

# Der Einfluß der modernen Geldtheorie auf die amerikanische Geldpolitik

Von Thomas Mayer, Davis/California<sup>1</sup>

Um zu verstehen, wie die Geldtheorie die Geldpolitik in Amerika beeinflußt, muß man sich zunächst über Organisation und Funktionsweise der amerikanischen Zentralbank Klarheit verschaffen, und man muß weiter eine Vorstellung davon haben, wie das Federal Reserve System neue Theorien aufnehmen, entwickeln und verarbeiten kann.

## I. Die Rezeptionsfähigkeit der Federal Reserve für neue Theorien

### 1. Organisation der Federal Reserve

An der Spitze des Federal Reserve System steht der Board of Governors. Die sieben Governors werden vom Präsidenten der Vereinigten Staaten mit der Zustimmung des Senats ernannt. Ihre Amtsdauer, die nicht verlängert werden kann, beträgt 14 Jahre. Ist ein Governor einmal ernannt, braucht er sich eigentlich nicht zu scheuen, dem Präsidenten zu widersprechen. Viele Governors danken jedoch ab, ehe ihre 14jährige Amtsperiode abgelaufen ist. Der Präsident hat dann die Wahl, entweder den neuen Governor für eine volle 14jährige Amtsdauer oder nur für die verbleibende Amtszeit des früheren Governors zu ernennen. Im letzteren Fall kann dieser Governor anschließend noch für eine volle 14jährige Amtsdauer berufen werden. Wegen der vielen Rücktritte sind die Governors im Durchschnitt fünfeinhalb Jahre im Amt, so daß der Präsident häufig neue Governors ernennen muß. Dadurch ist der Einfluß des Präsidenten auf den Board of Governors doch relativ groß. So hatte *Präsident Carter* z. B. in seinen ersten drei Amtsjahren die Möglichkeit, vier Governors, und damit die Mehrheit der Board-Mitglieder, neu einzusetzen.

Aber es ist eigentlich gar nicht so entscheidend, wer die meisten Governors ernennt. Wichtiger ist, wer den Chairman des Board of

---

<sup>1</sup> Für die Durchsicht des Manuskripts danke ich Frau Dipl.-Volkswirtin *Sabine Fischer-Zernin* und Herrn Dipl.-Volkswirt *Bernd Rohwer*.

Governors bestellt. Ein früherer Governor, Sherman *Maisel*, schrieb, daß ungefähr die Hälfte der Macht und des Einflusses im Federal Reserve System auf den Chairman entfällt. Diese Schätzung ist vielleicht noch zu niedrig angesetzt. Der Präsident ernennt den Chairman für eine 4jährige Dienstzeit. Manchmal ist der Präsident gezwungen, den Chairman wieder zu ernennen, auch wenn er mit dessen Auffassungen nicht übereinstimmt, um gute Verbindungen zu den Banken und den ausländischen Zentralbanken zu halten.

Außer dem Board of Governors besteht das Federal Reserve System aus den zwölf Federal Reserve Banken. Die Präsidenten dieser zwölf Banken werden von den Direktoren dieser Banken und dem Board of Governors bestellt. Der Einfluß dieser zwölf Präsidenten resultiert daraus, daß fünf von ihnen zusammen mit den sieben Governors das Federal Open Market Committee, das sogenannte FOMC, bilden. Zudem nehmen alle zwölf Präsidenten an den Sitzungen und den Diskussionen des FOMC teil, wenn auch nur fünf von ihnen stimmberechtigt sind. Da das FOMC versucht, Beschlüsse zu fassen, mit denen alle Teilnehmer mehr oder weniger zufrieden sind, haben auch die Präsidenten, die im jeweiligen Jahr nicht stimmberechtigt sind, einen beachtlichen Einfluß<sup>2</sup>.

## 2. Wissenschaftliche Kapazität der Federal Reserve

Wie können nun neuere Entwicklungen in der Geldtheorie in die Entscheidung des FOMC einfließen? Die Governors und die Präsidenten sind zunächst mit vielen Routineangelegenheiten beschäftigt; so sind z. B. die Governors mit der Regelung des Bankwesens betraut, während die Federal Reserve Banken große Unternehmungen sind, durch deren Verwaltungsaufgaben die Präsidenten weitgehend ausgelastet sind. Weder die Governors noch die Präsidenten haben hinreichend Zeit, um alle neueren Entwicklungen in der Geldtheorie zu verfolgen. Das heißt aber nicht, daß sie wenig von der Geldtheorie verstünden, denn die Governors sind mit einer Ausnahme alles ausgebildete Nationalökonom. Dies gilt auch für die Mehrzahl der Bankpräsidenten. Dennoch ist anzunehmen, daß sie sich im allgemeinen neuere theoretische Entwicklungen nicht durch Lektüre von Fachzeitschriften aneignen, sondern darüber durch ihre Beamten informiert werden.

---

<sup>2</sup> Vgl. *Thomas Mayer*, *The Structure and Operation of the Federal Reserve System: Some Needed Reforms*, U.S. Cong. House, Committee on Banking, Currency and Housing, *Financial Institutions and the Nation's Economy*, Book 2, 94. Congr., 2nd sess., 1976.

Das Federal Reserve System beschäftigt ca. fünfhundert Volkswirte. Etwa zweihundert von ihnen sind am Board of Governors in Washington, die anderen in den zwölf Federal Reserve Banken tätig. Selbstverständlich müssen sie sich mit vielen unterschiedlichen Themen, nicht nur mit der Geldtheorie, beschäftigen, denn die Federal Reserve hat auch andere Pflichten, wie das Bankensystem zu beaufsichtigen, den Wettbewerb der Banken zu fördern usw. Nur ein Teil dieser Beamten befaßt sich mit theoretischen Problemen. Trotzdem wird eine Menge an interessanter theoretischer Arbeit im Federal Reserve System geleistet. Zum Beispiel hat die Federal Reserve Bank in Minneapolis mehrere Papers über Rational Expectations veröffentlicht und unlängst eine Konferenz über den Zusammenhang von mikroökonomischer und makroökonomischer Theorie abgehalten. Am Board of Governors beschäftigt man sich recht intensiv mit mathematischer Kontrolltheorie. Das Niveau der Nationalökonomien im Federal Reserve System ist hoch, im Durchschnitt nicht so hoch wie in den führenden Universitäten des Landes, aber doch höher als in den weniger renommierten Universitäten.

Im Hinblick auf die Forschungsarbeit, die in Regierungsinstituten betrieben wird, muß man sich immer fragen, wie frei und unabhängig sie ist. Besteht die Möglichkeit, Forschungsergebnisse zu publizieren, die mit den Ideen der Vorgesetzten nicht übereinstimmen? Oder liegt der ganze Zweck der Forschung darin, die Politik des Amtes zu verteidigen? In dieser Hinsicht besteht wohl keine Gefahr, da sich das Federal Reserve System, um die Konzentration von Macht bei *einer* Zentralbank zu vermeiden, aus zwölf Banken und dem Board of Governors zusammensetzt. Die zwölf Banken fühlen sich weit weniger verantwortlich für die Geldpolitik als der Board of Governors, und manche von ihnen sind deswegen bereit, Artikel zu veröffentlichen, die der Geldpolitik, zumindest zwischen den Zeilen, ziemlich kritisch gegenüberstehen. Das bekannteste Beispiel dafür ist das berühmte Modell der Federal Reserve Bank von St. Louis; aber das ist bei weitem nicht das einzige. Selbstverständlich haben die Ideen der jeweiligen Präsidenten der Federal Reserve Bank erheblichen Einfluß darauf, welche Probleme bearbeitet werden und manchmal vielleicht auch darauf, welche Schlüsse aus dieser Arbeit gezogen werden. Gerade weil die Federal Reserve dreizehn zum großen Teil unabhängige Forschungsabteilungen hat, ist es eher möglich, daß unorthodoxe Ideen entwickelt werden, als wenn es nur eine zentrale Forschungsabteilung gäbe.

