den Unternehmern erwartete Nachfrage nach Gütern; durch diesen negativen Nachfrageeffekt würde der positive Kosteneffekt von Lohnsenkungen auf die Beschäftigung kompensiert. Die frühen Nachfolger von *Keynes* haben, nachdem *Pigou*<sup>8</sup> und *Patinkin*<sup>9</sup> seiner Begründung des Unterbeschäftigungsgleichgewichtes durch Hinweis auf den Realkasseneffekt widersprachen, die Möglichkeit eines

<sup>7</sup> Vgl. R. E. Lucas: Expectations and the Neutrality of Money, in: Journal of Economic Theory 4, 1972, S. 103 - 124.

<sup>8</sup> Vgl. A. C. Pigou: Employment and Equilibrium, London 1941.

<sup>9</sup> Vgl. D. Patinkin: Money, Interest and Prices, New York 1956.

Unterbeschäftigungsgleichgewichtes aus der Starrheit der Löhne nach unten, aus Untergrenzen für Zinssenkungen und aus unzureichender Zinselastizität der Investitionen abzuleiten versucht<sup>10</sup>. Die jüngeren Keynesianer, die sich aufgrund der besonderen Beschäftigung mit dieser Frage als „Ungleichgewichtstheoretiker“ verstanden wissen wollen, suchen nach einer entscheidungstheoretischen Fundierung der Unterbeschäftigungsphase. Man kann hier also methodologisch gesehen eine gewisse Parallelität zu der oben erwähnten Entwicklung des Monetarismus beobachten: Wie dieser bemüht ist, die makroökonomisch angelegte Quantitätstheorie mikroökonomisch zu fundieren, so ist auch die „neue Makroökonomie“ um eine mikroökonomische Begründung der unfreiwilligen Arbeitslosigkeit – anhand der makroökonomischen Ungleichgewichtstheorie – bestrebt.

Die Keynessche makroökonomische Kernthese, daß Arbeitslosigkeit in unzureichender monetärer Gesamtnachfrage begründet ist, bleibt von diesem Wandel in der Begründung des Unterbeschäftigungsgleichgewichts unberührt. Dementsprechend halten die Keynesianer auch weiter an der von *Keynes* gezogenen wirtschaftspolitischen Folgerung fest, daß das reale Niveau der Wirtschaftstätigkeit nur durch Steigerung der monetären Gesamtnachfrage – insbesondere ihrer beiden exogenen Komponenten, der Staatsnachfrage und der autonomen Investitionen – angehoben werden kann. Den geldpolitischen Möglichkeiten einer Steigerung der Investitionen durch Senkung der Zinssätze messen die Keynesianer aufgrund der angenommenen geringen Zinselastizität der Investitionen weniger Bedeutung zu. Sie vertrauen mehr auf die staatliche Komponente, weshalb man sie auch als Fiskalisten bezeichnet.

Soweit der Versuch, die unterschiedlichen wirtschaftspolitischen Vorstellungen der Keynesianer und Monetaristen auf einige Hauptthesen zu reduzieren. Wenn wir auch hier wiederum nach einschlägigen Äußerungen der Notenbanken suchen, so müssen wir zwar feststellen, daß diese verständlicherweise in grundsätzlichen wirtschaftspolitischen Verlautbarungen noch vorsichtiger sind als bei theoretischen Stellungnahmen. Schon eine relativ oberflächliche Betrachtung der von den Notenbanken verfolgten Politik zeigt jedoch, daß sie – wohl mit alleiniger Ausnahme der Bank von England – nicht der von den Monetaristen geforderten wirtschaftspolitischen Enthaltensamkeit zuneigen, sondern daß ihre Politik weiterhin ein durchaus aktivistisches Element enthält. Die Notenbanken sehen sich weiterhin bei ihren Entscheidungen in einem Spannungsfeld von Geldwert-, Beschäftigungs- und Wechselkursentwicklung<sup>11</sup>. Je nach der Gefährdung des einen

