

Liquiditätstheorie des Geldes als Gegenkonzept zum Monetarismus

Von Alois Oberhauser, Freiburg/Br.

Die Bezeichnung „Liquiditätstheorie des Geldes“ findet sich in der geldtheoretischen Literatur nur an wenigen Stellen. Die Auseinandersetzung zwischen den Monetaristen und den Keynesianern bestimmt die neuere Diskussion. Selbst die Autoren, bei denen Liquiditätsüberlegungen stark im Vordergrund stehen, verwenden den Begriff der Liquiditätstheorie des Geldes nur selten^{1,2}. Entscheidend ist jedoch nicht der Begriff, sondern das, was diese Richtung der Geldtheorie zur Erklärung der monetären Zusammenhänge beizutragen vermag. Nach meiner Ansicht sind einige wesentliche monetäre Erscheinungen ohne die Erkenntnisse dieser Theorie nicht zulänglich erfaßbar. Sie stellt, wie noch zu zeigen sein wird, zumindest in einigen Teilbereichen eine Art Gegenkonzept zum Monetarismus dar.

Allerdings sei einleitend betont, daß bislang noch nicht von einem klar umrissenen Gebäude der Liquiditätstheorie des Geldes gesprochen werden kann. Es gibt lediglich einige Gruppen von Autoren, die der Liquidität neben dem Geld eine ausschlaggebende Bedeutung im Wirtschaftsgeschehen beimessen, die Liquidität jedoch in unterschiedlicher Weise zu erfassen und in die Geldtheorie einzubauen versuchen. Hierzu gehören in England die Verfasser des *Radcliffe-Reports*, in den USA *Gurley* und *Shaw*, in Deutschland *Veit*, *Schmölders* und *Köhler* und verschiedene auf ihnen aufbauende Autoren³. Die folgenden Ausführ-

¹ Die Bezeichnung Liquiditätstheorie des Geldes dürfte auf *Schmölders* zurückgehen. Sie soll beibehalten werden, obwohl sie wegen der sprachlichen Nähe eine Verwechslung mit der keynesschen Liquiditätstheorie des Zinses befürchten läßt. Vgl. *G. Schmölders: Von der Quantitätstheorie zur Liquiditätstheorie des Geldes*, Mainz 1961.

² Das Buch von *A. Glöggler*, das diesen Titel trägt (Freiburg 1972), ist Fragen gewidmet, die zumindest nicht zum Kern der Liquiditätstheorie des Geldes gehören.

³ Vgl. Report of the Committee on the Working of the Monetary System, London 1959. *J. G. Gurley* und *E. S. Shaw: Money in a Theory of Finance*, Washington 1960. *O. Veit: Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität*,

rungen beschäftigen sich nicht mit einer vergleichenden Gegenüberstellung dieser verschiedenen Ansätze der Liquiditätstheorie. Es wird vielmehr versucht, eine Version darzustellen, die nach meiner Auffassung in der Lage ist, die monetären Zusammenhänge zutreffender als andere Geldtheorien zu erklären. Zugleich soll dadurch ein Beitrag zur Weiterentwicklung der Liquiditätstheorie und zur Fundierung einer darauf aufbauenden Geldpolitik geleistet werden. In einigen Punkten wird nicht unwesentlich von anderen liquiditätstheoretischen Konzeptionen abgewichen.

Die Überlegungen sind sehr stark beeinflußt von den Beobachtungen der empirischen Entwicklung des monetären Sektors in der Bundesrepublik und einigen anderen Ländern mit ähnlichen Geldsystemen in den Jahrzehnten der Nachkriegszeit. Es soll daher im weiteren auch stets von institutionellen Voraussetzungen ausgegangen werden, wie sie in der Bundesrepublik gelten. Außerdem werden meist feste Wechselkurse unterstellt — weniger weil diese bis vor einigen Jahren gegeben waren, sondern vor allem auch weil unter dieser Voraussetzung die grundlegende Bedeutung der Liquidität am besten aufgezeigt werden kann.

I. Der Liquiditätsbegriff der Liquiditätstheorie

Die Liquiditätstheorie des Geldes ist dadurch gekennzeichnet, daß sie neben dem Geld auch anderen Liquiditätspositionen eine ausschlaggebende Bedeutung für den Wirtschaftsablauf beimißt⁴. Nach ihr werden sowohl Geldangebot als auch Geldnachfrage und folglich auch die Entwicklung der Geldmenge durch die Liquidität der Banken und der Nicht-Banken bestimmt. Geldpolitik muß dann, um zielgerichtet eingesetzt werden zu können, Liquiditätspolitik und nicht nur Geldmengenspolitik sein.

Zunächst ist zu klären, was dabei unter Liquidität zu verstehen ist. Liquidität kann — je nach der Fragestellung — sehr verschieden definiert werden. Sie kann als Liquidität eines Aktivums oder einer Person, als Bestands- oder Stromgröße, als aktuelle oder potentielle, als subjektive oder objektive Liquidität oder auch nach anderen Kriterien abgegrenzt werden⁵. Im Sinne der Liquiditätstheorie ist Liquidität die

Frankfurt 1948. G. Schmolders: Geldpolitik, Berlin 1968. C. Köhler: Geldwirtschaft, Berlin 1970.

⁴ Vgl. auch E. Dürr: Währungspolitik, Stuttgart 1975, S. 25 ff. O. Issing: Einführung in die Geldtheorie, Heidelberg 1974, S. 110 ff.

aktuelle und (tatsächliche oder angenommene) potentielle Verfügungsmacht über Zahlungsmittel im Bedarfsfall. Sie ist keine statische Größe, sondern enthält durch die „zeitraumbezogenen finanziellen Dispositionen auch eine Zeitkomponente“⁶.

Zwischen Geld und Liquidität besteht daher ein wesentlicher Unterschied. Liquidität ist nicht der Bestand an Zahlungsmitteln, sondern die Verfügungsmacht über Zahlungsmittel dann, wenn sie für Ausgaben benötigt werden. Alle Größen, die dafür von Bedeutung sind, gehören zur Liquidität.

Im Gegensatz zu einigen, besonders auch liquiditätstheoretischen Bestrebungen in der Literatur erscheint es erforderlich, zwischen Geld und Liquidität strikt zu trennen. Sieht man von dem in einer modernen Volkswirtschaft fast bedeutungslosen Gütertausch ab, so können Käufe von Gütern, Diensten und Vermögensobjekten nur mit Geld vorgenommen werden, wobei eine befristete Warenkreditgewährung eingeschoben sein kann. Geld ist dabei als umlaufendes Geld im Sinne von M_1 zu verstehen. Alle anderen Aktiva, mögen sie auch noch so „geldnah“ sein, müssen, um für Käufe verwandt zu werden, in (Bar- oder Buch-)Geld umgewandelt werden.

Es ist daher problematisch, wie es neuerdings vielfach geschieht, durch Einbeziehung von Termineinlagen, Spareinlagen oder anderen Größen den Geldbegriff auszuweiten. Soweit dies geschieht, handelt es sich um ein Mißverständnis von Liquiditätsaspekten. Zwar kann ein Teil der Termin- und Spareinlagen rasch in Geld umgewandelt werden, doch ist es ziemliche Willkür, wenn derartige Größen in die Geldmenge einbezogen werden. Da Geld vor allem deswegen interessiert, weil es im Wirtschaftsablauf nachfragewirksam eingesetzt werden kann, sind Kreditgewährungen oder vorhandene Überziehungsspielräume der Sichteinlagenkonten weit eher relevant als die Termin- und Spareinlagen, die nur selten zur Nachfrage verwandt werden.

Infolgedessen ist es angebracht, zwischen Geld im Sinne von M_1 und den Liquiditätsgrößen zu unterscheiden, die im Bedarfsfall in Geld umgetauscht werden können. Im Prinzip gilt dies für alle Aktiva, doch sind für die laufenden Nachfrageentscheidungen der Unternehmen und Haushalte vor allem die Geldvermögensbestände von Bedeutung, die kurzfristig und ohne erhebliche Kosten (oder Verluste) monetisierbar

⁵ Vgl. W. Graebner: Direkte Kontrollen als Mittel der Geldpolitik, Köln 1966, S. 14. W. Stützel: Liquidität HdSW, Bd. 6, 1959, S. 622 ff.

⁶ Vgl. W. Graebner: Direkte Kontrollen, a.a.O., S. 14.

sind⁷. Hinzu kommen für die einzelnen Wirtschaftssubjekte die Möglichkeiten, sich durch Kreditaufnahme Zahlungsmittel zu verschaffen. Für die Erklärung des Wirtschaftsprozesses sind vor allem diese Größen relevant. Sie können als Sekundärliquidität der Wirtschaftssubjekte bezeichnet werden, der das Geld als Primärliquidität gegenübersteht. Die Liquidität der übrigen Aktiva, die man mit dem Begriff der Tertiär- (usw.) Liquidität belegen könnte, interessiert geldtheoretisch weniger.