Aber man darf die Unabhängigkeit der Federal Reserve Banken nicht überschätzen. Alle Arbeiten, die sie veröffentlichen wollen, müssen erst dem Board of Governors vorgelegt werden. Obwohl die Federal Reserve Bank in St. Louis sich deswegen oft mit der Forschungsabteilung des Board of Governors stritt, war dieses Problem nicht sonderlich gravierend, bis *Arthur Burns* vor einigen Jahren Chairman des Board of Governors wurde und die Veröffentlichungen der Fed strenger kontrolliert wurden. Die Zeitschrift *Business Week* schrieb unlängst, daß viele Volkswirte in den Federal Reserve Banken darüber klagen, daß die Ergebnisse ihrer Forschungen von den Federal Reserve Beamten abgeändert würden, um eine Übereinstimmung mit dem herbeizuführen, was nach Einschätzung dieser Beamten die Zustimmung des Board of Governors erlangt. Der Artikel in der *Business Week* berichtet auch, daß acht der elf in der Forschungsabteilung der Federal Reserve Bank in Philadelphia beschäftigten Volkswirte zwei Briefe geschrieben haben, in denen sie sich beschwerten, daß „quality too often is to be sacrificed in favour of conformity and passivity of the staff“<sup>3</sup>. Allerdings vermutet *Andrew Brimmer*, selbst viele Jahre Governor, daß dieser Artikel etwas übertrieben ist<sup>4</sup>. Auf jeden Fall ist klar, daß wenigstens einige der Federal Reserve Banken ihre Unabhängigkeit behalten haben, was in hohem Maße auf die Persönlichkeit des Reserve-Bank-Präsidenten zurückzuführen ist.

Im Board of Governors herrscht unter den Volkswirten jetzt aber nach manchen Berichten recht große Unzufriedenheit. Man hört Beschwerden, daß die Forschungsabteilung zu stark zentralisiert sei und daß Papers mit Resultaten, die nicht mit den Vorstellungen der Governors übereinstimmen, einfach abgewiesen würden. So etwas ist ja eine allgemeine Tendenz in großen Organisationen. Auf jeden Fall haben mehrere ausgezeichnete Volkswirte die Forschungsabteilung verlassen.

Zur Aufrechterhaltung der Forschungsqualität trägt aber bei, daß die Nationalökonomien des Federal Reserve Systems recht gute Kontakte mit ihren Kollegen in den Universitäten haben. Die meisten haben Ph.D.'s von guten Universitäten; zudem ist eine Stellung im Federal Reserve System hochangesehen und gehört zu den besten im Staatsdienst. Nationalökonomien der Federal Reserve tragen ziemlich intensiv

---

<sup>3</sup> The Politicization of Research at the Fed, *Business Week*, July 16, 1979, S. 110.

<sup>4</sup> „Brimmer on Banking — Moving into the Eighties“, *Bankers Magazine*, September - Oktober 1979, S. 34.

zu den Diskussionen in den Fachzeitschriften bei. Manche Federal Reserve Banken laden Professoren für ein Jahr als „visiting scholars“ ein, damit sie in dieser Zeit an einem Problem arbeiten, an dem auch die Federal Reserve Bank Interesse hat. Der Board of Governors verfügt ebenfalls über so eine Einrichtung.

### 3. Hemmnisse für die Aufnahme neuer Theorien

Obwohl die Federal Reserve daher die Möglichkeit hat, die besten Methoden und die besten Resultate der Forschung zu benutzen, liegen ihr doch mehrere wichtige Hindernisse im Weg. Ein Hindernis besteht darin, daß die Federal Reserve nicht völlig unabhängig ist. De jure ist sie unabhängig; falls sie eine Geldpolitik betreibt, die der Präsident des Landes nicht gutheißt, kann dieser im Prinzip nicht viel daran ändern. Die Realität sieht freilich anders aus.

Erstens ernennt, wie ich schon erwähnt habe, der Präsident den Board of Governors. Auch hat der Präsident Einfluß auf manche Governors, die sein Vorgänger ernannt hat, denn die Amtsperiode derjenigen, die nicht zu einer vollen 14jährigen Dienstzeit ernannt wurden, kann der Präsident gegebenenfalls verlängern. Man weiß zwar nicht, ob das die Meinungen und Taten der Governors beeinflusst, zumindest ist es aber eine Möglichkeit<sup>5</sup>.

Zweitens bittet die Federal Reserve sehr oft den Kongreß, irgendein Gesetz zu ändern oder in anderen Fällen ein Gesetz nicht in einer bestimmten Weise zu ändern. Das bringt die Federal Reserve nicht nur in Abhängigkeit vom Kongreß, sondern auch vom Präsidenten, da sie bezweckt, daß dieser seinen Einfluß im Kongreß zu ihren Gunsten geltend macht. Manche Leute glauben, daß gewisse Handlungen der Federal Reserve Gegenleistungen für die Unterstützung des Kongresses oder des Präsidenten bei der Verabschiedung irgend eines Gesetzes darstellen.

Drittens — und das ist vielleicht das wichtigste — ist offensichtlich, daß die Federal Reserve höchst ungern dem Präsidenten widerspricht. Der Board of Governors weiß genau, daß er wichtige politische Entscheidungen trifft, ohne dafür vom Volk gewählt worden zu sein; aus amerikanischer Weltanschauung ist das eine etwas ungemütliche Lage. Der Board of Governors widerspricht den Wünschen des Präsidenten

---

<sup>5</sup> Vgl. *Sandford Borins*, *The Political Economy of the ‚Fed‘*. Public Policy, Frühling 1972, S. 186.

höchst ungern und nur sehr selten. *Sherman Maisel*, der viele Jahre als Governor gedient hat, schrieb über seine Erfahrungen im Board of Governors: „In any showdown no nonrepresentative group such as the Fed can or should be allowed to pursue its own goals in opposition to these of elected officials<sup>6</sup>.“

Deswegen gibt die Federal Reserve in wirklich wichtigen Fragen dem Präsidenten nach. Mit einer Ausnahme erfolgten alle großen Änderungen der Geldpolitik von der Nachkriegszeit bis 1979 dann, wenn ein Präsident mit neuen Ideen in das Weiße Haus einzog. Und — wieder mit nur eine Ausnahme — jedesmal wenn die Präsidentschaft an jemanden übergang, der völlig andere ökonomische Vorstellungen hatte, änderte sich die Geldpolitik<sup>7</sup>. Das soll nicht heißen, daß die Änderung in der Geldpolitik, die am 6. Oktober 1979 stattfand, unwichtig sei<sup>8</sup>; denn obwohl sich die Präsidentschaft nicht geändert hat, haben sich wahrscheinlich die Ideen des Präsidenten gewandelt.