<sup>10</sup> Vgl. *J. R. Hicks*: Mr. Keynes and the “Classics”, A Suggested Interpretation, in: *Econometrica*, Bd. 5, 1937, S. 147 - 159.

oder anderen Zieles konzentrieren sie den Einsatz ihres geldpolitischen Instrumentariums fallweise auf eines dieser Ziele und keineswegs – wie von den Monetaristen gefordert – allein auf die Bewahrung der Geldwertstabilität. Dies zeigte sich in den letzten Jahren besonders darin, daß die einzelnen Notenbanken – nach dem grundsätzlichen Übergang zur Verfolgung von Geldmengenzielen – bei starker Gefährdung der Beschäftigung oder der Wechselkursentwicklung diese Orientierung für beschränkte Zeit aufgaben und andere geldpolitische Variable, wie Zinssätze oder Wechselkurse, als Zielgröße steuerten.

Das soll natürlich nicht heißen, daß die sogenannte monetaristische Revolution in der Politik der Notenbanken überhaupt keinen Niederschlag gefunden hätte. Die Orientierung an Geldmengenzielen bedeutet – schon in der Festlegung dieser Ziele als Bandbreiten – zwar keine völlige Abkehr von der konjunkturpolitischen Ausrichtung, wie sie bis in die erste Hälfte der 70er Jahre vorherrschend war. Gleichwohl stellt sie sich als eine Hinwendung zu einer längerfristig orientierten Verstetigung dar<sup>12</sup>. Insoweit ist die These der Monetaristen, daß sich geldpolitische Maßnahmen, insbesondere abrupte geldpolitische Kurswechsel, mit recht unterschiedlichen zeitlichen Verzögerungen durchsetzen und damit – angesichts der starken Verkürzung der Konjunkturzyklen – prozyklisch auswirken können, von der Geldpolitik rezipiert worden. Und insoweit bedeutet die neue Geldpolitik auch eine gewisse Abwendung von *Keynes* und eine gewisse Hinwendung zu *Friedman*. Diese Neuorientierung geht aber keineswegs soweit, daß man – wiederum abgesehen von England – schon von einer monetaristischen Politik sprechen könnte.

Nicht-monetaristisch bleibt die fehlende konsequente Anbindung an eine geldpolitische Regelbindung und das damit verbundene interventionistische Element der Notenbankpolitik. Dies zeigt, daß von den Notenbanken einerseits der Glaube an die Stabilität des privaten Sektors nur bedingt geteilt

---

<sup>11</sup> Vgl. z.B. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 33. Jahrgang, Nr. 4, April 1983, S. 5 - 8.

<sup>12</sup> Inwieweit man von einer Verstetigung der Geldpolitik sprechen kann, hängt davon ab, ob man nur die Veränderungen der gesteuerten Größe (Zwischenziel) in absoluten Werten oder die Entwicklung dieser Größe in Relation zum nominalen und realen Sozialprodukt (Endziel) betrachtet. Seit Einführung der Geldmengensteuerung haben in vielen Ländern die Zuwachsraten der Geldmenge abgenommen; gleichzeitig sind aber die Wachstumsraten des realen Sozialprodukts zurückgegangen. Andererseits sind vielfach die Ausschläge der Geldmengenentwicklung vom angestrebten Trend sogar größer geworden; gleichzeitig haben aber auch exogene Schocks und damit der Handlungsbedarf der Geldpolitik, soweit man einen solchen generell unterstellt, zugenommen.

wird, und daß sie zum anderen die Geldwertstabilität zwar als vorrangiges, nicht aber als einziges Ziel ihrer Geldpolitik ansehen.

