

## Neuere Erfahrungen der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland\*

Von Helmut Schlesinger, Frankfurt/M.

Die Geldpolitik ist in den letzten Jahren stark in den Vordergrund des wirtschaftspolitischen Interesses gerückt. Neben der Renaissance der Geldtheorie hat hierzu vor allem die weltweite Beschleunigung der Inflationstendenzen beigetragen, deren Bekämpfung sich in allen westlichen Ländern im Interesse der Aufrechterhaltung eines freiheitlichen Wirtschafts- und Gesellschaftssystems immer dringlicher stellte, wobei die Anwendung anderer wirtschaftspolitischer Mittel (Fiskalpolitik, Preis- und Lohnpolitik) immer weniger den anstehenden Aufgaben gewachsen erschien. In der Bundesrepublik kam hinzu, daß die Bundesbank seit dem Frühjahr 1973 einen neuen, größeren Aktionsradius durch den Übergang zum Floating vorfand. Man hat in diesem Zusammenhang oft von einer „neuen Geldpolitik“ gesprochen. Ich halte das allerdings für einen übertriebenen Ausdruck. Die Endziele und die Instrumente der Geldpolitik sind die alten geblieben. Aber die Bundesbank ist dazu übergegangen, ein Zwischenziel für ihre Politik zu formulieren und der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge stärkere Beachtung zu schenken.

Die besondere Stellung der Geldpolitik in der Inflationsbekämpfung, aber auch ihre Verantwortlichkeit für inflationäre Entwicklungen, beruht vor allem darauf, daß sie an einer notwendigen, wenn auch nicht hinreichenden Bedingung des Inflationsprozesses ansetzt, nämlich einer gemessen an den realen Produktionsmöglichkeiten zu starken Ausweitung der Geldmenge. Denn unabhängig davon, woher ein Anstoß zu Preissteigerungen auch kommt, auf mittlere Frist kann sich die Inflation ohne entsprechende Ausweitung der Geldbestände nicht fortsetzen, da die Ausweichmöglichkeiten der Wirtschaft auf Geldsurrogate begrenzt sind und auch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes mittelfristig nicht stark variiert.

---

\* Deutsche Fassung des dem „7. Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy“ im Juni 1976 vorgelegten Papiers.

Geld ist in der Wirtschaft von heute eine Verbindlichkeit der Banken, der Notenbank sowie der Geschäftsbanken und damit letztlich das Produkt von Kreditakten. Freilich sind beide Formen der Geldschaffung wirtschaftspolitisch nicht gleichrangig: Eine Geldschöpfung der Geschäftsbanken ist ohne Bereitstellung von Zentralbankgeld nicht möglich, da sie in aller Regel mit einem wachsenden Bedarf an Bargeld und mit einem Anstieg der bei der Notenbank zu unterhaltenden Pflichteinlagen einhergeht. Das Monopol der Zentralbankgeldschöpfung, das der Notenbank vorbehalten ist, bestimmt ihre dominierende Rolle im Geldschöpfungsprozeß. Sie kann freilich nur dann zum Tragen kommen, wenn die Notenbank ihre eigene Geldschöpfung unter Kontrolle hat, also nicht gegen ihren Willen gezwungen ist, Zentralbankgeld zu schaffen, z. B. dadurch, daß sie staatliche Defizite finanzieren muß, am Devisenmarkt zu intervenieren hat oder ein bestimmtes Zinsniveau an den Kreditmärkten aufrechterhalten muß, um nur einige dieser Nebenfunktionen zu erwähnen, die für viele Notenbanken in der Welt leider zu Hauptfunktionen geworden sind.

### **I. Veränderte Rahmenbedingungen für die Geldpolitik seit Frühjahr 1973**

Die Kreditgewährung an den Staat, der klassische Fall der unfreiwilligen Zentralbankgeldschöpfung, hat in der Bundesrepublik bisher keine große Rolle gespielt. Gegen diesen Mißbrauch der Geldschöpfungsmacht enthält unsere Geldordnung wichtige Einschränkungen, was vor dem Hintergrund zweier staatsfinanzierter Inflationen, die praktisch zum vollen Verlust der Geldvermögen führten, nur allzu verständlich ist. Die Bundesbank darf Direktkredite an den Bund und die Länder nur in begrenzten Beträgen und nur für kurze Zeit gewähren. Eine indirekte Kreditgewährung könnte in einem Kauf von Staatspapieren gesehen werden, jedoch ist dies nur aus geldpolitischen Gründen, d. h. zur Regulierung der Bankenliquidität erlaubt, nicht zum Zwecke der Defizitfinanzierung, wenngleich die Grenze hier nicht immer ganz scharf zu ziehen ist.