Der Wunsch, eine Politik zu verfolgen, die der Präsident gutheißt, beengt den Spielraum der Fed, neuere Geldtheorien aufzunehmen. Im Prinzip könnte die Federal Reserve eine bestimmte Geldtheorie für richtig befinden, aber dennoch aus Furcht vor dem Präsidenten nicht entsprechend handeln. Aber ein derartiges Eingeständnis ist nicht angenehm und auch kaum zu erwarten. Eher wird man sich dann, wenn eine bestimmte Theorie zu einem unerwünschten Kurswechsel der Politik führen würde, einbilden, daß diese Theorie sicherlich nicht richtig sein könne. Es ist für viele Menschen leichter, ihre Gedanken zu ändern als eine Politik zu verfolgen, die diesen Gedanken widerspricht. Leider hat man in der Geldtheorie viel Freiheit, sich bequeme Gedanken auszusuchen, da es so wenig in der Geldtheorie gibt, über das sich die Theoretiker einig sind.

Eine andere Gruppe von Hindernissen resultiert daraus, daß eine Zentralbank nicht ein platonischer Philosophenkönig ist, der sich nur mit der Wohlfahrt beschäftigt, sondern eine Organisation, die ihre eigenen Interessen verfolgt. Wie alles andere in der Welt maximiert die Federal Reserve etwas. Aber was? Vermutlich ihr Prestige, ihre Macht und die Wahrscheinlichkeit, daß sie als unabhängige Institution

<sup>6</sup> *Sherman Maisel*, *Managing the Dollar*, New York, S. 136.

<sup>7</sup> Vgl. *Robert Weintraub*, *Congressional Supervision of Monetary Policy*, *Journal of Monetary Economics*, 4. April 1978, S. 349 - 350.

<sup>8</sup> Am 6. Oktober 1979 beschloß die Federal Reserve zusätzliche Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung.

weiterbestehen wird. Das hört sich vielleicht etwas zynisch an, aber es ist nicht so gemeint. Um seine eigenen Ziele verfolgen zu können, muß man am Leben bleiben und in gewissem Umfang Unabhängigkeit und Prestige besitzen. Die Federal Reserve könnte mit Recht sagen, daß sie, um ihre Ziele zu verwirklichen, solche Theorien verteidigen muß, die ihre Macht und ihr Prestige unterstützen.

Welche Handlungen und Theorien ergeben sich daraus<sup>9</sup>? Eine besteht darin, Konflikte mit starken Gegnern zu vermeiden. Deswegen kann man erwarten, daß die Federal Reserve ihre Meinung dann nicht veröffentlichen wird, wenn sie dadurch starke Gruppen zu ihren Feinden macht. So wird die Federal Reserve, wenn sie größere Arbeitslosigkeit befürwortet, dies vermutlich kaum sagen. Die Arbeiterverbände sind nicht machtlos. Auf der anderen Seite ist dann, wenn die Federal Reserve bereit ist, mehr Inflation in Kauf zu nehmen, um die Arbeitslosigkeit kurzfristig zu verringern, kaum damit zu rechnen, daß sie dieses zugäbe und dadurch die Feindschaft der Banken auf sich zöge. Statt dessen wird die Federal Reserve wahrscheinlich die Ansicht vertreten, daß es eigentlich keinen Konflikt zwischen weniger Arbeitslosigkeit und weniger Inflation gebe.

Alle guten Dinge hängen zusammen, und die Federal Reserve wird sie alle zusammen verwirklichen. Ich meine damit nicht, daß die Federal Reserve damit Unrecht hat und daß man langfristig durch Inflation die Arbeitslosigkeit verringern kann, sondern daß die Federal Reserve eine Abneigung dagegen hat, sich solcher Theorien zu bedienen, die auf einen Konflikt in ihren Zielen hinweisen.

Außerdem gilt, daß eine Bürokratie nicht gerne ihre Werkzeuge hergibt. Sie ist auch nicht gerne bereit, Arbeitsbereiche aufzugeben, in denen sie sich kompetent fühlt. Deswegen kann man erwarten, daß die Federal Reserve auf *Milton Friedmans* Vorschläge, daß ihr die Macht zur Steuerung des Diskontsatzes und der Mindestreservesätze genommen werden sollte, ablehnend reagieren wird. Zudem wird eine Zentralbank *Friedmans* Vorschlag, daß sie die Bankreserven jeden Monat um einen fixen Prozentsatz erhöhen soll, kaum gerne aufnehmen, da sie ja stolz auf ihre Fähigkeit ist, eine antizyklische Politik zu betreiben. Wenn mir jemand meine Arbeit etwas leichter macht, danke ich ihm dafür, aber nicht, wenn er sie mir zu leicht macht. Im großen und ganzen dürfte monetaristische Geldpolitik keiner Zentralbank

---

<sup>9</sup> Für eine weitere Besprechung vgl. *John Chant and Keith Acheson, Mythology and Central Banking, Kyklos, 26, 1973, S. 362 - 379.*

sonderliche Freude bereiten. Die alte „banking school“-Theorie, daß sich die Zentralbank mit der Qualität des Kredits zu beschäftigen hat, ist einer Zentralbank viel angenehmer, da sie ihr eine wichtige Rolle in der Regulierung des Bankensektors zuweist.

Es ist auch anzunehmen, daß eine Zentralbank mehr auf die kurzfristigen und direkten Resultate ihrer Handlungen schaut als auf die langfristigen und indirekten, die viel schwerer zu erfassen sind. Ihre Feinde können sie angreifen für schlechte Resultate, die ganz direkt und klar Ergebnis ihrer Handlungen sind. Aber indirekte Resultate der Zentralbank anzulasten, ist viel schwerer. Wenn der Zins stark steigt, die Federal Reserve also eine restriktive Politik durchführt, kann man sich leicht darüber beim Kongreß beklagen. Wenn statt dessen aber die Geldpolitik zu locker ist, so daß es mehr Inflation gibt, dann kann sich die Federal Reserve mit der Behauptung verteidigen, daß für die Inflation die OPEC oder vielleicht die Fiskalpolitik verantwortlich ist. Dabei ist es amüsant zu sehen, daß in Jahren, in denen die Wirtschaftslage gut ist, die Federal Reserve sich dies in ihren Jahresberichten selbst zugute schreibt, in konjunkturell ungünstigen Zeiten hingegen betont, daß die Wirtschaftslage von vielen Faktoren abhängt und daß die Geldpolitik ja nicht so wichtig sei<sup>10</sup>. Ein anderes Beispiel dafür, daß die Federal Reserve zu sehr auf die sofortigen Wirkungen ihrer Handlungen schaut, ist die von ihr vor mehreren Jahren (aber jetzt nicht mehr) vertretene Überzeugung, daß die Geldpolitik sehr schnell wirkt. Sie beobachtete nur die Wirkungen am Geldmarkt und übersah den Wirkungslag, der bis zur Veränderung der konjunkturellen Lage ver- geht.

Man muß auch erwarten, daß die Zentralbank, wie andere Organisationen, die Formulierung klarer Ziele vermeidet, denn wenn man das Ziel nicht erreicht, kann man bestraft werden; insofern sind nicht meßbare Ziele viel angenehmer. Zentralbanken sagen oft, daß ihre Arbeit eine Kunst und nicht eine Wissenschaft sei. Der große englische Zentralbankier der letzten Generation, *Sir Monatague Norman*, wurde einmal von dem Vorsitzenden eines Komitees nach den Gründen seiner Handlungsweisen gefragt. Er antwortete: „Reasons, Mr. Chairman, I don't have reasons, I have instincts<sup>11</sup>.“ Diese Tendenz, alles offen zu

<sup>10</sup> *Edward Kane*, All for the Best; The Federal Reserve Board's 60th Annual Report, *American Economic Review*, 44. Bd., Dezember 1974, S. 835 - 850.