Von der einzelwirtschaftlichen Sekundärliquidität ist die gesamtwirtschaftliche zu unterscheiden. Letztlich geht es um die Fähigkeit des privaten Bereichs, unter den von der Zentralbank gesetzten Bedingungen eine Ausweitung der Geldmenge vorzunehmen. Ausschlaggebend dafür ist das Geldschöpfungspotential der Geschäftsbanken. Sieht man von Umschichtungen von Termin- und Spareinlagen zu Sichteinlagen ab, so wird das Geldschöpfungspotential bestimmt durch die Möglichkeiten des Bankensystems, sich Zentralbankgeld zu verschaffen (oder auf ungenutztes Zentralbankgeld zurückzugreifen). Für den Bankensektor insgesamt kann daher das vorhandene Zentralbankgeld als Primärliquidität, das potentiell schaffbare Zentralbankgeld als Sekundärliquidität bezeichnet werden. Aus der Sekundärliquidität des Bankensystems kann dann auf die gesamtwirtschaftliche Sekundärliquidität geschlossen werden⁸.

Diese Unterscheidung zwischen Geld und (den verschiedenen Formen der) Sekundärliquidität vermeidet die willkürliche und sachlich nicht zu rechtfertigende Ausweitung des Geldbegriffes; sie bietet zudem ein besseres Instrumentarium zur Analyse monetärer Zusammenhänge. Mit ihrer Hilfe läßt sich sowohl einzel- als auch gesamtwirtschaftlich das Geldangebot- und Geldnachfrageverhalten der Wirtschaftssubjekte besser erklären als dies mit den herrschenden Begriffsabgrenzungen möglich ist.

Gegen die Beschränkung des Geldbegriffes auf M_1 wird wohl eingewandt werden, daß aufgrund empirischer Untersuchungen umfassendere Geldmengenabgrenzungen zumindest in einigen Fällen Vorteile zu haben scheinen und häufig eine bessere Übereinstimmung mit der

⁷ Daß darüber hinaus das Gesamtvermögen auch die Nachfrageneigung der Wirtschaftssubjekte beeinflusst, kann in diesem Zusammenhang unberücksichtigt bleiben.

⁸ Auf Modifikationen durch Einbeziehung des Staates und der Verschuldensmöglichkeiten der Nicht-Banken im Ausland soll nicht eingegangen werden.

Entwicklung des Zentralbankgeldvolumens besitzen. Das letzte versteht sich von selbst, da die Zentralbankgeldmenge stark von den Mindestreserveverpflichtungen bestimmt wird, denen auch Termin- und Spareinlagen unterliegen. Durch deren Einbeziehung in die Geldmenge (als M_2 oder M_3) werden aber wichtige ökonomische Zusammenhänge verschleiert wie die erheblichen konjunkturbedingten Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit von M_1 , die Zinsabhängigkeit der Transaktionskasse oder die mangelnde Fähigkeit der Zentralbank, über Veränderungen der Zentralbankgeldmenge die umlaufende Geldmenge M_1 kurzfristig zu steuern. Die Realität ist wesentlich instabiler und weit stärker durch ökonomische und psychologische Veränderungen geprägt, als es die zudem meist statisch konzipierten Gleichgewichtsvorstellungen insbesondere der monetaristischen Theorie erwarten lassen.

II. Das Geldangebot als Funktion der Liquidität des Geschäftsbankensystems

Die herrschende Geldangebotstheorie ist dadurch gekennzeichnet, daß sie von einer weitgehend durch die Zentralbank, das heißt exogen bestimmten Zentralbankgeldmenge ausgeht, durch die sich dann über den Geldschöpfungsmultiplikator die umlaufende Geldmenge ergibt. Auch die vielfältigen Modifikationen, die von der neueren Geldangebotstheorie entwickelt wurden⁹, laufen im wesentlichen nur auf eine Auflockerung der starren Beziehungen des traditionellen Geldschöpfungsmultiplikators hinaus, ändern aber die Grundaussage in ihrem Kern nicht.

Empirisch scheint die Gültigkeit dieser Theorie dadurch belegbar zu sein, daß die Banken — von wenigen Ausnahmesituationen abgesehen — über keine nennenswerten Überschußreserven verfügen. Außer geringen Bargeldbeständen sind ihre gesamten Guthaben an Zentralbankgeld durch Mindestreserveverpflichtungen gebunden. Hieraus wird gefolgert, daß Veränderungen der Zentralbankgeldmenge zu entsprechenden Veränderungen der umlaufenden Geldmenge führen — mit den möglichen Modifikationen, die die Geldangebotstheorie herausgearbeitet hat. Durch die Zentralbankgeldmenge werde daher die umlaufende Geldmenge und durch diese über die Transmissionsmechanismen die Nachfrage gesteuert. Auf diesen Kausalitätsannahmen basieren die meisten Vorschläge zur Gestaltung der Geldpolitik.

⁹ Vgl. *M. Neldner*: Die Bestimmungsgründe des volkswirtschaftlichen Geldangebots, Berlin 1976.

Eine Beobachtung der Realität zeigt jedoch, daß diese Kausalitätsbeziehungen unzutreffend sind. Das läßt sich am besten für die Periode fester Wechselkurse zeigen. Der Grund für die Fehldeutungen, die vor allem, aber nicht nur von monetaristischer Seite stammen, liegt in der mangelnden Berücksichtigung der Sekundärliquidität der Banken. Wie kommt es, so muß man fragen, daß bei minimalen Überschußreserven Zentralbankgeldmenge und umlaufende Geldmenge in den einzelnen Ländern so stark stiegen, daß erhebliche Preissteigerungen möglich waren? Haben die Zentralbanken die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge selbst bewirkt oder waren die Banken zu dieser Ausweitung aufgrund von Sekundärliquidität in der Lage?

Gesamtwirtschaftlich ist nicht die Sekundärliquidität der einzelnen Banken, sondern nur die der Geschäftsbanken insgesamt relevant. Deren Sekundärliquidität setzt sich — unter der Voraussetzung fester Wechselkurse — aus folgenden fünf Größen zusammen:

- a) den (quantitativ meist unbedeutenden) Überschußreserven an Zentralbankgeld¹⁰;
- b) dem freien Spielraum für die Aufnahme von Rediskont- und Lombardkrediten. Der Spielraum kann wie in der Bundesrepublik durch Kontingente oder durch Usancen begrenzt sein;
- c) dem Bestand an Geldmarktpapieren (Schatzwechseln, Schatzanweisungen, Kassenobligationen usw.), soweit diese in die Geldmarktregulierung der Zentralbank einbezogen sind, das heißt an die Zentralbank übertragen werden können;
- d) den kurzfristig liquidisierbaren Guthaben im Ausland in Form von Sichteinlagen, Termineinlagen, ausländischen Schatzwechseln und evtl. auch festverzinslichen Wertpapieren;
- e) den Möglichkeiten der Banken (und der Nicht-Banken), sich im Ausland zu verschulden.

Die Sekundärliquidität der Banken geht über die von der Bundesbank laufend ermittelten freien Liquiditätsreserven hinaus. Diese umfaßten bis zum Übergang zu flexiblen Wechselkursen¹¹ nur die ersten

¹⁰ Derartige Überschußreserven sind zumindest unter den deutschen Verhältnissen im allgemeinen nur eine Folge ungenügender Voraussicht und können als rational bestimmte Größen höchstens im Sinne einer stets unzulänglichen Planung unter Unsicherheit verstanden werden. Vgl. Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 7, 1974, S. 17 f.

¹¹ Seither bleiben auch die Auslandsguthaben der Banken außer Ansatz.

vier Positionen, da die Rückgriffsmöglichkeiten auf Auslandskredite quantitativ nicht ermittelt werden können, obwohl sie, wie die Erfahrungen zeigen, eine erhebliche Rolle spielten und selbst auch jetzt noch innerhalb der Währungsschlange von Bedeutung sind.

Eine Analyse der empirischen Entwicklung zeigt, daß die Banken in der Zeit der festen Wechselkurse meist über erhebliche Bestände an freien Liquiditätsreserven und damit an Sekundärliquidität verfügten. Das heißt, sie besaßen über lange Jahre die Fähigkeit, bei Bedarf von sich aus und somit endogen eine wesentliche Erhöhung der Zentralbankgeldmenge herbeizuführen. Bei einer Ausweitung der umlaufenden Geldmenge durch Kreditgewährung konnten sie die zusätzlich erforderliche Zentralbankgeldmenge durch Umwandlung von Sekundärliquidität selbst schaffen.

Die relative Bedeutung der Sekundärliquidität der Banken läßt sich am besten aus dem Verhältnis der frei verfügbaren Liquiditätsreserven zum jeweiligen Bestand an Zentralbankgeld ersehen, da zumindest eine ihrer wesentlichen Funktionen aus der Sicht der Banken in ihrem Charakter als potentiell Zentralbankgeld besteht. Der Bezug der freien Liquiditätsreserven auf das Einlagevolumen, den die Bundesbank bei der Ermittlung der Quote der freien Liquiditätsreserven vornimmt, verdeckt etwas den wirklichen Umfang der Sekundärliquidität.