Das Haupthindernis, das einer effizienten Geldpolitik der Bundesbank lange Zeit im Wege stand, lag in der Interventionsverpflichtung zugunsten des US-\$, die gleichbedeutend war mit der Verpflichtung zur Schöpfung jeder beliebigen Menge an aktuellem oder potentielltem Zentralbankgeld, sobald der Dollar seinen unteren Interventionspunkt erreicht hatte. Die Devisenzuflüsse nahmen zeitweilig einen solchen Umfang an,

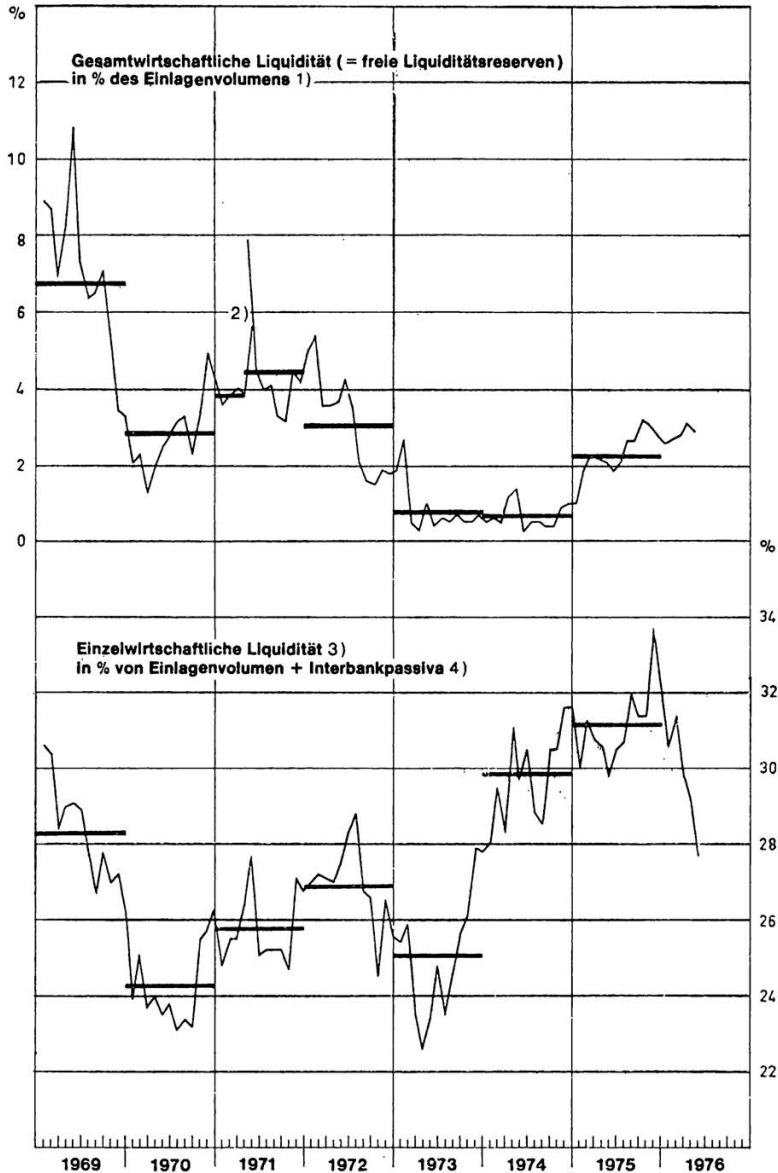
daß jede konsequente Kreditrestriktion, wie sie der konjunkturellen Lage bei sich beschleunigenden Preissteigerungen angemessen gewesen wäre, unterlaufen werden konnte. Es wurde zwar vielfach versucht, die Ausweitung der Bankenliquidität zu kompensieren, aber die gleichzeitige Zunahme des Geldvolumens der Wirtschaft war praktisch nicht mehr rückgängig zu machen.