<sup>11</sup> Zitiert in *Andrew Boyle*, *Monatague Norman*, London, Cassel, 1967, S. 327.



lassen und für allerhand Möglichkeiten Platz zu lassen, wird in der Zeitschrift des Board of Governors, dem Federal Reserve Bulletin und in den Eingaben der Federal Reserve an den Kongreß sehr gut deutlich. Der Vorsitzende eines Kongreßkommittees sagte einmal zu einem Federal Reserve Chairman, daß der Versuch, aus dessen Ausführungen etwas Konkretes zu entnehmen, einem Versuch gleiche, einen Pudding an der Wand festzunageln<sup>12</sup>.

Ebenfalls ist zu erwarten, daß die Federal Reserve wie andere Organisationen auch, nicht gerne bereit sind, Fehler zuzugeben. Ein gutes Beispiel dafür ist, wie die Federal Reserve die ausgeprägte Veränderung der Geldpolitik im Oktober 1979 darstellte. Es hörte sich an, wenigstens in den Reden eines Governors, als ob bis kurz zuvor der Zinsfuß das richtige Zwischenziel der Geldpolitik gewesen wäre, jetzt aber, nachdem sich etwas auf dem Geldmarkt geändert hat, die Geldmenge das richtige Zwischenziel sei. Nicht ein Wort über die vielen Papers, die die Neigung der Federal Reserve, den Zinsfuß als Zwischenziel zu benützen, so scharf kritisiert haben. Das war aber zu erwarten. Für einen hohen Beamten bedeutet eine Änderung seiner Meinung, daß er zugibt, bis jetzt einen Fehler gemacht und wahrscheinlich vielen Menschen einen großen Schaden zugefügt zu haben. Das ist nicht leicht zuzugeben. Für Ökonomen in den Universitäten ist es viel leichter, einen Fehler zuzugeben, denn in den meisten Fällen hat dieser Fehler keinen Schaden angerichtet, weil ja niemand zugehört hat.

So gibt es eine ganze Reihe von Gründen, warum man erwarten kann, daß die Federal Reserve dazu neigt, manch gut bewiesene Theorien nicht anzuerkennen. Das soll aber nicht als eine arge Kritik an der Federal Reserve aufgefaßt werden. Dies ist eine allgemeine menschliche Tendenz. Es ist nicht sehr schwer, Vorurteile zu finden, die auch Universitätsökonomien auf falsche Wege führen.

## II. Neuere geldtheoretische Konzepte

### 1. Die Monetarismusdebatte

Nach dieser langen Diskussion über die Federal Reserve schauen wir uns jetzt die verschiedenen Theorien an, die der Federal Reserve auf dem geistigen Marktplatz angeboten werden. Eine der großen Debatten

---

<sup>12</sup> Zitiert in *John Culbertson*, Full Employment or Stagnation, New York, Mc Graw Hill, 1964, S. 154 - 155.

ist hier selbstverständlich die zwischen den Keynesianern und den Monetaristen. Es ist nicht nötig, hier auf die ganze Debatte einzugehen, ich werde deswegen hier einige der strittigen Punkte aufgreifen<sup>13</sup>. Der wichtigste von ihnen ist die Rolle der Geldmenge für die Höhe des Volkseinkommens. Aber dieser Konflikt ist nicht so ausgeprägt, wie viele Leute annehmen. Es ist nicht richtig, daß die Monetaristen glauben, daß das Volkseinkommen nur von der Geldmenge beeinflusst wird, und daß die Keynesianer glauben, daß die Geldmenge wenig Einfluß auf das Volkseinkommen habe. *Friedman* hat dazu die folgende Ansicht vertreten: „I do believe that changes in the supply of money have accounted for more than half the variance in income for reasonably long periods and for changes measured over intervals of a year or more. But they certainly have not done so for all periods and all intervals“<sup>14</sup>. Im St. Louis-Modell hat die Fiskalpolitik einen wichtigen, wenn auch nur kurzfristigen Einfluß auf das Nominaleinkommen. Im *Brunner-Meltzer*-Modell spielt sie ebenfalls eine wichtige Rolle, im Prinzip könnte diese Rolle noch bedeutender als die der Geldmenge sein.

Der Gegensatz zu den Keynesianischen Modellen ist nicht so sehr groß. In manchen von diesen, z. B. im ökonomischen Modell der Federal Reserve, spielt die Geldmenge eine äußerst wichtige Rolle<sup>15</sup>. Die Keynesianer haben sich hier im großen und ganzen den Monetaristen angenähert.

Eine zweite Auseinandersetzung dreht sich um die Frage, ob eine private Marktwirtschaft stabil sei. Wenn wir keine Geld- und Fiskalpolitik betrieben, uns also ganz auf die Privatwirtschaft verließen, hätten wir dann stärkere Konjunkturschwankungen, mehr Arbeitslosigkeit und mehr Inflation als wir jetzt haben? Die Keynesianer antworten auf diese Frage mit einem Ja und die Monetaristen mit einem Nein.

Der dritte Punkt ist, welche Methode man benützen soll, um die Geldmenge zu kontrollieren. Die Monetaristen möchten, daß man über die Reserven — z. B. das Zentralbankgeld — steuert, während viele Keynesianer die Geldmenge lieber von einem kurzfristigen Zinsfuß kontrolliert haben wollen. Eigentlich hat dieser Punkt nicht sehr viel mit

<sup>13</sup> Andere wichtige Streitpunkte habe ich an anderer Stelle besprochen: *The Structure of Monetarism, Kredit und Kapital*, 8, 1975, S. 190 - 218 und S. 293 - 316.

<sup>14</sup> *Milton Friedman*, Comment on Tobin, *Quarterly Journal of Economics*, 84, May 1970, S. 319.

<sup>15</sup> Vgl. *Paul McNelis*, Irrepressible Monetarist Conclusions from a Non-Monetarist Model, *Journal of Monetary Economics*, January 1980, S. 121 - 128.

dem Keynesianismus zu tun. Man kann ein sehr guter Keynesianer und trotzdem der Meinung sein, daß die Steuerung der Zentralbankgeldmenge die beste Methode zur Beeinflussung der Geldmenge sei. Wenn nach Keynesianischer Ansicht der kurzfristige Zinsfuß in Amerika sehr wichtig ist, da er die Lage der Sparinstitutionen stark beeinflusst, heißt das nicht, daß der Zinsfuß auch ein gutes Instrument ist, um die Geldmenge zu kontrollieren.

Ein vierter Streit dreht sich um das richtige Zwischenziel der Geldpolitik. Die Monetaristen glauben selbstverständlich, daß das die Geldmenge sei, während viele Keynesianer glauben, daß diese Rolle dem langfristigen Zinsfuß zufiele. Aber diese Ansicht ist kein notwendiger Bestandteil der Keynesianischen Theorie.

Viel wichtiger ist ein fünfter Streitpunkt, den *Modigliani* an die Spitze des ganzen Streites gesetzt hat<sup>16</sup>. Dabei geht es darum, ob die Zentralbank die Geldmenge ständig um einen konstanten Prozentsatz wachsen lassen sollte, oder ob sie versuchen soll, durch Variationen in der Wachstumsrate des Geldes die Konjunkturschwankungen zu mildern.