#### IV. Die Technik der Zentralbankgeldversorgung

Im letzten Teil unserer Überlegungen wollen wir uns der Technik der neuen Geldpolitik zuwenden und wieder fragen, inwieweit diesbezüglich die Vorstellungen der Monetaristen in die Notenbankpolitik eingegangen sind. Die neue Geldpolitik wird oft dahingehend interpretiert, daß die traditionelle Steuerung der Liquiditätsreserven der Geschäftsbanken seitens der Notenbanken durch eine Steuerung der Geldmenge abgelöst wird. Soweit man sich auf diese Interpretation beschränkt, wäre die neue Geldpolitik von der Technik her als eindeutig monetaristisch einzustufen. Die genannte Beschreibung ist jedoch unvollständig und vordergründig, denn beide Methoden könnten bei entsprechender Orientierung zu dem gleichen Ergebnis führen.

Entscheidend ist vielmehr, daß die traditionelle Politik der Liquiditätsversorgung sich an der Entwicklung der Zinssätze orientierte bzw. eine entsprechende Entwicklung der Zinssätze anstrebte. Demgegenüber sollen sich bei der Geldmengensteuerung die Geldmengenziele an dem potentiellen Wachstum des Produktionspotentials orientieren und die sich dabei ergebenden Wirkungen auf die Entwicklung der Zinssätze unbeachtet bleiben.

Die erweiterte Kennzeichnung läßt den ordnungspolitischen Hintergrund der technischen Neuorientierung deutlich werden. Während die Orientierung der Liquiditätspolitik an der Zinsentwicklung bzw. die bewußte Einflußnahme auf die Zinsgestaltung den interventionistischen – insbesondere beschäftigungspolitischen – Charakter der traditionellen Geldpolitik kennzeichnet, kann man das Ziel der neuen, auf stetige Expansion der Geldmenge gerichteten Politik am treffendsten durch die Forderung nach Neutralität der Geldversorgung charakterisieren, worunter heute in erster Linie Orientierung an der Geldwertstabilität verstanden wird.

Die Monetaristen haben zur näheren Interpretation und Begründung der von ihnen befürworteten Politik eine ausführliche Diskussion geführt, die sich zum einen mit der näheren Abgrenzung der zu steuernden Geldmengengröße, zum anderen mit der Art der Institutionalisierung der Steuerung befaßte. Im Rahmen dieser Diskussion spielte das sogenannte Target/Indicator-Problem eine wesentliche Rolle<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> Vgl. H.-H. Francke: *Bankenliquidität und Zins als Orientierungsvariable der Geldpolitik*, Berlin 1975.

Die Einzelheiten können leicht überschlagen und als Ergebnis festgehalten werden, daß die Monetaristen für die Steuerung der Basisgeldmenge plädieren, d. h. also der von der Notenbank selbst geschaffenen Geldmenge, und damit für ein relativ enges Geldmengenaggregat. Hinsichtlich der Technik der Geldversorgung befürworten sie ein Entstehungskonzept, d. h. sie fordern die Kontrolle des Basisgeldes bei seinem Einfließen in den Wirtschaftskreislauf.

Zunächst zur Wahl des Geldmengenaggregats: Da die Monetaristen in ihren empirischen Untersuchungen über den Zusammenhang zwischen Einkommensentwicklung und Geldmengenentwicklung im allgemeinen eine gute Korrelation nur mit weitergefaßten Geldmengenbegriffen wie  $M_1$ ,  $M_2$  oder  $M_3$  festgestellt haben, verwundert es zunächst etwas, daß sie das engste Geldmengenaggregat als Steuerungsgröße vorschlagen.

Unterstellt man entsprechend der Theorie des Geldschöpfungsmultiplikators, daß die Geldschöpfung der Kreditbanken in einem relativ engen Verhältnis zur Geldschöpfung der Notenbank steht, und daß die Änderungen dieser Relation – wie die Monetaristen glauben, nachgewiesen zu haben – verhältnismäßig gut vorhersehbar sind, dann kann man davon ausgehen, daß sich durch die Steuerung der Geldbasis die gesamte Geldversorgung relativ zuverlässig kontrollieren läßt. Insoweit wäre es – sofern nicht zusätzliche Argumente hinzutreten – gleichgültig, ob man die Geldbasis oder ein weiter gefaßtes Geldmengenaggregat steuern würde.