Wie Schaubild 1 zeigt — der Verfasser hat an anderer Stelle die empirische Entwicklung näher dargelegt¹² —, hatten die Banken in der Periode fester Wechselkurse stets die Möglichkeit, die Geldmenge erheblich auszudehnen. Die Quote der freien Liquiditätsreserven (bezogen auf die Zentralbankgeldmenge) schwankte in dieser Periode zwischen 70 (!) und etwa 25 Prozent. Während man lange Jahre den Eindruck haben konnte, daß eine bestimmte Quote an freien Liquiditätsreserven — etwa 25 Prozent — von den Banken nicht unterschritten würde¹³, haben die Erfahrungen des Jahres 1973 nach Übergang zu den flexiblen Wechselkursen und der dadurch bedingten Verminderung der freien Liquiditätsreserven gezeigt, daß selbst eine Sekundärliquidität

¹² Vgl. A. Oberhauser: Geld- und Kreditpolitik bei weitgehender Vollbeschäftigung und mäßigem Preisanstieg (1958 - 1968). In: *Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876 - 1975*, Frankfurt 1976, S. 632 ff. Siehe auch V. Alexander und H. E. Loef: *Die Kontrolle der Geldbais und ihrer Komponenten. Eine empirische Analyse für die BRD*. In: *Kredit und Kapital*, Bd. 7, 1974, S. 508 ff.

¹³ Vgl. A. Oberhauser: *Geldpolitik als Liquiditätspolitik*. *Kredit und Kapital*, 5. Jg. (1972) S. 381 f.

nahe Null möglich ist, bis restriktive geldpolitische Maßnahmen voll greifen¹⁴.

Diese empirischen Tatbestände erfordern eine Erklärung und Berücksichtigung in der Geldtheorie. Warum, so ist zu fragen, nutzen die Banken die verfügbare Sekundärliquidität nicht zu einer Ausweitung der Geldmenge? Wie kommen die starken Veränderungen der Quote der freien Liquiditätsreserven zustande? Wodurch wird überhaupt die umlaufende Geldmenge und die hinter ihr stehende Zentralbankgeldmenge bestimmt?

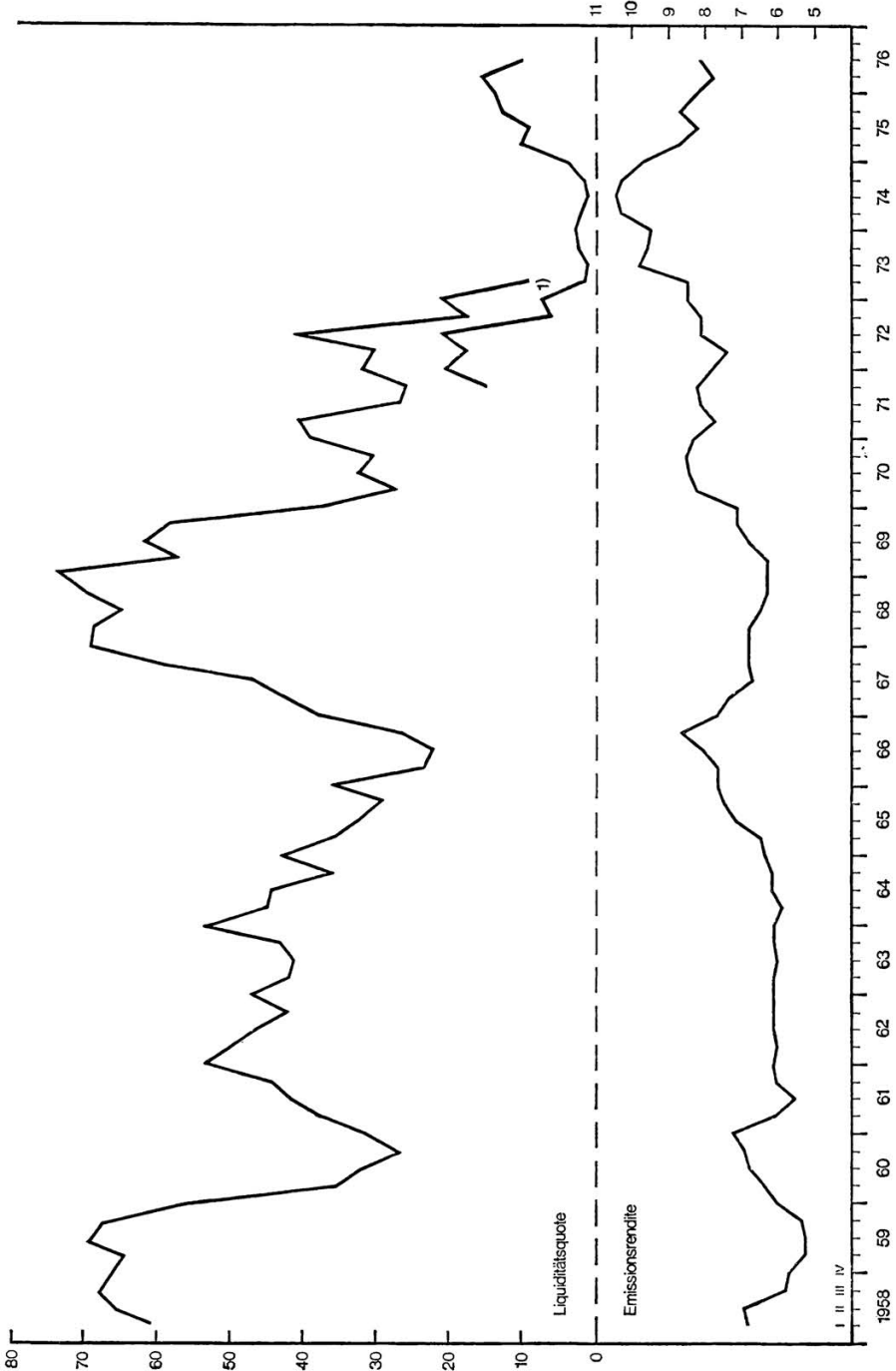
Aus dem Schaubild ergibt sich, daß die Banken die vorhandene Sekundärliquidität häufig über Jahre nicht zu einer zusätzlichen Buchgeldschöpfung verwandten. Der Grund muß in einer fehlenden Nachfrage nach Geld bei den gegebenen Zinssätzen gesehen werden. Aus dem Bestreben der Banken, eine Verschlechterung ihrer Liquiditätssituation zu vermeiden, können höchstens einige Tiefpunkte wie zum Beispiel im Jahre 1966 erklärt werden.

Daß es aufgrund der vorhandenen Sekundärliquidität nicht zu einem Sinken der Zinssätze kam¹⁵, ist darauf zurückzuführen, daß Sekundärliquiditätsanlagen selbst zinsbringend sind. Die Banken sind nicht gezwungen, Zuflüsse an Zentralbankgeld als Kredite an Nicht-Banken weiterzuleiten, um Erträge zu erzielen. Sie greifen offensichtlich auf Sekundärliquiditätsanlagen zurück, sofern eine entsprechende Kreditnachfrage (Geldnachfrage) fehlt oder wenn ihnen bei konjunkturellen Rückschlägen die Kreditnachfrager nicht die nötige Sicherheit zu bieten scheinen. Daß darüber hinaus auch das Bestreben nach Verbesserung ihres Liquiditätsstatus — vor allem in Perioden größerer Unsicherheit — eine Rolle spielt, kann aus dem Bankverhalten in den Rezessionen geschlossen werden; denn nach einem stärkeren Abbau der Sekundärliquiditätsreserven in der Hochkonjunktur verwenden die Banken einen großen Teil der ihnen bei expansiver Geldpolitik in der Rezession zufließenden Mittel, um neue Polster aufzubauen. So stieg beispielsweise die Zentralbankgeldmenge in der Bundesrepublik im Jahre 1975 lediglich um 9,2 Mrd. DM, obwohl den Banken 25,7 Mrd. DM an Zentralbankgeld — von Köhler als Zentralbankgeldversorgung

¹⁴ Vgl. H. Bockelmann: Die Rolle der Banken in der Geldpolitik. In: Kredit und Kapital, Bd. 7, 1974, S. 150 f.

¹⁵ Die Zinssätze veränderten sich bis zum Übergang zu flexiblen Wechselkursen nur wenig, was sich wieder aus der vorhandenen Sekundärliquidität erklären läßt. Vgl. die im Schaubild 1 als Anhaltspunkt für die Zinsentwicklung eingezeichnete Kurve der Emissionsrendite.

Schaubild 1: Entwicklung der Quote der freien Liquiditätsreserven der Banken¹⁾ (bezogen auf die Zentralbankgeldmenge) und der Emissionsrendite festverzinslicher Wertpapiere 1958 - 1976 in der BRD



1) Neubegrenzung der Liquiditätsreserven nach Freigabe der Wechselkurse
Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

bezeichnet — zuflossen, die sie in Höhe der Differenz zur Verbesserung ihrer Sekundärliquidität verwandten¹⁶.

Die Erträge, die die Banken bei Sekundärliquiditätsanlagen erhalten können (Diskontsätze, Zinssätze für Offenmarktpapiere, Sätze für ausländische Schatzwechsel usw.), bilden zugleich — unter Berücksichtigung eines kostenbedingten Aufschlages — die Untergrenze für die Zinsen bei der Kreditgewährung an Nicht-Banken. Spätestens nach Erreichen dieser Untergrenze¹⁷ wird zusätzlich zufließendes Zentralbankgeld nur noch in Sekundärliquidität umgewandelt, ohne daß es zu einer Anregung der Geldnachfrage über Zinszugeständnisse an Kreditnehmer kommt. Es liegt hier eine besondere Art der Liquiditätsfalle vor, die sich von der keynesschen wesentlich unterscheidet und die bewirkt, daß die keynessche für die Realität im allgemeinen irrelevant ist. Diese Liquiditätsfalle bei den Banken findet ihr Pendant im Nicht-Bankenbereich darin, daß über Kredittilgungen die (Buch-)Geldmenge selbst dann zurückgehen kann, wenn die Zentralbank über expansive Maßnahmen die Zentralbankgeldversorgung zu verbessern sucht.