Beim sechsten Streitpunkt geht es darum, ob die Phillips-Kurve vertikal verläuft, oder ob man für eine längere Zeit die Arbeitslosigkeit dadurch niedrig halten kann, daß man mehr Inflation in Kauf nimmt. Die Monetaristen glauben, daß dies nur für eine sehr kurze Zeit möglich sei, während die Keynesianer glauben, daß man dies für eine längere Zeit tun könne. Ein anderer Streit zwischen Keynesianern und Monetaristen geht darum, ob man sich größere Sorgen um die Inflation oder über die Arbeitslosigkeit machen sollte. Fast allen diesen Streitpunkten ist gemeinsam, daß die Monetaristen sich auf langfristige Effekte und die Keynesianer auf kurzfristige Effekte konzentrieren<sup>17</sup>.

Aber die keynesianischen und monetaristischen Theorien sind nicht die einzigen, die sich jetzt bekämpfen. Eine dritte Theorie — die sogenannte „Theorie der rationalen Erwartungen“ — vertritt die Meinung, daß die voraussehbaren Veränderungen der Geldmenge nur das Preisniveau beeinflussen, während die unerwarteten Änderungen der Geldmenge sich im Realeinkommen niederschlagen. Obwohl diese Theorie

---

<sup>16</sup> *Franco Modigliani*, *The Monetarist Controversy or, Should We Foresake Stabilization Policy?*, *American Economic Review*, 67, März 1977, S. 1 - 19.

<sup>17</sup> *William Fellner*, *Schools of Thought in the Mainstream of American Economics*, *Acta Oeconomica*, 18, 1977, S. 247 - 261.

in den Fachzeitschriften breit diskutiert wird, wird sie wahrscheinlich nur von einer Minorität der NationalökonomInnen akzeptiert.

Eine vierte Theorie, die eigentlich so unbestimmt und verschwommen ist, daß man sie mehr als eine Denkweise denn als eine Theorie bezeichnen sollte, ist von der Federal Reserve zum großen Teil selbst entwickelt worden. Sie wurde nicht in einer bestimmten Veröffentlichung dargelegt; man muß sie aus verschiedenen Veröffentlichungen zusammensetzen und oft auch zwischen den Zeilen lesen. Die theoretische Basis dieser Ansicht, wenn sie so etwas überhaupt hat, kann in der allgemeinen Liquiditätstheorie von *Gurley* und *Shaw* und in der Keynesianischen Theorie, besonders in *Tobins* Version, gefunden werden. Nach dieser Theorie ist die Nachfrage nach Geld, sofern man „Geld“ statistisch überhaupt messen kann, nicht stabil, und die Geldmenge wird überhaupt als nicht so wichtig wie das Kreditangebot eingestuft, da viele Käufe mit Kredit getätigt werden. Da man aber die Kreditmenge mit den verfügbaren Daten nicht richtig messen kann, sollte man sich — so wird im Rahmen dieses Konzepts der Federal Reserve gefolgert — statt auf Daten mehr auf die Schätzungen von erfahrenen Beamten im Federal Reserve stützen. Lange Erfahrung und Kenntnis des Kreditmarktes seien wichtiger als statistische Studien. Aus dieser Betonung des Kreditmarktes resultiert die Forderung nach Stabilisierung des Geldmarktes. Da starke Schwankungen des Zinssatzes den Geldmarkt verunsichern, ist es eine wichtige Aufgabe der Zentralbank, den Geldmarkt vor solchen Schwankungen zu schützen. Wenn dabei ein Konflikt mit der Stabilisierung des Volkseinkommens auftritt, so ist das eben hinzunehmen. Wenn der Zins steigt, weil die Nachfrage nach Geld gestiegen ist, soll die Federal Reserve die Geldmenge erhöhen; wenn die Geldnachfrage fällt, dann soll die Federal Reserve das Geldangebot verringern. Die Zentralbank soll in erster Linie das Geldangebot der Geldnachfrage anpassen.

In bezug auf das Ziel der Geldpolitik hat die Federal Reserve zwischen Preisstabilität und Vollbeschäftigung keine eindeutige Entscheidung getroffen. Die Annahme eines vertikalen Verlaufs der Phillips-Kurve ist zwar in manchen Aussagen der Federal Reserve enthalten, in ihren Entscheidungen spiegelt sich dies aber kaum wider. Solange die Vorstellungen der Bankpraktiker dominierten, d. h. bis vor ca. 15 Jahren, wurde Preisstabilität vorgezogen. Seit Ökonomen in der Leitung der Federal Reserve größeres Gewicht haben, ist das nicht mehr so. *Arthur Burnes* hat zwar, als er Chairman war, heftige Reden gegen

die Inflation gehalten; aber es blieb meistens bei Worten. Während er dem Präsidenten und dem Kongreß große Reden über die Gefahr der Inflation hielt, betrieb er eine relativ lockere Geldpolitik.

Ich habe bisher nichts über die internationale Zahlungsbilanz gesagt. Zum Teil beruht dies darauf, daß die Wirtschaft der Vereinigten Staaten über viele Jahre nahezu geschlossen war und bis zu einem gewissen Grad immer noch ist. Darüber hinaus haben sich die Vereinigten Staaten unter dem Bretton-Woods-System nicht so sehr um die Zahlungsbilanz kümmern müssen. Das heißt nicht, daß die Federal Reserve die Zahlungsbilanz als unwichtig betrachtete, in manchen Jahren hat die Zahlungsbilanz sicher einen Einfluß auf ihre Geldpolitik gehabt, aber dies war nur gelegentlich der Fall. Was die neue monetaristische Theorie der Zahlungsbilanz anbelangt, so übte sie anscheinend kaum großen Einfluß auf die Leitung der Federal Reserve aus, obwohl sie in die Forschung der Ökonomen in der Federal Reserve einging.

Die Ansichten der Federal Reserve stimmen nicht allzu sehr mit der modernen Geldtheorie überein. 1964 griffen *Brunner* und *Meltzer* die Federal Reserve stark an, weil ihren Ansichten und Taten keine klare Theorie darüber zugrunde läge, wie Geld eigentlich wirkt, weil sie stattdessen kaum zusammenpassende Teile verschiedener Geldtheorien benütze, und weil sie ihre Ansichten nicht empirisch überprüft habe<sup>18</sup>. Obwohl die Federal Reserve sich in den Jahren seit 1964 ziemlich gebessert hat, machte sie doch weiterhin manche der Fehler, die *Brunner* und *Meltzer* kritisiert haben.

Man kann die Konzeption der Federal Reserve, die ich soeben beschrieben habe, auch von keynesianischer Seite aus angreifen. Nach der keynesianischen Theorie soll die Federal Reserve den Zins so festsetzen, daß das Nominaleinkommen das richtige Niveau erreicht. Aber statt den Zins derart zu steuern, hat die Federal Reserve meistens versucht, den Zins stabil zu halten, um Störungen des Finanzmarktes zu vermeiden. Eine solche Geldpolitik kann man kaum als gute keynesianische Politik bezeichnen.

---

<sup>18</sup> Some General Features of the Federal Reserve Approach to Policy, U.S. Congress, House, Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congr., 2nd session, 1964.