Ausschlaggebend für die Entscheidung der Monetaristen, die Basisgeldmenge als Steuerungsgröße vorzuschlagen, war die Überlegung, daß die Informationen über die weiter gefaßten Geldmengenbegriffe sehr viel später und sehr viel ungenauer anfallen und daß die „Entfernung“ zum Instrumenteneinsatz größer ist. Beide Sachverhalte erschweren die Steuerung eines Geldmengenaggregates als Zielgröße, das weiter gefaßt ist als das Basisgeld.

Die zweite Frage betrifft die Steuerungstechnik. Die Monetaristen sind zwar der Auffassung, daß von den Veränderungen der Geldmenge starke Wirkungen auf die Entwicklung des nominalen und realen Sozialprodukts ausgehen. Empirische Untersuchungen zeigen jedoch, daß diese Wirkungen mit sehr unterschiedlichen und unvorhersehbaren zeitlichen Verzögerungen auftreten. Um die Unbestimmtheit der Wirkung auf den nominalen und realen Wirtschaftsablauf auszuschalten, halten sie es daher für das bessere Konzept, die Geldmenge von der Entstehungsseite her zu kontrollieren. Wird die Geldmenge von der Entstehungsseite gesteuert, dann kann die Notenbank sicher sein, daß in den Veränderungen der zu steuernden Größe im wesentlichen nur ihre eigenen geldpolitischen Maßnahmen Niederschlag finden.

Man kann die Schlußfolgerungen, die die Monetaristen vor dem Hintergrund ihres ordnungspolitischen Neutralitätskonzeptes und ihrer ablauftheoretischen Vorstellungen für die Technik der Geldpolitik formulieren, also dahingehend zusammenfassen, daß sie die Wahl eines möglichst engen Geldmengenaggregates und seine Steuerung von der Entstehungsseite her fordern.

Für das von der Bundesbank entwickelte Aggregat „Zentralbankgeldmenge“ gilt das genaue Gegenteil: Diese Größe repräsentiert ein sehr weit gefaßtes Geldmengenkonzept und knüpft an die Verwendungsseite des Geldes an. Diese Feststellung mag zunächst überraschend erscheinen; denn der Begriff „Zentralbankgeldmenge“ legt die Assoziation nahe, daß hier an etwas ganz ähnliches wie an Basisgeld gedacht ist. Der Unterschied in der Definition scheint zunächst auch nicht gravierend. Die Bundesbank definiert die „Zentralbankgeldmenge“ als Bargeldumlauf plus Mindestreserven der Kreditinstitute zu konstanten Reservesätzen (Basis Januar 1974) ausschließlich der Mindestreserven auf Auslandseinlagen; nicht einbezogen werden die Überschußreserven. Beim Basisgeld werden die Mindestreserven mit jeweiligen Sätzen angesetzt und Überschußreserven einbezogen. Da die Überschußreserven in den Bilanzen der deutschen Geschäftsbanken keine große Rolle spielen und die Veränderungen des Reservesolls auf Auslandseinlagen nicht ins Gewicht fallen, liegt der Unterschied zwischen der Geldbasis der Monetaristen und der „Zentralbankgeldmenge“ im wesentlichen also darin, daß in die „Zentralbankgeldmenge“ nur jener Teil der Mindestreserven einbezogen wird, der zu halten wäre, wenn heute noch die Reservesätze von 1974 gelten würden.

Der Unterschied ist zunächst quantitativ gewichtiger, als man vermuten möchte. Die Geldbasis ist von 1974 bis 1982 um etwa 50 v.H., die „Zentralbankgeldmenge“ um etwa 75 v.H. gestiegen. Viel wichtiger ist jedoch, daß durch die Berechnung der „Zentralbankgeldmenge“ mit konstanten Reservesätzen eine fiktive Größe entsteht, die als verkleinertes Spiegelbild der Gesamtgeldmenge  $M_3$  mit Betonung des Geldcharakters der einzelnen Komponenten einzustufen ist. Da die geldpolitisch bedingten Veränderungen in der Relation zwischen dem Mindestreservesoll und dem Volumen der mindestreservepflichtigen Verbindlichkeiten durch den fiktiven Ansatz der Mindestreserven mit konstanten Reservesätzen ausgeschaltet werden, entwickelt sich die „Zentralbankgeldmenge“ – soweit sich Bargeld- und Giralgeldzahlungen der Nichtbanken in konstanter Relation halten und sich die Einlagenstruktur nicht verändert – mit den gleichen Raten wie  $M_3$ .