Für die Geldtheorie ist von ausschlaggebender Bedeutung, daß offensichtlich in dem betrachteten Zeitraum nicht das Geldangebot die Geldmenge bestimmt hat, sondern die Geldnachfrage. Diese Aussage kann verallgemeinert werden, da zumindest unter europäischen Verhältnissen die Banken meist über Sekundärliquiditätsreserven verfügen. Jede Geldtheorie, die von einer exogen gegebenen Zentralbankgeldmenge ausgeht, wird damit fraglich. Hieraus ergibt sich meines Erachtens der Haupteinwand gegen den Monetarismus und seine geldpolitischen Schlußfolgerungen. Wenn sich die Geldmenge an die Geldnachfrage anpaßt und nicht umgekehrt, kann ihr nicht die Bedeutung für den Wirtschaftsablauf zukommen, die ihr vom Monetarismus beigegeben wird.

Das heißt nicht, daß nicht in bestimmten Situationen die Geldmenge die Nachfrage zu begrenzen vermag, wie dies offensichtlich im Jahre 1973 in der Bundesrepublik der Fall war. Voraussetzung dafür ist aber stets, daß die Zentralbank die Zentralbankgeldmenge voll in der Hand hat, was nur bei flexiblen Wechselkursen möglich ist, und daß die Ban-

¹⁶ Vgl. C. Köhler: Probleme der Zentralbankgeldmengensteuerung, Berlin 1976, S. 27. Ders.: Probleme der Kreditpolitik. In: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 7, 1975, S. 2 f.

¹⁷ Daß die Zentralbank mit geldpolitischen Maßnahmen darauf Einfluß nehmen kann, ist für die hier angestellten Überlegungen von untergeordneter Bedeutung.

ken über keine nennenswerten Sekundärliquiditätsbestände (mehr) verfügen.

Wenn jedoch im Bankensystem — wegen fester Wechselkurse oder aus anderen Gründen — ausreichend Sekundärliquidität vorhanden ist, paßt sich die Geldmenge elastisch an den Geldbedarf, an die Geldnachfrage, an¹⁸. Diese wird, wie noch zu zeigen, hauptsächlich durch nicht-monetäre Faktoren bestimmt. Die Geldmengenveränderungen sind Folge und nicht Ursache¹⁹. Realwirtschaftliche Faktoren führen zu endogen bestimmten Geldmengenanpassungen. Die Änderungen der Zentralbankgeldmenge sind lediglich der Reflex der Änderungen der Spar- und Termineinlagen und der (Buch-)Geldschöpfung. In diesem Umfang wird von den Banken auf Sekundärliquidität zurückgegriffen. Die Kausalketten liegen umgekehrt wie bei den Monetaristen²⁰. Anders läßt sich die Verfügbarkeit über erhebliche Bestände an potentiell Zentralbankgeld, die über Jahre und Jahrzehnte nicht genutzt wurden, nicht erklären. In der monetaristischen Theorie wird die Bedeutung der Sekundärliquidität (weitgehend) übersehen oder verkannt.

Paßt sich die Geldmenge an die Geldnachfrage an, so werden auch die hohen Korrelationen verständlich, die zwischen der Geldmenge und der Güternachfrage bzw. dem nominellen Sozialprodukt bestehen. Derartige Korrelationen beweisen nicht, daß die Nachfrage von der Geldmenge abhängig ist. Die meist angenommene Exogenität der (bereinigten) Zentralbankgeldmenge²¹ steht im Widerspruch zu den aufgezeigten empirischen Gegebenheiten. Zur Erklärung der Zusammenhänge zwischen Nachfrage, Preisniveau und Geldmenge bedarf es daher einer realitätsbezogenen Theorie. Diese kann die Liquiditätstheorie des Geldes anbieten.

Die Zusammenhänge lassen sich graphisch in folgender Weise illustrieren. Solange die Banken über genügend Sekundärliquidität verfügen, ist das Angebot an Geld im relevanten Bereich nahezu völlig zinselastisch — bei einem Zinssatz i , der um eine Kostenkomponente

¹⁸ Inwieweit damit Behauptungen der Banking-Theorie eine gewisse Bestätigung finden, soll nicht dargelegt werden.

¹⁹ Vgl. F. A. Lutz: Geldschaffung durch die Banken. In: WWA, Bd. 104, 1970, S. 8 f.

²⁰ Einige Einschränkungen finden sich auch bei ihnen. Vgl. z. B. M. J. M. Neumann: Konstrukte der Zentralbankgeldmenge. In: Kredit und Kapital, 8. Jg., 1975, S. 328.

²¹ Vgl. M. J. M. Neumann: Konstrukte der Zentralbankgeldmenge, a.a.O., S. 329.

über dem Zins liegt, den die Banken für Sekundärliquidität erhalten können bzw. den sie für die Beschaffung von Sekundärliquidität (bei der Zentralbank oder im Ausland) zu zahlen haben. Durch die Formulierung „im relevanten Bereich“ soll zum Ausdruck gebracht werden, daß es nur um den Bereich einer Geldmengenerhöhung geht, der in einer gegebenen Ausgangslage für eine Ausweitung der Geldnachfrage (zum Beispiel aufgrund einer Verlagerung der Geldnachfragekurve von N_1 nach N_2) in Betracht kommt. Dafür ist es irrelevant, daß der Geldbeschaffungsspielraum des Bankensystems selbstverständlich nicht unbegrenzt ist.

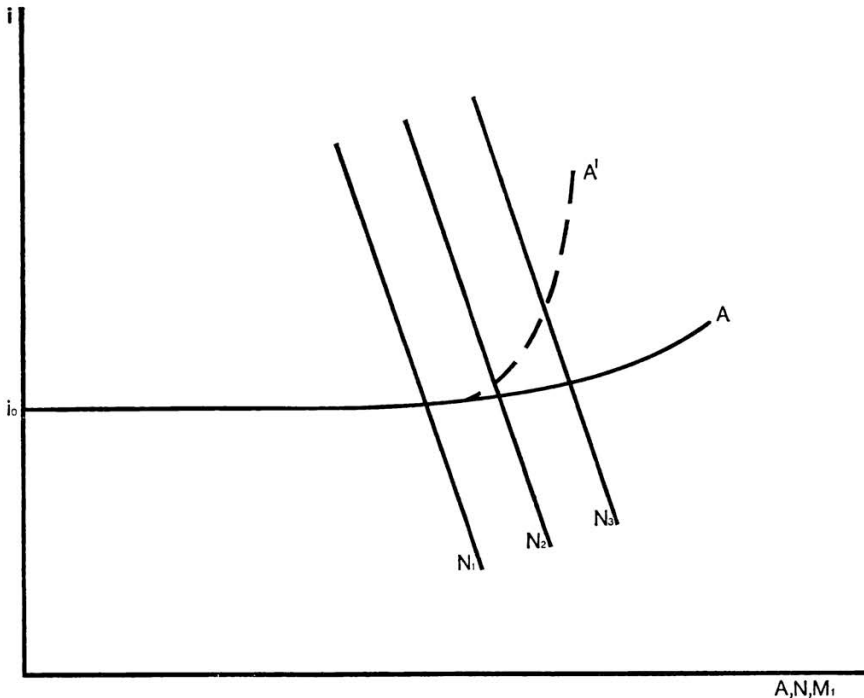
Die Geldangebotskurve A weist also bei ausreichend vorhandener Sekundärliquidität im relevanten Bereich höchstens einen leichten Anstieg auf. Ist die Sekundärliquidität aufgebraucht oder wird sie durch geldpolitische Maßnahmen (zum Beispiel in Verbindung mit flexiblen Wechselkursen) absorbiert, so geht die Kurve des Geldangebotes (A') in einen weitgehend zinsunelastischen, das heißt stark steigenden Abschnitt über. Hieraus wird erklärlich, warum eine weiter expandierende Nachfrage (N_3) wie zum Beispiel im Jahre 1973 zu erheblichen Zinsniveausteigerungen führen kann.

In diesem Punkt scheint die monetaristische Theorie Gültigkeit zu erlangen. Selbst wenn dies zuträfe, würde sie nur für beschränkte Ausschnitte der Realität — nämlich unter der Voraussetzung flexibler Wechselkurse und unwesentlicher Sekundärliquidität — die monetären Zusammenhänge erklären. Aber auch dann sind Geldmengenveränderungen nur selten die ursächlichen Faktoren von Nachfrageveränderungen. Das zeigt sich eindeutig bei wirtschaftlichen Rückschlägen, bei denen der neoquantitätstheoretische Ansatz zur Erklärung der Nachfragevariationen und der Erhöhung der Sekundärliquidität versagt. Auf eine nähere Auseinandersetzung mit dem Monetarismus soll jedoch in diesem Zusammenhang verzichtet werden, da die Überlegungen ein anderes Ziel verfolgen.