## 2. Jüngere Wandlungen im geldpolitischen Konzept der Federal Reserve

Aber in den letzten Jahren haben sich die Ansichten und die Geldpolitik der Federal Reserve ziemlich stark verändert. Diese Änderungen sind zum Teil das Resultat der monetaristischen Kritik, sie sind aber vielleicht noch mehr das Ergebnis der hohen Inflation. Dies gilt nicht nur deshalb, weil die Stärke der Inflation die Mängel der alten Geldpolitik offenlegt, sondern auch weil während einer Inflation der nominelle Zinssatz ein schlechtes Zwischenziel für die Geldpolitik ist. Wenn der nominelle Zins 10 % beträgt, handelt es sich dann um einen hohen oder um einen niedrigen Zins? Das hängt davon ab, welche Preissteigerung erwartet wird. Wenn man einen 10 %igen Preisanstieg erwartet, ist das ein niedriger Zins, wenn hingegen ein 5 %iger Preisanstieg erwartet wird, ist dies ein hoher Zins. Wie ein Governor, *Henry Wallich*, schrieb: „The use of certain monetary policy techniques, especially money supply targets . . . is essentially dictated by inflation. This is what makes monetarists of us all. If inflation were ended, I think there would be a general trend back to interest rate regulation“<sup>19</sup>.

Betrachten wir jetzt die Änderungen von Theorie und Praxis der Federal Reserve in den letzten Jahren aus monetaristischer Sicht. Inwiefern ist die Federal Reserve zum Monetarismus bekehrt worden bzw. inwiefern hat sie die vorher beschriebenen monetaristischen Thesen angenommen? Wenn man eine solche Frage stellt, muß man sich darüber klar sein, daß eine Institution wie die Federal Reserve sich nie vollends zu der einen oder anderen Theorie bekehren läßt. Sie hat eine Tendenz zum Eklektizismus. Schließlich besteht die Federal Reserve aus vielen Menschen, von denen manche an die eine und manche an die andere Theorie glauben. Während die Federal Reserve Banken von St. Louis und St. Francisco monetaristisch ausgerichtet sind, ist die Federal Reserve Bank von New York keynesianisch orientiert. Weiterhin ist es angesichts der Meinungsverschiedenheiten der Ökonomen und der allgemeinen Unsicherheit darüber, wer eigentlich recht hat, ganz logisch, daß die Federal Reserve zum Eklektizismus tendiert und Teile beider Theorien benützt, auch wenn diese Theorien in starkem Gegensatz zueinander stehen. Obwohl es unlogisch erscheint, ist dies oft eine vernünftige Minimaxstrategie. Nehmen wir z. B. an, daß aus monetaristischer Perspektive eine bestimmte Geldpolitik zu einem relativ geringen

---

<sup>19</sup> *Henry Wallich*, Brief an den Autoren, 17. Juli 1978.

Verlust führt, hingegen die keynesianische Theorie zu dem Schluß kommt, daß bei Nichtverfolgung ihrer Strategie ein großer Verlust resultiert. Wenn eine monetaristisch orientierte Zentralbank sich in diesem Falle trotzdem keynesianisch verhält, ist das gar nicht unvernünftig. Logische Konsistenz ist ein Merkmal einer guten Theorie, aber nicht unbedingt einer guten Politik.

Es ist deshalb kaum zu erwarten, daß die Geldpolitik der Federal Reserve logisch eindeutig auf den Monetarismus oder Keynesianismus zurückzuführen ist. Offenbar spielen auch die vorher besprochenen organisationsbezogenen Interessen einer Zentralbank, z. B. die Vermeidung klarer Zielformulierungen, eine Rolle. Trotzdem hat sich die Federal Reserve ziemlich weit weg von ihren traditionellen Ansichten hin zum Monetarismus entwickelt.

In der Federal Reserve besteht keine eindeutige Meinung über die Frage, wie wichtig Änderungen in der Geldmenge für Änderungen des Nominaleinkommens sind. Auf der einen Seite muß es der Federal Reserve sicher gefallen, daß der Monetarismus so stark auf der Wichtigkeit ihrer Arbeit besteht. Auf der anderen Seite macht der Monetarismus die Federal Reserve für viele negative Erscheinungen in der Wirtschaft verantwortlich, was der Federal Reserve kaum lieb sein dürfte. Dazu kommt noch, daß es in den Vereinigten Staaten eine Tendenz gibt, die eigene Macht zu verleugnen. Da die Auffassungen innerhalb der Federal Reserve in beide Richtungen gehen und die Majorität der amerikanischen Ökonomen die Geldmenge für nicht so wichtig erachten wie *Milton Friedman*, jedoch für viel wichtiger als sie in den altmodischen keynesianischen Modellen war, ist es nicht erstaunlich, daß die Federal Reserve eine derartige Position einnimmt<sup>20</sup>.

In bezug auf die Frage, ob die Privatwirtschaft stabil ist, bezieht die Federal Reserve ebenfalls eine mittlere Position. Die Federal Reserve glaubt nicht, daß die Privatwirtschaft gänzlich stabil sei. Vielmehr geht die Federal Reserve davon aus, daß die Privatwirtschaft in einem Maße instabil sei, daß die Konjunkturschwankungen ohne die stabilisierende Geldpolitik der Federal Reserve stärker wären. Eine solche Ansicht wird nicht nur im allgemeinen von einer Zentralbank erwartet, sondern entspricht auch der mehrheitlichen Meinung amerikanischer Ökonomen.

---

<sup>20</sup> Für Daten über die Meinungen amerikanischer Ökonomen siehe *J. R. Kearl* u. a., *A Confusion of Economists?*, *American Economic Review*, 69, Mai 1979, S. 28 - 37.

Die nächste Frage ist, ob die Federal Reserve eine Reservemenge oder den kurzfristigen Zinsfuß benützen sollte, um die Geldmenge zu kontrollieren. Dies kann zusammen mit der weiteren Frage, ob die Federal Reserve die Geldmenge oder den Zinsfuß als Zwischenziel benützen soll, beantwortet werden. In den 60er und 70er Jahren hat sich die Federal Reserve langsam in die Richtung bewegt, mehr Gewicht auf die Reserven und Geldmengen zu legen und weniger auf den Zinsfuß<sup>21</sup>. Aber dies stellte eigentlich keine so sehr große Änderung ihrer Geldpolitik dar<sup>22</sup>. Obwohl die Federal Reserve seit 1975 auf Wunsch des Kongresses diesem vorher zweimal im Jahr (und jetzt viermal) ihre Ziele für das Wachstum der Geldmenge anzeigte, nahm sie diese Geldwachstumsziele nicht sehr ernst. Obwohl sie einen Spielraum für die Wachstumsrate der Geldmenge festsetzte, gab sie auch eine Bandbreite für den kurzfristigen Zins, die Federal Funds Rate, vor. Oft war es nicht möglich, die Wachstumsrate der Geldmenge und die Federal Funds Rate zugleich innerhalb ihrer Bandbreiten zu halten. In den meisten Fällen hielt die Federal Reserve die Federal Funds Rate in ihrer Marge fest, was bewirkte, daß die Wachstumsrate der Geldmenge ihre Bandbreite verlassen mußte<sup>23</sup>.