Die „Zentralbankgeldmenge“ nach dem Konzept der Bundesbank verliert damit den Bezug sowohl zur Geldbasis als auch zur Geldentstehung. Auf-

grund der Besonderheit ihrer Konzeption spiegelt die „Zentralbankgeldmenge“ mehr die Entwicklung der Gesamtgeldmenge als die der Geldbasis wider. Gleichzeitig verliert sie damit – als relativ weiter Geldmengenbegriff – den von den Monetaristen geforderten Bezug zur Geldentstehung und wird zu einer ausgeprägt verwendungsorientierten Größe, in der sich – mehr als die Maßnahmen der Bundesbank – die im Zuge der Geldverwendung maßgebenden Entscheidungen der Nichtbanken und der Geschäftsbanken niederschlagen.

Während die Monetaristen mit der Forderung nach Steuerung der Geldbasis die Entstehung eines Geldmengenaggregates kontrollieren wollen, in dem sich nur die Entscheidungen der Bundesbank niederschlagen, hat die Bundesbank mit der „Zentralbankgeldmenge“ also ein sehr viel weiter gefaßtes Geldmengenaggregat konstruiert, in das weniger der direkte Effekt ihrer eigenen Maßnahmen als die ausgaben- und einnahmenseitigen Verhaltensweisen der Nichtbanken und die kreditpolitischen Entscheidungen der Geschäftsbanken eingehen.

In der Technik der Geldversorgung müssen sich die unterschiedlichen ordnungspolitischen und ablauftheoretischen Vorstellungen der antagonistischen Richtungen natürlich am deutlichsten niederschlagen. Die monetaristische Forderung nach Steuerung einer möglichst nur von der Zentralbank beeinflussten Größe nach einer vorgegebenen Regel kommt der Idee der Neutralität der Geldpolitik ebenso entgegen wie sie auf der anderen Seite das hohe Vertrauen in die Stabilität des Wirtschaftsablaufs widerspiegelt. Die Geldpolitik erschöpft sich weitgehend in der Festlegung des Geldmengenziels. Alles weitere kann gewissermaßen den unteren Etagen der Zentralbankführung überlassen werden.

Demgegenüber bedeutet die Orientierung der Geldpolitik an einem Geldmengenaggregat, in dem sich nicht in erster Linie die Entscheidungen der Zentralbank, sondern vor allem die Reaktionen und Verhaltensweisen der Nichtbanken und der Geschäftsbanken niederschlagen, den Versuch einer Steuerung der Geldverwendung. Schon diese Intention zeigt, daß die Vertreter eines solchen Konzepts grundsätzlich mit einer gewissen Instabilität des Wirtschaftsablaufs rechnen und deshalb Geldpolitik als eine permanente diskretionäre Aufgabe betrachten. Diese Aufgabe der Geldpolitik erschöpft sich nach ihrer Auffassung nicht in der einmaligen Festlegung eines Geldmengenziels, sondern erfordert die fortlaufende Beobachtung und Beurteilung aller wichtigen volkswirtschaftlich relevanten Größen und eine entsprechend diskretionär agierende Politik.

## V. Schlußbemerkung

Die vorstehenden Überlegungen gingen von der Frage aus, inwieweit die seit 10 Jahren von den meisten Notenbanken praktizierte sogenannte neue Geldpolitik als eine volle Wende zum Monetarismus aufzufassen ist oder ob diese Politik noch in stärkerem Umfang keynesianische Elemente enthält. Zur Beantwortung dieser Frage wurde die neue Geldpolitik aus geldtheoretischer, geldpolitischer und technisch-institutioneller Perspektive beleuchtet. Von allen drei Ansätzen her ergab sich, daß die neue Geldpolitik noch in erheblichem Ausmaß keynesianische Züge trägt.