Es könnte eingewandt werden, daß mit Hilfe des portfoliotheoretischen Instrumentariums das Verhältnis von Primär- und Sekundärliquidität im Bankensektor erfaßbar sei. Die Höhe und die starken Veränderungen der Sekundärliquidität aus einer optimalen Vermögensanlage erklären zu wollen, führt jedoch nicht zum Ziel. Zunächst kann für eine sich ständig verändernde Wirtschaft mit weitgehender Unsicherheit der weiteren Entwicklung eine Theorie, die Aussagen über ein stationäres Gleichgewicht für Bestände versucht, höchstens zu einer

sehr vagen Tendenzenerklärung führen. Die langen, sehr allgemeinen Kausalketten des Portfolioprozesses helfen schon deshalb bei der Analyse konkreter Situationen wenig weiter.

Schaubild 2: Geldangebot und Geldnachfrage im Zeitablauf



Entscheidender ist jedoch, daß sich die empirisch beobachtbaren erheblichen Schwankungen der Sekundärliquidität bei nur schwachen Zinsniveauperänderungen einer preistheoretischen Erklärung weitgehend entziehen. Weit besser erscheint die zunächst primitiv wirkende Annahme für das Verhalten der Banken geeignet zu sein, daß diese eine ihnen abgesichert erscheinende Kreditnachfrage des Nicht-Bankensbereichs solange befriedigen, wie sie (überschüssige) Sekundärliquidität zur Verfügung zu haben glauben²².

²² Vgl. auch *Duwendag* u. a.: *Geldtheorie und Geldpolitik*, Köln 1974, S. 106 ff. *K. von dem Hagen*: *Kreditschöpfung bei Unsicherheit*, Berlin 1975, S. 196. *G. Traut*: *Das Geldangebotsverhalten der Kreditinstitute in der BRD von 1957 bis 1970*, Frankfurt 1972.

Die beobachteten Erscheinungen im monetären Bereich lassen sich jedoch einleuchtend mit Hilfe der Liquiditätstheorie erklären. So kann aus dieser Theorie beispielsweise abgeleitet werden, warum bei hoher Sekundärliquidität die steigende Geldnachfrage befriedigt wird und restriktive Geldpolitik versagt oder zumindest einen langen Wirkungslag aufweist. Zugleich wird deutlich, warum eine expansive Geldpolitik kaum ohne eine nachfragewirksame Verwendung des zusätzlichen Geldes durch den Staat²³ Erfolg verspricht und weshalb in Rezessionen ein großer Teil der Ausweitung der Zentralbankgeldmenge in zusätzlicher Sekundärliquidität versickert.

III. Liquidität und Geldnachfrage

Auch für die Geldnachfrage bietet die Liquiditätstheorie des Geldes neue Aspekte. Geld (in der erwähnten engen Abgrenzung) unterscheidet sich von den anderen Formen des Geldvermögens dadurch, daß es in der Regel keine (Geld-)Erträge abwirft, dafür aber jederzeit für Zahlungszwecke zur Verfügung steht. Dieser Umstand erfordert es, zwischen Geld und anderen Geldvermögensanlagen scharf zu unterscheiden. Warum wird Geld nachgefragt und gehalten?

In modernen Volkswirtschaften steht eine breite und vielgestaltige Skala von Anlageformen für Geldvermögensbestände zur Verfügung. Es gibt nicht nur, wie in den theoretischen Modellen häufig angenommen, mit Kursrisiken und Transaktionskosten behaftete Wertpapiere, sondern auch kurzfristige, sehr elastisch handhabbare Anlageformen, die kein Kursrisiko aufweisen und rasch und je nach dem individuellen Bedarf in Geld umgewandelt werden können, obwohl sie — auch unter Berücksichtigung von eventuellen Transaktionskosten — Zinserträge abwerfen. Hierzu gehören zum Beispiel in der Bundesrepublik Termin- und Spareinlagen, Bundesschatzbriefe, Finanzierungsschätze, Sparbriefe der Banken usw.

Wenn derartige kurzfristige, ertragbringende und hoch liquide Geldanlageformen zur Verfügung stehen, wird bei rationalem Verhalten der Wirtschaftssubjekte Geld faktisch kaum mehr als Form der Vermö-

²³ Es ist eine logisch unzulässige Verdrehung der Zusammenhänge, wenn durch eine Geldmengenerhöhung finanzierte zusätzliche Staatsausgaben unter die Geldpolitik subsumiert werden. Die Geldmengenerhöhung ist höchstens notwendige, aber keineswegs hinreichende Bedingung für den Nachfrageanstieg

genseanlage aufgrund des Spekulationsmotivs gehalten²⁴. Das Spekulationsmotiv basiert auf Voraussetzungen, die in der Realität zumindest nicht mehr gegeben sind. Seine Bedeutung für die Wirklichkeit ist daher gering; man sollte es weitgehend vergessen. Damit ist nicht bestritten, daß in einigen Fällen Geld vorübergehend bis zur (nächsten) Geldvermögensanlage gehalten wird, doch dürfte darauf quantitativ nur ein verschwindend geringer Prozentsatz der Geldmenge entfallen²⁵. Spekulationsaspekte sind allerdings von erheblicher Bedeutung für die Anlage in und den Wechsel zwischen den verschiedenen Arten des Geldvermögens, was im Rahmen der Portfoliotheorie Berücksichtigung findet²⁶. In einer Welt mit ständigen Preissteigerungen dient aber Geld nicht mehr zur Wertaufbewahrung oder Anlage von Vermögen. Es wird lediglich aus anderen Gründen nachgefragt.

Von der traditionellen Geldnachfrage Theorie bleibt nur das Transaktionsmotiv in Verbindung mit dem Vorsichtsmotiv als Erklärung der Geldhaltung. Geld wird im wesentlichen nur gehalten, um damit Käufe zu tätigen bzw. tätigen zu können, wobei die Unsicherheit über den Geldbedarf und die anfallenden Zahlungsein- und -ausgänge mitspielt. Auch die Unbequemlichkeit der Umwandlung in Geldvermögensanlagen und mangelnde Ertragsorientierung der Wirtschaftssubjekte beeinflussen die Geldhaltung.

Für die Höhe der Kassenhaltung der Unternehmen, zunehmend aber auch der übrigen privaten Wirtschaftssubjekte, ist ferner von Bedeutung, daß und zu welchen Kosten sie im Bedarfsfall auf Kredite zurückgreifen können. Die Möglichkeit, Überziehungskredite (und evtl. auch sonstige Kredite) in Anspruch nehmen zu können, mindert den Bedarf an Kasse — vor allem soweit er aus dem Vorsichtsmotiv erwächst. Durch die Überziehungskredite ist ein elastischer Puffer eingebaut, der es den Wirtschaftssubjekten erlaubt, trotz mehr oder weniger erheb-

²⁴ Vgl. zum Beispiel *W. L. Smith: On Some Current Issues in Monetary Economics*. In: *Journal of Economic Literature*, Bd. 8, 1970, S. 774 f. *U. Westphal: Theoretische und empirische Untersuchungen zur Geldnachfrage und zum Geldangebot*, Tübingen 1970, S. 23. *G. Honeck: Friedman-Plan und potentialorientierte Kreditpolitik*, Berlin 1975, S. 84 ff. *G. Lindvers: Definan-zierung staatlicher Ausgaben und Geldpolitik im Konjunkturablauf*, Diss. Freiburg 1971, S. 17 ff.

²⁵ Vgl. auch *Siebke und Willms: Theorie der Geldpolitik*, Berlin 1974, S. 83.

²⁶ Vgl. zum Beispiel *J. Tobin: Money, Capital and Other Stores of Value*. In: *American Economic Review, Pap. and Proc.*, Bd. 51, 1961, S. 26 ff. *H. G. Johnson: Beiträge zur Geldtheorie und Geldpolitik*, Berlin 1969, S. 103 f.

licher Unsicherheit über den Zahlungsbedarf und die Zahlungseingänge die Kassenhaltung relativ stark zu begrenzen²⁷.

Auch ohne Spekulationsmotiv bleibt eine relativ starke Zinselastizität der Kassenhaltung. Sie läßt sich aus dem Vorsichtsmotiv, der Bequemlichkeit und dem Transformationsaufwand ableiten, auf die Zinsänderungen nicht unerheblich einwirken. Hierin ist auch einer der Gründe für die ins Gewicht fallenden Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zu sehen. Diese Veränderungen sind in manchen Jahren prozentual stärker als die Veränderungen des Geldvolumens.

Ein erheblicher Mangel der Geldnachfrage Theorie besteht allerdings darin, daß sie sich vielfach in einer Theorie der Kassenhaltung erschöpft. Für eine wachsende Wirtschaft und für die Geldpolitik in der wachsenden Wirtschaft ist es viel weniger bedeutsam, warum Geld gehalten, sondern weshalb zusätzliches Geld nachgefragt wird. Die Kassenhaltungstheorie legt die Betonung zu sehr auf den Tatbestand des Haltens von Geld, obwohl Geld nur deswegen gehalten wird, um es nicht zu halten, das heißt um es auszugeben. Das Transaktionsmotiv soll dies zwar zum Ausdruck bringen, doch kann es in seiner traditionellen Form nur schwer erklären, warum die Geldnachfrage im Zeitablauf ständig steigt.