In der Regel hat die Federal Reserve die Federal Funds Rate wohl als das wichtigere Ziel betrachtet. Bedenklich war dabei, daß die Federal Reserve bei der Festlegung der Bandbreiten für die Geldwachstumsrate und die Federal Funds Rate nicht immer versuchte, konsistente Bandbreiten zu benutzen. Die Ökonomen gaben dem Federal Open Market Committee ihre Schätzung an, welche Zinssätze mit welchen Wachstumsraten der Geldmenge konsistent sind. Anstatt sich etwas von diesem Menü auszusuchen, hat das FOMC dann sozusagen manchmal à la carte bestellt, indem es sich eine erwünschte Wachstumsrate der Geldmenge und eine erwünschte Federal Funds Rate aussuchte, obwohl diese zwei erwünschten Raten nicht konsistent waren<sup>24</sup>. Am 6. Oktober

---

<sup>21</sup> Siehe *Henry Wallich* und *Peter Keirm*, *The Role of Operating Guides in U.S. Monetary Policy: A Historical Review*, Kredit und Kapital, 1978, S. 30 - 51.

<sup>22</sup> Daß sich die Federal Reserve in den 70er Jahren um die Geldmenge gekümmert hat, wird z. B. deutlich bei: *Richard Abrams*, *Richard Froyen* und *Roger Waud*, *Monetary Policy Reaction Functions, Consistent Expectations and the Burns Area*, *Journal of Monetary Economics*, 12. Febr. 1980, S. 30, 42.

<sup>23</sup> Vgl. *James Pierce*, *The Myth of Congressional Supervision of Monetary Policy*, *Journal of Monetary Economics*, 4. April 1978, S. 363 - 370.

<sup>24</sup> *Raymond Lombra* und *Michael Moran*, *Policy Advice and Policymaking at the Federal Reserve*, unveröffentlichtes Manuskript.



1979 kündigte die Federal Reserve allerdings plötzlich eine ganz neue Politik an. Sie gab bekannt, daß sie ihr Geldmengenziel von nun an mit wesentlich mehr Intensität verfolgen und sich viel weniger um die Federal Funds Rate kümmern wolle. Die für die Federal Funds Rate festgesetzte Bandbreite ist so groß, daß sie unter normalen Umständen nicht mit dem Geldmengenziel in Konflikt geraten dürfte. Sie bietet nur eine gewisse Sicherheit gegen sehr große Schwankungen dieses Zinssatzes.

Diese Umorientierung der Geldpolitik geht darauf zurück, daß der Kurs des Dollars — wenn die Federal Reserve das Wachstum der Geldmenge nicht in den Griff bekommen hätte — katastrophal gefallen wäre. Im letzten Moment hat sich die Federal Reserve besonnen. Das war ein Sieg des Monetarismus über die traditionelle Ansicht der Federal Reserve, obwohl man zugeben muß, daß dieser Sieg mehr auf die Geschehnisse am Devisenmarkt als auf die überzeugende Kraft der monetaristischen Argumente zurückzuführen war.

Aber es war kein endgültiger Sieg. Nach einigen Monaten hat sich die Federal Reserve wieder um die Federal Funds Rate gekümmert und sie nicht weiter sinken lassen, obwohl die Wachstumsrate der Geldmenge zu niedrig war und eine Rezession eingesetzt hatte<sup>25</sup>. Man soll sich von der Größenordnung des Spielraums, der für die Federal Funds Rate vorgesehen wird, nicht täuschen lassen, denn die Federal Reserve nützt ihn tatsächlich nur sehr bedingt aus. Daher kann bis jetzt nur von einem Teilsieg des Monetarismus gesprochen werden.

Es wäre auch denkbar, daß sich die Federal Reserve mit der Zeit wieder mehr und mehr ihrer alten Position annähert und erneut die Federal Funds Rate als Hauptziel wählt. Es gibt allerdings mehrere Gründe, die dagegen sprechen. Erstens ist jetzt weithin — nicht nur in Finanzkreisen, sondern auch im politischen Raum — anerkannt, daß man zur Inflationsbekämpfung die Geldmenge kontrollieren muß. Zweitens sind die Finanzkreise in New York offensichtlich nicht mehr so auf stabile Zinssätze eingestellt: Sie haben festgestellt, daß sie bei großen Schwankungen besser voraussagen können als andere und dieses Wissen als einen profitablen Dienst verkaufen können. Deswegen werden sie weniger stark versuchen, die Federal Reserve zu einer Politik der Zinsstabilisierung zu bewegen. Drittens hatte man sich bisher vor gro-

---

<sup>25</sup> Die Begründungen dafür sind beschrieben in dem „Record of Policy Actions of the Federal Open Market Committee, Federal Reserve Bulletin, 6. Juni 1980, S. 487.

ßen Schwankungen des kurzfristigen Zinsfußes vor allem deshalb gefürchtet, weil bei steigendem Zinssatz mit dem Abzug vieler Einlagen aus den Sparinstituten gerechnet werden mußte, da den Sparinstituten ein Maximalzins vorgegeben wurde. Man nimmt an, daß diese Regelung in einiger Zeit abgeschafft wird. Viertens wird nun allgemein weniger Druck auf die Federal Reserve ausgeübt, den Zinsfuß niedrig zu halten. Viele Leute verstehen jetzt den Unterschied zwischen nominellem und realem Zinsfuß und wissen, daß die Inflation die Ursache des hohen nominellen Zinssatzes ist. Es gibt allerdings auch Tendenzen, die für einen wachsenden Druck zugunsten einer mehr expansiven Geldpolitik sprechen. Durch eine Änderung der gesetzlichen Bestimmungen werden von jetzt an wahrscheinlich viele Hauskäufe oder -bauten mit Hypotheken zu variablen Zinsen finanziert werden. Das wird den politischen Druck erhöhen, den Zins niedrig zu halten. Den monetaristischen Glauben an die stabile Wachstumsrate der Geldmenge hat die Federal Reserve nicht angenommen. Das ist zunächst insofern plausibel, als auch die meisten Ökonomen keine Anhänger dieser Theorie sind. Dazu kommt, daß sich eine Zentralbank mit der Idee kaum befreunden wird, ihre wichtigste Arbeit aufzugeben. Trotzdem ist es wahrscheinlich, daß die Federal Reserve von jetzt an die Wachstumsrate des Geldes wenigstens etwas stabiler als vorher halten wird.

Was die vertikale *Phillips*-Kurve und die natürliche Arbeitslosenrate anbelangt, ist die Lage komplizierter, da die Idee einer natürlichen Arbeitslosigkeit uns nicht genug sagt. Die Federal Reserve hat diese Theorie insoweit schon immer akzeptiert, als sie nie versucht hat, die Arbeitslosenrate auf — sagen wir — ein halbes Prozent herunterzubringen. Um für die Geldpolitik nützlich zu sein, müßte uns die Theorie ziemlich genau sagen können, wo die natürliche Arbeitslosenrate liegt. Die Vielzahl der vorliegenden Schätzungen zeigt, daß diese Idee des Monetarismus noch wenig praktikabel ist.