Das Ergebnis soll natürlich nicht so verstanden werden, als sei die monetaristische Revolution spurlos an den Notenbanken vorbeigegangen. Ein wesentliches Verdienst der monetaristischen Lehre liegt sicher darin, daß sie in einer Zeit, in der Theoretiker und Politiker von einem trade-off zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation ausgingen, darauf hingewiesen und in immer neuen Untersuchungen zu erhärten versucht haben, daß am Ende des Weges nicht Inflation oder Arbeitslosigkeit, sondern Inflation und Arbeitslosigkeit stehen würden. Wenn eine neue Lehre gegen festeingefahrene Vorstellungen anzukämpfen hat, kann sie sich im allgemeinen in ihrem richtigen Kern nur durchsetzen, wenn sie – wie einleitend hervorgehoben – als Glaubenslehre vorgetragen und mit missionarischem Eifer verbreitet wird.

Die Notenbanken haben mit der Orientierung an längerfristigen Zielen eine wesentliche Idee des Monetarismus rezipiert. Wenn sie sich der neuen Glaubenslehre nicht so voll angeschlossen haben, wie dies deren Vertreter wünschen, und wichtige Elemente der keynesianisch-interventionistischen Politik bewahrt haben, so möchte ich dies weniger als mangelndes Bekenntnis zu einem klaren Konzept, sondern als Ausdruck eines gesunden Pragmatismus sehen.

## Zusammenfassung

### Monetarismus und Keynesianismus in der „Neuen Geldpolitik“

Entgegen der verbreiteten Meinung, daß die seit Mitte der 70er Jahre mit der Bekanntgabe und Verfolgung von Geldmengenzielen eingeleitete „Neue Geldpolitik“ als Durchsetzung monetaristischer Vorstellungen anzusehen sei, wird in diesem Beitrag die Auffassung vertreten, daß die neue Politik in wesentlichen Bereichen noch keynesianische Züge trägt. Der Verfasser versucht, dies über die Analyse der zugrundeliegenden geldtheoretischen und geldpolitischen Vorstellungen sowie der technischen Ausgestaltung der Geldmengensteuerung zu belegen. Im ersten Teil werden in komprimierter Form die Thesen der Monetaristen und Keynesianer zur Geld-

wertlehre, im zweiten Teil zu den Bestimmungsgründen des Beschäftigungsgrades dargestellt und mit der neuen Geldpolitik konfrontiert. Die keynesianischen geldwerttheoretischen Vorstellungen werden darin gesehen, daß die Notenbanken einerseits dem Ankündigungseffekt des Geldmengenzieles größere Bedeutung als dem Steuerungseffekt der Geldmengenveränderung zumessen und andererseits die Entwicklung wichtiger Einzelpreise für die Determination des Geldwertes als wichtig erachten. In wirtschaftspolitischer Hinsicht erkennt der Verfasser keynesianische Elemente darin, daß sich die Notenbanken keineswegs ausschließlich an der Entwicklung des Geldwertes orientieren, sondern sich bei ihren Entscheidungen weiterhin in das Spannungsfeld von Geldwert-, Beschäftigungs- und Wechselkursentwicklung gestellt sehen. Im dritten Teil wird für die Erörterung der technischen Ausgestaltung der Geldmengenpolitik das Beispiel der von der Bundesbank konzipierten „Zentralbankgeldmenge“ gewählt. Die Tatsache, daß die „Zentralbankgeldmenge“ eine verwendungsorientierte Größe ist, weist darauf hin, daß die Geldpolitik Reaktionen und Verhaltensweisen der Geschäftsbanken und der Nichtbanken berücksichtigen und gegebenenfalls kompensieren will. Damit wird deutlich, daß die Vertreter dieses Konzepts – entgegen der monetaristischen Vorstellung von der tendenziellen Stabilität des Wirtschaftsablaufs – mit einer gewissen Instabilität rechnen und die Geldpolitik als eine permanente diskretionäre Aufgabe betrachten.