Erst der Übergang zum Floaten im März 1973 ermöglichte wieder eine Steuerung der Geldmenge nach eigenen Bedürfnissen. Es verwundert daher nicht, daß dieses Ereignis mit der oben erwähnten Zäsur in der geldpolitischen Linie zusammenfällt. Die Interventionsverpflichtung zugunsten des US-\$ ist zwar nicht voll entfallen, sondern von einer Interventionspflicht im Rahmen des Europäischen Wechselkursverbundes abgelöst worden. Die geldpolitische Autonomie der Bundesbank ist deshalb in dieser Hinsicht auch jetzt alles andere als vollkommen. Bisher bewegten sich die aus dem Blockfloating resultierenden Devisenzuflüsse jedoch nicht in Größenordnungen, die eine kompensatorische Geldmengensteuerung nicht hätte bewältigen können. Die Währungsunruhen von Februar und März 1976, als die Bundesbank für nahezu 9 Mrd. DM Schlangen-Währungen aufnehmen mußte, zeigen andererseits, daß auch diese Interventionsgemeinschaft leicht zu einem Hindernis für die effiziente Geldpolitik werden kann.

## II. Institutionelle Rahmenbedingungen der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland

Im Zuge der Restriktionspolitik 1973/74 schien es der Bundesbank erforderlich, die freien Liquiditätsreserven der Banken, das sind liquide Aktiva, die jederzeit in Zentralbankgeld umgewandelt werden können — z. B. Geldmarktpapiere und unausgenutzte Rediskontkontingente —, weitgehend zu beseitigen. Freie Liquiditätsreserven geben den Banken eine Art „autonomen Expansionspielraum“, ein quasi-automatisches Rückgriffsrecht auf Zentralbankgeld. Die Höhe der freien Liquiditätsreserven signalisiert damit gewissermaßen die Länge des Zügels, an dem die Bundesbank die Kreditinstitute führt. Dieser Zügel mußte in der Restriktion sehr kurz gehalten werden, um die Politik der Bundesbank durchzusetzen. Die Bundesbank hatte nämlich die Erfahrung gemacht, daß die Banken seit Anfang der 70er Jahre, im Gegensatz zu ihrem früheren Verhalten, immer weniger auf eine Einschränkung ihrer freien Liquiditätsreserven mit einer Änderung ihrer Ausleihpolitik reagierten.

**Abbildung 1**  
**Gesamtwirtschaftliche und einzelwirtschaftliche**  
**Liquidität im deutschen Bankensystem\*)**



\*) Jahresdurchschnitte und Monatsendstände bzw. -im oberen Teil - ab stat. Bruch Monatsdurchschnitte.- 1) Sicht-, Termin- und Spareinlagen bis unter 4 Jahren von Nichtbanken und ausländischen Kreditinstituten.- 2) Vor Mai 1971 hilfsweise alte Definition (Lombardkredite als Vorbelastung der Liquidität gegengerechnet!) abzügl. Geldmarktanlagen im Ausland.- 3) Kassenbestand, Schecks und Inkassopapiere, BBk-fähige Wechsel, Forderungen an Kreditinstitute bis 1 Jahr einschl., Schatzwechsel und U-Schätze.- 4) Einlagen von inländischen Kreditinstituten bis unter 4 Jahre.

Insbesondere konnte sie sich nicht mehr darauf verlassen, daß es die Banken für unumgänglich hielten, einen bestimmten Mindestbetrag an freien Liquiditätsreserven nicht zu unterschreiten, wie dies früher zu beobachten gewesen war.