Zusätzliche Finanzierungsmittel gelangen meist auf dem Weg einer Kreditnahme in den Wirtschaftsprozess. In der Kreditnahme kann eine Nachfrage nach Geld gesehen werden. Zusätzliches Geld wird — von wenigen Ausnahmefällen abgesehen — aber nicht nachgefragt, um die Kassenhaltung zu erhöhen, sondern um es für Käufe zu verwenden. Hinter der Kreditnachfrage stecken Ausgabemotive — in der Regel für eine Ausgabe für Güter und Dienste.

In der heutigen Wirtschaft sind die Gründe für die vermehrte Nachfrage nach Finanzierungsmitteln meist in steigenden Kosten der Produktionsfaktoren (Lohnerhöhungen und Importpreissteigerungen) oder in Investitionschancen zu suchen. So erfordern beispielsweise Lohnerhöhungen oder eine erhöhte Investitionsneigung gesamtwirtschaftlich (bei konstanter Umlaufgeschwindigkeit) eine Ausweitung der Geldmenge, wenn das bisherige Beschäftigungsniveau nicht unterschritten werden soll. Hieraus ergibt sich, warum in der heutigen Wirtschaft mit einer ständigen Verlagerung der Geldnachfragekurve nach rechts ge-

²⁷ Vgl. C. Köhler: Potentialorientierte Kreditpolitik, Berlin 1971, S. 11.

rechnet werden muß, wie dies in Schaubild 2 bereits zum Ausdruck gebracht wurde.

Ob und inwieweit die erhöhte Geldnachfrage befriedigt wird, hängt außer von der Geldpolitik von der Elastizität des Geldangebotes durch die Geschäftsbanken ab. Diese Elastizität wird, wie gezeigt, durch die verfügbare Sekundärliquidität bestimmt²⁸.

Die mit der zusätzlichen Kreditnachfrage verbundene Ausweitung der Geldmenge ist also nicht Ursache, sondern Folge einer angestrebten Nachfrageerhöhung²⁹. Sie erfolgt nicht, weil das nominelle Sozialprodukt gestiegen ist oder weil der Zins sinkt, sondern weil die Unternehmen und zum Teil auch private Haushalte zusätzliche Nachfrage entfalten wollen. Der Anstieg des nominellen Sozialproduktes ist erst eine Folge davon.

Aus diesem Grund ist es fraglich, ob die zusätzliche Nachfrage nach Finanzierungsmitteln unter das Transaktionsmotiv subsumiert werden sollte, das normalerweise in Abhängigkeit zum Sozialprodukt gesehen wird. Selbstverständlich kann man den Inhalt des Transaktionsmotivs ausweiten und es auf jede Geldnachfrage für Transaktionszwecke beziehen. Allerdings ist dann die Transaktionskasse nicht mehr aus dem Sozialprodukt erklärbar; die Geldnachfrage aus dem Transaktionsmotiv fällt mit der Geldnachfrage insgesamt zusammen.

Es erscheint daher insbesondere für wachsende Wirtschaften angebracht zu sein, die Faktoren, die eine Mehrnachfrage nach Geld bedingen, durch ein eigenes Motiv vom Transaktionsmotiv abzuheben. Es soll in Anlehnung an *Keynes* als Finanzierungsmotiv bezeichnet werden. *Keynes* hat in der Diskussion mit *Ohlin* ein zusätzliches Motiv der Geldnachfrage selbst vorgeschlagen, das er „finance motive“ nannte; doch ist dieses in der Literatur fast völlig unberücksichtigt geblieben³⁰. Auch hier geht es weniger um den Begriff als um den Tatbestand, daß die Ausweitung der Geldnachfrage und der Geldmenge auf diese Weise besser erklärt werden kann.

Daß auch monetäre Faktoren wie Zinshöhe und Kursentwicklung auf die angestrebte Nachfrageerhöhung einwirken, ist nicht zu bestreiten,

²⁸ Vgl. *Duwendag* u. a.: Geldtheorie und Geldpolitik, a.a.O., S. 166 ff.

²⁹ Vgl. auch *W. Graebner*: Direkte Kontrollen als Mittel der Geldpolitik, a.a.O., S. 11.

³⁰ Vgl. *J. M. Keynes*: Alternative Theories of the Rate of Interest. In: *Economic Journal*, Bd. 47, 1937, S. 246 f. *P. Davidson*: *Keynes's Finance Motive*. In: *Oxford Economic Papers*, Bd. 17, 1965, S. 47 ff.

doch sind sie quantitativ meist nur von untergeordneter Bedeutung. Es spricht einiges dafür, daß die Zinselastizität der Geldnachfrage in einem gegebenen Zeitpunkt relativ gering ist, das heißt, daß die Geldnachfragekurven ziemlich steil verlaufen; jedoch soll darauf nicht näher eingegangen werden. Für die Entwicklung der Geldnachfrage im Zeitablauf ist dies nämlich weniger bedeutsam als die Verlagerung der Geldnachfragekurven, die sich aus den genannten Gründen ergibt. Wenn dies zutrifft, so ist daraus zu folgern, daß es äußerst bedenklich ist, aus den Zeitreihen die Zinselastizitäten für Geldnachfrage und Geldangebot abzuleiten, wie dies vielfach in der Literatur geschieht.

Die angestrebte zusätzliche nominelle Nachfrage nach Produktionsfaktoren und Gütern wird zwar mit Geld finanziert. Die Finanzierungsmöglichkeiten sind aber nicht abhängig vom Geldbestand, sondern von der Liquidität³¹ der nachfragewilligen Wirtschaftssubjekte. Besonders deutlich wird dies bei Investitionsentscheidungen. Die Investitionen eines Unternehmens werden kaum von seinem aktuellen Geldbestand beeinflußt. Entscheidend ist vielmehr, daß es im Zeitpunkt der Zahlungsverpflichtung über entsprechende Gelder zu verfügen vermag. Bis zu diesem Zeitpunkt wird es vorhandene Geldbeträge in ertragbringenden Geldforderungen anlegen. Zu diesen kommt die (effektive oder vermeintliche) Verfügbarkeit über Kredite als Teil der einzelwirtschaftlichen Sekundärliquidität³² hinzu.

Gesamtwirtschaftlich hängt die Befriedigung einer zusätzlichen Geldnachfrage vor allem von der Sekundärliquidität des Bankensystems ab. Wenn, wie gezeigt, die Perioden relativer Preisstabilität in den 50er und 60er Jahren durch hohe Sekundärliquidität gekennzeichnet waren, so kann die damalige relative Preisstabilität nicht auf monetäre Ursachen, auf die Knappheit des Geldes, zurückgeführt werden.

Das ist eine geldpolitisch äußerst wichtige Erkenntnis. Offensichtlich hat sich in diesen Jahren die Nachfrage nur in einem Umfang ausgedehnt, der der Ausweitung des Gütervolumens weitgehend entsprach, ohne daß dies durch eine Beschränkung der (potentiellen) Geldmengenerweiterung erzwungen wurde und ihrer überhaupt bedurfte. Es waren realwirtschaftliche Faktoren, die den Anstieg des Nachfrage- und Geld-

³¹ Vgl. *W. Neubauer*: Strategien, Techniken und Wirkungen der Geld- und Kreditpolitik, Göttingen 1972, S. 48 f.

³² Vgl. *E. Kreuzaler*: Der konjunkturpolitische Handlungsspielraum der Deutschen Bundesbank und seine Ausnutzung im Wachstumszyklus 1963/67, Diss. Freiburg 1969, S. 19 f.

volumens in Grenzen hielten und nicht das Geldangebot. Das läßt sich mit Hilfe von Kreislauf- und Verteilungszusammenhängen auch durchaus erklären, worauf hier allerdings nicht näher eingegangen werden kann. Die Nachfrage der privaten Haushalte kann im allgemeinen nicht über ihr Einkommen hinausgehen, so daß von dieser Seite her keine Preissteigerungen auftreten können, wenn sich die Expansion der privaten Einkommen, insbesondere der Lohneinkommen, in den güterwirtschaftlich gesetzten Grenzen bewegt.

Die Investitionen der Unternehmen richten sich auch nicht nach den potentiellen Möglichkeiten der Ausweitung der Geldmenge über Kredite, sondern nach den Absatzchancen, dem technischen Fortschritt und der begrenzten Verschuldensfähigkeit der einzelnen Investoren. Preissteigerungen, die auf Nachfrageüberhängen beruhen, erhöhen allerdings vielfach die Absatzchancen, so daß die Investitionsbereitschaft selbst dann wächst, wenn die Zinsen steigen. Dabei ist zu berücksichtigen, daß der Realzins nicht mit dem Nominalzins steigt, unter Umständen sogar absolut sinkt oder negativ wird. Auch damit ist wieder vereinbar, daß die Zinselastizität der Investitionen in einem gegebenen Zeitpunkt, wie verschiedene Untersuchungen zeigen, relativ gering ist.

Insgesamt ergibt sich mithin, daß ein stabiles Preisniveau nicht unbedingt einer Beschränkung des (potentiellen) Geld- und Kreditangebotes bedarf und daß Stabilitätspolitik mindest ebenso Nachfragepolitik wie Geldmengenpolitik sein muß.