## Summary

### Monetarism and Keynesianism in the “New Monetary Policy”

In contrast to the widespread opinion that the “new monetary policy” introduced in the mid-seventies with the announcement and pursuance of money supply objectives must be regarded as the implementation of monetaristic conceptions, this article supports the view that in important spheres the new policy still has Keynesian traits. The author sets out to demonstrate this with an analysis of the monetary theory and monetary policy conceptions and of the technical handling of money supply control. The first part presents in condensed form the theses of monetarists and Keynesians on the theory of the value of money, and in the second part their theses on the determinants of the degree of employment, confronting them with the new monetary policy. The Keynesian conceptions of the theory of the value of money are considered to consist in the view that on the one hand the central banks assign greater significance to the announcement effect of the money supply target than to the control effect of money supply changes, and on the other hand consider the trend of important individual prices important for determination of the value of money. With respect to economic policy, the author sees Keynesian elements in the circumstance that the central banks by no means orient themselves exclusively to the trend of the value of money, but in making their decisions regard themselves as still constrained by trends in the value of money, the degree of employment and exchange rates. In the discussion of the technical implementation of money supply policy in the third part, the example chosen is the “central bank money supply” conceived by the German Bundesbank. The fact that the “central bank money supply” is an application-oriented magnitude indicates that the object of monetary policy is to take account of, and if necessary offset, reactions and modes of behaviour of the commercial banks and non-bankers. This makes it clear that the proponents of this concept – in contrast to the mone-

taristic conception of the tendential stability of economic activities – reckon with a certain degree of instability and consider monetary policy as a permanent, discretionary task.

## Résumé

### Monétarisme et keynesianisme dans la «nouvelle politique monétaire»

Contrairement à l'opinion largement répandue selon laquelle la «nouvelle politique monétaire» initiée par l'annonce et la poursuite depuis le milieu des années 70 d'objectifs de masses monétaires est à considérer comme l'application de conceptions monétaristes, le présent article estime que la nouvelle politique porte encore en des domaines essentiels des traces keynesiennes. L'auteur tente d'étayer son opinion par l'analyse des conceptions de théorie et de politique monétaire qui en constituent le fondement ainsi que par l'analyse du développement technique du contrôle de la masse monétaire. La première partie décrit en condensé les thèses monétariste et keynesienne de la science de la valeur monétaire et la seconde les bases de la définition du taux d'emploi pour les confronter à la nouvelle politique monétaire. L'on voit les conceptions keynesiennes de la théorie monétaire d'une part dans la plus grande importance donnée par les banques d'émission à l'effet de la notification de l'objectif de masse monétaire sur l'effet de contrôle des variations de ladite masse et d'autre part dans l'importance que ces banques accordent à l'évolution de certains prix essentiels pour la détermination du pouvoir d'achat. Dans l'optique de la politique économique, l'auteur reconnaît des éléments keynesiens dans le fait que les banques d'émission ne s'orientent pas exclusivement sur l'évolution de la valeur de la monnaie, mais continuent à voir leurs décisions soumises aux tensions des évolutions de la valeur monétaire, de l'emploi et du taux de change. Dans la troisième partie, l'on a choisi pour la discussion de la conception technique de la politique de la masse monétaire l'exemple de «masse monétaire de la banque centrale» développé par la Bundesbank. Le fait que cette masse monétaire est une grandeur exploitable indique que la politique monétaire entend prendre en compte et éventuellement compenser les réactions et les comportements des banques commerciales et des non-banquiers. Il apparaît ainsi clairement que, contrairement aux idées monétaristes de la stabilité tendancielle de l'évolution économique, les tenants de ce concept escomptent une certaine instabilité et considèrent la politique monétaire comme une tâche discrétionnaire permanente.