Die Entscheidung einer Bank, zusätzliche Kredite zu gewähren, hängt ja nicht primär von ihrer Ausstattung mit „freien Liquiditätsreserven“, also von dem Bestand an rediskontierbaren Wechseln und sonstigen an die Bundesbank jederzeit abtretbaren Aktiva ab, sondern von der Einschätzung ihrer betriebswirtschaftlichen Liquidität, die ein sehr viel weiteres Spektrum von liquiden Aktiva umfaßt; u. a. rechnen hierzu die kurzfristigen Forderungen an andere Kreditinstitute im In- und Ausland, also Aktiva, die die Kreditinstitute autonom zu schaffen vermögen und deren Ausweitung auch nicht durch eine Reservspflicht für die Schuldner dieser Aktiva begrenzt ist. Bezeichnenderweise ist diese einzelwirtschaftliche Liquidität schon von 1970 bis 1972, aber besonders von 1973 bis 1975, sehr viel stärker ausgeweitet worden als die „freien Liquiditätsreserven“ (vgl. Schaubild 1). Das Liquiditätsgefühl der Banken — wie das jedes Wirtschaftssubjektes — ist aber nicht nur von der Höhe der liquiden Aktiva im Vergleich zu ihren Verbindlichkeiten, sondern auch davon abhängig, inwieweit neben der Verwertung der liquiden Aktiva Liquidität im Kreditwege beschafft werden kann. Die Ausweitung des Bankengeldmarktes im Inland und im Ausland — allein der Euro-Bankengeldmarkt weitete von Ende 1970 bis Ende 1973 sein Volumen um das  $2\frac{1}{2}$ fache aus<sup>1</sup> — mußte die Vorstellung verstärken, daß Liquiditätsprobleme kaum existierten. Um so dringlicher war es, den inländischen Banken die einzige Grenze ihres Expansionspielraumes, die sie letztlich nicht selbst bestimmen können, die Knappheit an Zentralbankgeld, vor Augen zu führen. Die Bundesbank war sich dabei bewußt, daß sie dies nicht allein durch die Reduktion der „freien Liquiditätsreserven“ in Richtung Null tun konnte, sondern daß es dazu insbesondere jenes Signals bedurfte, das alle Banken — unabhängig von ihrer eigenen Liquiditätseinschätzung — verstehen, nämlich eine kräftige Verteuerung des Notenbankkredits. Die Bundesbank war zwar auch in dieser Zeit bereit, Mittel auf dem Wege des „Sonderlombards“ und kurzfristiger Offenmarktgeschäfte über Wechsel mit Rückkaufvereinbarung bereitzustellen, teils aber nur zu Sätzen von 16 % in der Spitze. Voraussetzung einer solchen Politik war, daß die freien Liquiditätsreserven in die Nähe von Null zurückgeführt waren, was im März 1973 praktisch erreicht war.

---

<sup>1</sup> Vgl. 46. Jahresbericht der BIZ, S. 84.

Als sich die Bundesbank später um eine Stimulierung des Geldschöpfungsprozesses bemühte, hat sie wieder freie Liquiditätsreserven zugelassen, ja bewußt geschaffen, um das monetäre Wachstum zu beschleunigen. Diese Periode in der Bundesbankpolitik — die bis zum Frühjahr 1976 reichte — gab allerdings in theoretischer Hinsicht Grund zu Mißverständnissen. Zwischen dieser Politik der Liquiditätsreservenbildung und der „Liquiditätsquote nahe Null“ besteht kein Widerspruch. Freie Liquiditätsreserven sind für das reibungslose Funktionieren des Kreditwesens grundsätzlich nicht erforderlich. Daß es freie Liquiditätsreserven in der Bundesrepublik gibt, hängt zu einem guten Teil mit institutionellen Rahmenbedingungen zusammen, die historisch gewachsen und für unser Geldwesen charakteristisch sind. Es gibt zwar andere Länder, die beweisen, daß man ohne freie Liquiditätsreserven die Geldschöpfung der Banken relativ gut kontrollieren kann (USA, Schweiz). Aber es gibt noch mehr Länder die zeigen, daß man auch ohne freie Liquiditätsreserven der inflatorischen Geldausweitung freie Bahn lassen kann; in diesen Fällen deckt die Notenbank unmittelbar jeden aufkommenden Bedarf an Zentralbankgeld.

Es ist natürlich verständlich, daß mancher, der Geldtheorie vor allem auf Grund der US-amerikanischen Literatur studiert, mit dem deutschen Konzept der freien Liquiditätsreserven nicht ganz zu Rande kommt. Dabei wird beispielsweise übersehen, daß bei uns die Devisentransaktionen der Notenbank auch heute noch eine weit größere Rolle als Bestimmungsfaktor der Zentralbankguthaben der Banken spielen als in den USA. Die Zunahme der Zentralbankguthaben, die mit solchen Transaktionen bei Interventionspflicht verbunden ist, überschreitet u. U. weit das Maß dessen, was sich in unserem Land mit Mitteln der Feinsteuerung durch Offenmarktpolitik mit Nichtbanken — und bei langfristigen Titeln auch mit Banken — korrigieren ließe. Wir brauchen deshalb nach wie vor Mittel der Grobsteuerung — vor allem Änderungen der Mindestreservesätze und der Rediskontkontingente —, um notfalls stark angewachsene Zentralbankguthaben der Banken binden zu können, oder auch um umgekehrt den Banken — bei starken Devisenabflüssen — zusätzliche Mittel zur Verfügung zu stellen. Bis solche „groben“ Mittel eingesetzt werden können, vergeht aber Zeit. In dieser Zeitspanne üben die freien Liquiditätsreserven gleichsam eine Pufferfunktion aus; sie nehmen vorübergehend zu oder ab, ohne daß diese kurzfristigen Bewegungen sehr große Bedeutung haben müssen. Strategisch von Wichtigkeit ist freilich die Frage, welche Höhe die freien Liquiditätsreserven längerfristig