IV. Folgerungen für die Geldpolitik

Damit sind bereits erste Folgerungen für die Geldpolitik gezogen. Ohne weiteres sind Geldsysteme konstruierbar, in denen die Zentralbank die vollständige Kontrolle über die Zentralbankgeldmenge besitzt. Die heutigen Geldsysteme weichen aber trotz des Übergangs zu flexiblen Wechselkursen noch relativ stark von solchen Systemen ab — in den USA allerdings weniger als in den meisten europäischen Ländern. Ob nicht Systeme einer vollständigen Zentralbankgeldkontrolle durch eine starke Inelastizität gekennzeichnet wären und überhaupt die Voraussetzungen für ihr Funktionieren im realwirtschaftlichen Bereich in der Wirklichkeit geschaffen werden könnten, sei dahingestellt.

Unter den derzeit zumindest in Europa geltenden Bedingungen stehen die Zentralbanken vor der Notwendigkeit, nicht nur Geldmengenzpolitik, sondern auch Liquiditätspolitik betreiben zu müssen, wenn sie erfolgreich sein wollen. Unter Liquiditätspolitik ist dabei eine Politik zur Beeinflussung und Steuerung der Sekundärliquidität der Banken zu verstehen.

Es ist ein Irrtum, wenn behauptet wird, daß sich die Bundesbank in den letzten Jahren von der früheren Liquiditätspolitik abgewandt habe und zur Geldmengenzpolitik übergegangen sei. Die Bundesbank hat höchstens gewisse Gewichtsverlagerungen vorgenommen; denn Geldpolitik ist und bleibt stets Liquiditätspolitik³³, selbst wenn sie sich an den Veränderungen der Zentralbankgeldmenge als einer Zwischenzielvariablen orientiert. Eine Mindestreserveerhöhung hat zum Beispiel nicht die Aufgabe, die Zentralbankgeldmenge zu vermindern, sondern einen potentiellen, nicht erwünschten Anstieg dieser Geldmenge aufgrund vorhandener zu starker Sekundärliquidität zu unterbinden. Eine Mindestreservesenkung erhöht nicht die Zentralbankgeldmenge, sondern die Sekundärliquidität; sie gibt den Banken lediglich die Möglichkeit, die Geldmenge über zusätzliche Kreditgewährung auszudehnen. Ob es dazu (in vollem Umfang) kommt, ist keineswegs sicher, wie die Erfahrungen mit den expansiven Maßnahmen vor allem in Rezessionszeiten zeigen. Ähnliches gilt für die anderen Instrumente der Geldpolitik.

Das Vorhandensein von Sekundärliquidität erfordert, daß die Geldpolitik stets ihr Augenmerk auch auf sie konzentrieren muß³⁴, da sie ein Maß ist für die potentielle Ausweitung der Zentralbankgeldmenge. „Sicher kann die Notenbank neben der Bankenliquidität auch die Zentralbankgeldmenge als monetären Indikator heranziehen. Die Bankenliquidität als Indikator für den monetären Expansionspielraum (zukunftsbezogene Betrachtung) und die Zentralbankgeldmenge als Indikator für die gewesene Expansion (vergangenheitsbezogene Betrachtung). ... Entscheidender als Steuergröße bleibt allerdings die Bankenliquidität³⁵.“

³³ Vgl. K. Klasen: Grenzen der Geldpolitik. In: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 69, 1975, S. 1. C. Köhler: Probleme der Zentralbankgeldmengenzsteuerung, a.a.O., S. 22 ff.

³⁴ Vgl. Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken, a.a.O., S. 19.

³⁵ Rüdiger Pohl: Die dritte Phase der Geldpolitik. Diskussionspapiere der Fakultät für Wirtschaftswissenschaften, Hannover 1976, S. 15 f. Siehe auch: ders.: Grundzüge einer liquiditätstheoretischen Konzeption für die Zentral-

Einfache Regeln wie bei der Geldmenge lassen sich allerdings für die Beeinflussung der Sekundärliquidität nicht aufstellen. Das hängt damit zusammen, daß die Sekundärliquidität der Banken das elastische Auf-fangbecken überschüssigen (potentiellen) Zentralbankgeldes, zugleich aber auch das Reservoir zur Befriedigung zusätzlicher Geldnachfrage ist. Eine Verkennung dieses Wesens der Sekundärliquidität liegt bei-spielsweise vor³⁶, wenn aus der Quote der freien Liquiditätsreserven und den Veränderungen dieser Quote in ähnlich mechanistischer Weise ein Indikator konstruiert wird wie bei der (bereinigten) Geldbasis. Die Indikatoreigenschaften der freien Liquiditätsreserven müssen völlig anders gesehen werden³⁷. Dabei muß auch berücksichtigt werden, daß offensichtlich in starkem Maße psychologisch bedingte Verhaltensschwankungen der Banken darauf einwirken, welches Sekundärliqui-ditätsvolumen im Konjunkturablauf als für eine potentielle Geldmen-genexpansion frei verfügbar angesehen wird.

Generell kann man sagen, daß es Aufgabe der Zentralbank sein sollte, die Sekundärliquidität der Banken nicht über einen Umfang hinaus steigen zu lassen, der entsprechend den jeweiligen konjunkturellen Gegebenheiten als bedenklich angesehen werden muß³⁸. Das ist zu-mindest bei festen Wechselkursen nicht stets erreichbar. Aber auch bei flexiblen Wechselkursen ist, wie die Erfahrungen zeigen, die Sekun-därliquidität eine Größe, die nicht vernachlässigt werden kann. Die geldpolitischen Instrumente sind so zu gestalten, daß sie auch dem liquiditätspolitischen Ziel entsprechen³⁹.

Von besonderer Bedeutung für die Geldpolitik und ihren Wirkungsbereich ist der bereits erwähnte Umstand, daß die Begrenzung der Geldmenge für Preisstabilität nicht notwendige, und daß eine expansive Geldpolitik in einer Rezession keine hinreichende Bedingung zur Ziel-erreichung ist. Hieraus folgt, daß eine Nachfragepolitik neben der Geld-

bankpolitik. Und: Geldbasis versus Liquiditätsbasis. In: Geldpolitik kontro-vers, Köln 1973, S. 21 ff. und S. 94 ff.

³⁶ Vgl. *M. J. M. Neumann*: Bank Liquidity and the Extended Monetary Base as Indicators of German Monetary Policy. Proceedings of the First Konstanzer Seminar. Kredit und Kapital, Beiheft 1, Berlin 1972, S. 189 ff.

³⁷ Zu ihrer Problematik vgl. auch *H. H. Francke*: Bankenliquidität und Zins als Orientierungsvariable der Geldpolitik, Berlin 1975, S. 27 ff.

³⁸ Ein Beispiel ist die Mindestreserveerhöhung im Jahre 1976, die ledig-lich dazu diente, einen Teil der als zu hoch erachteten freien Liquiditäts-reserven der Banken abzuschöpfen. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bun-desbank, Mai 1976, S. 5 ff.

³⁹ Auf diese Fragen ist der Verfasser an anderer Stelle eingegangen. Vgl. Geldpolitik als Liquiditätspolitik, a.a.O., S. 373 ff.

politik betrieben werden muß, sofern man nicht den Traum von der immanenten Stabilität des privaten Sektors für die Realität hält.

Finanz- und Einkommenspolitik sind daher wenigstens genauso wichtig wie die Geldpolitik. Es ist äußerst gefährlich, der Geldpolitik die stabilitätspolitische Aufgabe allein zu überlassen. Restriktive Geldpolitik kann zwar, wenn sie durch Abbau der Sekundärliquidität die Zentralbankgeldmenge in die Hand bekommt, einen weiteren expansiven Prozeß unterbinden, aber unter den in der Realität heute gegebenen Bedingungen nur mit den hohen sozialen Kosten einer Rezession. Expansive Geldpolitik ist ohne die nachfragewirksame Unterstützung durch die Finanzpolitik weitgehend machtlos. Die Portfoliotheorie hat keineswegs das Gegenteil bewiesen, sondern lediglich Modifikationen zu den Wirkungszusammenhängen beigetragen.

V. Zusammenfassung der Ergebnisse

Die Liquiditätstheorie des Geldes versucht, aufbauend auf empirischen Beobachtungen die große Bedeutung der Sekundärliquidität in der Geldtheorie zu berücksichtigen und daraus Schlußfolgerungen für die Geldpolitik abzuleiten. Die folgenden Aspekte erscheinen besonders bedeutsam:

1. Es erweist sich als notwendig, zwischen Geld in der Abgrenzung von M_1 und Sekundärliquidität strikt zu unterscheiden. Unter Sekundärliquidität sind dabei die Aktiva und Kreditaufnahmemöglichkeiten zusammengefaßt, die kurzfristig und ohne wesentliche Kosten (Verluste) zu Verfügbarkeit über Geld führen.

2. Die Geldmenge wird — wenigstens unter institutionellen Voraussetzungen, wie sie in der Bundesrepublik und in anderen europäischen Ländern gegeben sind — in der Regel nicht durch das Geldangebot, sondern durch die Geldnachfrage bestimmt. Hieraus folgt, daß die Geldmenge nicht, wie von monetaristischer Seite behauptet wird, der das Preisniveau und die Nachfrage determinierende Faktor ist. Das schließt nicht aus, daß durch eine Begrenzung des Geldangebotes über eine weitgehende Beseitigung der Sekundärliquidität auch der Nachfrageanstieg begrenzt werden kann. Die Geldangebotstheorie muß zu einer Liquiditätstheorie in dem Sinne ausgebaut werden, daß neben dem Geld die Sekundärliquidität als zentraler Bestimmungsfaktor berücksichtigt wird.