Der letzte Punkt betrifft die Wahl zwischen mehr Arbeitslosigkeit und mehr Inflation. Wie ich schon ausgeführt habe, hat die Federal Reserve in dieser Frage keine große Wahl, sie muß sich weitgehend der Meinung des Präsidenten sowie der allgemeinen Meinung fügen. Hier scheint sich in den letzten Jahren eine große Änderung vollzogen zu haben. Die hohe Inflationsrate der letzten Jahre hat viele Menschen gelehrt, daß man etwas tun muß, ehe sich das Wachstum der Inflationsrate immer mehr und mehr beschleunigt. Es ist jetzt das erste Mal, wenigstens seit 1920, daß die Federal Reserve versuchen kann, eine

Rezession auszulösen, ohne dafür erheblich kritisiert zu werden. Chairman *Volcker* hat öffentlich zugegeben, daß er sich eine Rezession wünscht. Er wurde deswegen nicht von einem Committee des Kongresses vorgeladen. Möglicherweise hat die von Mitte der 60er Jahre bis jetzt andauernde Inflation ihre Ursache darin, daß die alten indirekten Wächter gegen Inflation, wie der Goldstandard, verschwunden sind und es braucht Zeit, bis neue erscheinen. In den 30er Jahren hat es auch lange gedauert, bis man gelernt hatte, was man in einer großen Depression tun muß.

Bis zu einem gewissen Grad kann man die Inflation als einen kostspieligen Weg, Unterricht in Sachen Ökonomie zu geben, betrachten. Die Federal Reserve hat sich von ihren früheren Ansichten entfernt und dem Monetarismus angenähert: Dies müssen die Keynesianer aber nicht unbedingt betrauern, denn es hat zu keinem unbedingten Gegensatz zu ihren Ansichten geführt. Daß die Geldmenge wichtig ist, kann ein milder Keynesianer leicht akzeptieren. Er kann auch einräumen, daß man die Geldmenge besser durch Reserven als durch die Federal Funds Rate kontrolliert und daß die Geldmenge ein besseres Zwischenziel der Geldpolitik als der Zinssatz ist. Die ältere Geldpolitik führte zu einer prozyklischen Entwicklung der Wachstumsrate der Geldmenge. Man muß nicht ein wilder Monetarist sein, um das zu bedauern.

Auch die vertikale *Phillips*-Kurve ist eigentlich kein so großer Bruch mit *Keynes*; Keynesianer haben immer zugegeben, daß der Versuch, die Arbeitslosigkeit zu weit einzuschränken, zur Inflation führen würde. Neu ist hier weniger die Theorie als die empirische Schätzung, daß die natürliche Arbeitslosenrate in den Vereinigten Staaten nicht bei drei, sondern eher bei sechs Prozent liegt. Das kann man annehmen, ohne die Grundgedanken der keynesianischen Theorie aufzugeben. Obwohl die stärkere Betonung der Inflation und die Bereitschaft der Federal Reserve, mehr Arbeitslosigkeit hinzunehmen, um die Inflation zu mildern, wenigstens bis vor kurzem einen Gegensatz zu den Absichten der meisten Keynesianer darstellte, steht sie eigentlich nicht im Konflikt mit dem theoretischen Kern von *Keynes'* „General Theory of Employment Interest and Money“. Der junge *Keynes* selbst schrieb 1920: „there is no subtler, no surer means of overturning the existing basis of society than to debauch the currency“<sup>26</sup>. Zu einem wichtigen Teil bedeuten die Änderungen in den Ansichten und in der Geldpolitik der

---

<sup>26</sup> J. M. *Keynes*, *The Economic Consequences of the Peace*, New York, Harcourt Brace, 1920, S. 236.

Federal Reserve keine Bekehrung zum Monetarismus als solchem, sondern eine Bekehrung zu einer modernen Ansicht, die ebenso in einen milden Monetarismus wie auch in einen milden Keynesianismus hineinpaßt.

### **Zusammenfassung**

#### **Der Einfluß der modernen Geldtheorie auf die amerikanische Geldpolitik**

Der erste Teil beschäftigt sich mit der Frage, wie das amerikanische Federal Reserve System neue geldpolitische Theorien aufnimmt, entwickelt und verarbeitet. Die Neigung der Federal Reserve, neue Theorien anzuerkennen und ihrem Handeln zugrunde zu legen, ist dadurch eingeschränkt, daß sie vom Präsidenten und vom Kongreß nicht völlig unabhängig ist und sich in gewissem Umfang an eigenen Macht- und Prestige-Zielen orientiert. Die Verfolgung dieser eigenen Interessen äußert sich in der Vermeidung von Konflikten mit starken gesellschaftlichen Gruppen und Institutionen, dem Bemühen um Erhaltung ihres geldpolitischen Aktionsspielraums, in dem Bestreben, klare Zielformulierungen und Zugeständnisse eigener Fehler zu umgehen.

Im zweiten Teil werden zunächst die wichtigsten, für die Geldpolitik relevanten Theorien — Monetarismus, Keynesianismus, Theorie der rationalen Erwartungen und die lange Zeit von der Federal Reserve vertretene Konzeption der Geldmarktstabilisierung — skizziert. Anschließend wird die jüngste Wandlung im geldpolitischen Konzept der Federal Reserve dargestellt. Das Urteil geht dahin, daß sich die Federal Reserve zwar — gegenüber früheren Jahren — in gewissem Umfang dem Monetarismus genähert hat, damit aber immer noch eine mittlere, für einen „milden“ Keynesianismus ebenso wie für einen „milden“ Monetarismus akzeptable Position einnimmt.

### **Summary**

#### **On the Influence of Modern Monetary Theory on American Monetary Policy**

The first part deals with the question of how the American Federal Reserve System receives, develops and elaborates new theories on monetary policy. The inclination of the Federal Reserve to recognize new theories and base its action on them is limited by the fact that it is not entirely independent of the president and Congress and orients itself to some degree to its own power and prestige objectives. The pursuance of these latter interests finds expression in avoidance of conflicts with strong social groups and institutions in efforts to preserve its scope for monetary action, and in endeavours to avoid clear formulations of goals and confession of its own mistakes.

The second part first outlines the most important theories relevant to monetary policy — monetarism, Keynesianism, the theory of rational

expectations, and the conception of money market stabilization long advocated by the Federal Reserve. A description of the most recent change in the monetary policy concept of the Federal Reserve follows. The conclusion drawn is that the Federal Reserve has to some extent come closer to monetarism — as compared with former years — but still adopts a “middle-of-the-road” position that is acceptable for both “mild” Keynesianism and “mild” monetarism.

### **Résumé**

#### **De l'influence de la théorie monétaire moderne sur la politique monétaire américaine**

La première partie de l'exposé tente d'établir comment le Federal Reserve System américain élabore, développe et assimile de nouvelles théories de politique monétaire. La tendance de la Federal Reserve à admettre de nouvelles théories et à y conformer ses agissements est restreinte du fait que son indépendance n'est pas totale à l'égard du Président et du Congrès et qu'elle suit dans une certaine mesure des objectifs propres de puissance et de prestige. La poursuite de ces intérêts propres se traduit par le souci d'éviter les conflits avec les groupes et institutions sociaux puissants, la tentative de se ménager une marge personnelle d'action monétaire, l'essai d'éluder les formulations claires et les aveux d'erreurs.

La deuxième partie esquisse d'abord les principales théories intéressant la politique monétaire: le monétarisme, le keynesianisme, la théorie des anticipations rationnelles et la conception, longtemps défendue par la Federal Reserve, de la stabilisation du marché monétaire. Ensuite est exposée la plus récente conversion de concept de politique monétaire de la Federal Reserve. L'auteur conclut que la Federal Reserve s'est par rapport aux années antérieures rapprochée dans une certaine mesure du monétarisme, mais tout en occupant encore une position médiane, acceptable tant par un keynesianisme “adouci” que par un monétarisme “édulcoré”.