3. Die Sekundärliquiditätssätze bilden die Zinsuntergrenze. Die Verfügbarkeit von Sekundärliquidität gibt den Banken jedoch die Möglichkeit, die Geldmenge an die Geldnachfrage elastisch anzupassen, soweit die Geldnachfrager bereit sind, die entsprechenden Zinssätze zu zahlen.

4. Die Geldnachfrage läßt sich nicht zureichend mit den traditionellen keynesschen Motiven erklären. Da in modernen Volkswirtschaften eine breite Skala von kurzfristigen, zinsertragbringenden Geldanlageformen zur Verfügung steht, die kein Kursrisiko einschließen und elastisch dem individuellen Geldbedarf angepaßt werden können, besitzt das Spekulationsmotiv für die Geldnachfrage faktisch keine Bedeutung. Es erscheint angebracht, neben dem Transaktionsmotiv ein weiteres Motiv zu berücksichtigen, das den Zuwachs der Geldnachfrage aus der beabsichtigten meist realwirtschaftlich bedingten Erhöhung der Nachfrage auf den Güter- und Faktormärkten ableitet. Es wird als Finanzierungsmotiv bezeichnet.

5. An die Stelle der keynesschen tritt eine neue Art von Liquiditätsfalle. Nach unten paßt sich die Geldmenge über das Ausweichen der Banken in Sekundärliquidität und die Tilgung von Krediten durch die Nicht-Banken an den Geldbedarf an.

6. Für die Geldpolitik ergibt sich, daß sie über die Geldmengenpolitik hinaus Liquiditätspolitik sein muß.

Zusammenfassung

Liquiditätstheorie des Geldes als Gegenkonzept zum Monetarismus

Die Liquiditätstheorie des Geldes versucht, aufbauend auf empirischen Beobachtungen die große Bedeutung der Sekundärliquidität in der Geldtheorie zu berücksichtigen und daraus Schlußfolgerungen für die Geldpolitik abzuleiten. Die folgenden Aspekte erscheinen besonders bedeutsam:

Es erweist sich als notwendig, zwischen Geld in der Abgrenzung von M_1 und der Sekundärliquidität strikt zu unterscheiden. Unter Sekundärliquidität sind dabei die Aktiva und Kreditaufnahmemöglichkeiten zusammengefaßt, die kurzfristig und ohne wesentliche Kosten (Verluste) zu Verfügbarkeit über Geld führen.

Die Geldmenge wird — wenigstens unter institutionellen Voraussetzungen, wie sie in der Bundesrepublik und in anderen europäischen Ländern gegeben sind — in der Regel nicht durch das Geldangebot, sondern durch die Geldnachfrage bestimmt. Hieraus folgt, daß die Geldmenge nicht, wie von monetaristischer Seite behauptet wird, der das Preisniveau und die Nachfrage

determinierende Faktor ist. Das schließt nicht aus, daß durch eine Begrenzung des Geldangebotes über eine weitgehende Beseitigung der Sekundärliquidität auch der Nachfrageanstieg begrenzt werden kann. Die Geldangebotstheorie muß zu einer Liquiditätstheorie in dem Sinne ausgebaut werden, daß neben dem Geld die Sekundärliquidität als zentraler Bestimmungsfaktor berücksichtigt wird.

Die Sekundärliquiditätssätze bilden die Zinsuntergrenze. Die Verfügbarkeit von Sekundärliquidität gibt den Banken jedoch die Möglichkeit, die Geldmenge an die Geldnachfrage elastisch anzupassen, soweit die Geldnachfrager bereit sind, die entsprechenden Zinssätze zu zahlen.

Die Geldnachfrage läßt sich nicht zureichend mit den traditionellen keynesschen Motiven erklären. Da in modernen Volkswirtschaften eine breite Skala von kurzfristigen, zinsertragbringenden Geldanlageformen zur Verfügung steht, die kein Kursrisiko einschließen und elastisch dem individuellen Geldbedarf angepaßt werden können, besitzt das Spekulationsmotiv für die Geldnachfrage faktisch keine Bedeutung. Es erscheint angebracht, neben dem Transaktionsmotiv ein weiteres Motiv zu berücksichtigen, das den Zuwachs der Geldnachfrage aus der beabsichtigten meist realwirtschaftlich bedingten Erhöhung der Nachfrage auf den Güter- und Faktormärkten ableitet. Es wird als Finanzierungsmotiv bezeichnet.

An die Stelle der keynesschen tritt eine neue Art von Liquiditätsfalle. Nach unten paßt sich die Geldmenge über das Ausweichen der Banken in Sekundärliquidität und die Tilgung von Krediten durch die Nicht-Banken an den Geldbedarf an.

Für die Geldpolitik ergibt sich, daß sie über die Geldmengenpolitik hinaus Liquiditätspolitik sein muß.

Summary

The Liquidity Theory of Money as an Alternative to Monetarism

The liquidity theory of money sets out, on the basis of empirical observations, to make allowances for the great importance of secondary liquidity in monetary theory and to derive conclusions for monetary policy. The following aspects appear to be particularly significant:

It is shown to be necessary to draw a sharp distinction between money as defined by M_1 and secondary liquidity, where secondary liquidity embraces assets and borrowing potential capable of leading to availability of money at short notice and without significant costs (losses).

The quantity of money is determined — at least with institutional arrangements such as those prevailing in the Federal Republic of Germany and other European countries — as a rule, not by the supply of money, but by the demand for money. From this follows that, contrary to the assertions of the monetarists, the quantity of money is not the determining factor for the price level and demand. This does not preclude the possibility that by limiting the supply of money the rise in demand can likewise be limited via far-reaching elimination of secondary liquidity. The money supply theory

must be developed into a liquidity theory in the sense that, in addition to money, secondary liquidity must be taken into account as a central determinant.

The secondary liquidity rates constitute the lower interest rate limit. The availability of secondary liquidity, however, enables the banks to adjust flexibly to demand for money to the extent that those demanding money are willing to pay the appropriate interest rates.

The demand for money cannot be adequately explained by the traditional Keynesian motives. Since in a modern economy there is a broad range of short-term, interest-bearing forms of investing money which involve no price risk and can be adjusted flexibly to individual money needs, the speculative motive is, in fact, of no significance for the demand for money. It seems advisable to take into account, in addition to the transaction motive, a further motive which derives the growth of money demand from the intended increase in demand on the goods and factor markets, which is mostly oriented to real assets. It is designated the financing motive.

A new type of liquidity trap replaces the Keynesian one. Towards the lower end of the scale, the quantity of money adjusts itself to the demand for money via recourse by the banks to secondary liquidity and repayment of credits by non-bankers.

With regard to monetary policy it proves that over and above money quantity policy there must be liquidity policy.

Résumé

La théorie de la liquidité de la monnaie comme contrepoids au monétarisme

La théorie de la liquidité de la monnaie tente, en se fiant à des observations empiriques, d'établir l'importance énorme de la liquidité secondaire dans la théorie monétaire et d'en induire des conclusions pour la politique monétaire. Les aspects suivants paraissent particulièrement significatifs:

Il est indispensable d'établir une stricte distinction entre la monnaie dans sa délimitation de M_1 et la liquidité secondaire. Celle-ci comprend les actifs et les possibilités de recours au crédit qui permettent de disposer de fonds à bref délai et sans frais élevés (pertes).

A tout le moins dans les conditions institutionnelles que connaissent la République fédérale et d'autres Etats européens, la masse monétaire n'est normalement pas définie par l'offre monétaire, mais l'est par la demande. Il s'ensuit que la masse monétaire n'est pas, contrairement à ce que prétendent les monétaristes, le facteur déterminant du niveau des prix et de la demande. Ceci n'exclut pas la possibilité de contenir l'augmentation de la demande en limitant l'offre monétaire par une suppression notable de la liquidité secondaire. La théorie de l'offre monétaire doit se développer en une théorie de la liquidité qui retienne comme facteurs de décision parallèlement à la monnaie la liquidité secondaire.

Les coefficients de liquidité secondaire forment le plancher des taux d'intérêt. La disponibilité de liquidité secondaire donne néanmoins aux banques le moyen d'ajuster souplement le volume monétaire à la demande, pour autant que les demandeurs soient disposés à supporter les taux d'intérêt correspondants.

La demande monétaire ne s'explique pas de manière convaincante par les motifs keynesiens traditionnels. Comme les économies modernes offrent un large éventail de placements monétaires lucratifs à court terme qui excluent tout risque de cours et qui s'adaptent aisément aux besoins monétaires individuels, le motif de spéculation est en fait sans signification pour la demande monétaire. Il y a donc lieu de prendre en considération, outre le motif de transaction, un autre motif induisant la croissance de la demande monétaire des anticipations d'augmentation — le plus souvent stipulées par l'économie réelle — de la demande des marchés des biens et des facteurs. On le désigne comme motif de financement.

Un nouveau piège de liquidités remplace le keynesien. La masse monétaire s'ajuste vers le bas à la demande par l'appel des banques aux liquidités secondaires et par l'amortissement des prêts des particuliers.

Il découle de ce qui précède qu'au-delà d'une politique de la masse monétaire, la politique monétaire doit être une politique de liquidité.