haben. Man kann die Bundesbankpolitik auf diesem Gebiet seit 1972 wohl dahingehend charakterisieren, daß sie den Spielraum für die etwas längerfristig vertretbare Höhe der freien Liquiditätsreserven viel geringer einschätzt als früher.

### III. Festlegung und Bekanntgabe eines monetären Wachstumszieles

Im Dezember 1974 hat die Bundesbank erstmals ein quantitatives geldpolitisches Ziel, die Zunahme der Zentralbankgeldmenge im Jahresverlauf 1975 um etwa 8%, festgelegt und öffentlich bekanntgegeben. Dieser Beschluß bedeutete in der gegebenen Ausgangslage, daß die Bank auf eine gewisse Beschleunigung der monetären Expansion hinwirken würde, denn bis dahin war das Wachstum der Zentralbankgeldmenge geringer. Andererseits aber sollte damit deutlich gemacht werden, daß weitere Fortschritte in der Inflationsbekämpfung angestrebt werden. Die Basis für diese Zielsetzung bildete die Erkenntnis, daß mittelfristig ein enger Zusammenhang zwischen der monetären Expansion und der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben besteht und daß die Geldpolitik in der Lage ist bzw. alles tun müßte, um in die Lage versetzt zu werden, das gesetzte Ziel zu erreichen. Wir haben darauf hingewiesen, daß die Festlegung eines monetären Wachstumsziels für die Zentralbankgeldmenge ein Experiment sei. Wir erwähnten, daß die Geldmenge, zumal kurzfristig, nicht eng auf einem vorgenommenen Richtkurs geführt werden kann. Die Nennung eines geldpolitischen Mengenziels erschien uns jedoch ein wichtiges Hilfsmittel, allen am Wirtschaftsprozess Beteiligten den stabilitätspolitisch begrenzten Rahmen für die Geldschöpfung der Notenbank vor Augen zu führen, um mehr Rationalität in die wirtschaftspolitischen Entscheidungen zu bringen. Letztlich geht es dabei darum, die Entscheidungen der Wirtschaftsgruppen besser zu koordinieren, besser auf eine stetige Wirtschaftsentwicklung hinzulenken und den Zwang zu vermindern, sich abzeichnende Fehlentwicklungen durch massive Gegenmaßnahmen korrigieren zu müssen, wobei dann leicht die Gefahr einer Überdosierung besteht. Natürlich hat die Geldpolitik letztlich keinen bestimmenden Einfluß darauf, ob und inwieweit der von ihr gesteckte monetäre Rahmen für eine Ausweitung der Produktion oder für Preis- und Kostenerhöhungen genutzt wird. Ob die Expansion eine Mengen- oder eine Preiskonjunktur sein wird oder eine Mischung aus beiden, liegt zu einem guten Teil am Verhalten des Staates und an den sozialen Gruppen. Der Zwang zu Kosten- und Preisdisziplin dürfte aber durch den Orientierungscharakter des Geldmengenziels zunehmen; ja die Er-

fahrung erlaubt sogar zu sagen, daß diese Zielformulierung mit dazu beitrug, einen weitgehenden „sozialen Konsens“ unter allen Gruppen zu erreichen, auch wenn hierfür andere Einflüsse wichtiger gewesen sein mögen.

In der Öffentlichkeit ist die Festlegung und Bekanntgabe eines monetären Wachstumsziels wie auch die geldpolitische Linie, wie sie in dem Beschluß vom Dezember 1974 zum Ausdruck kommt, jedenfalls weitgehend auf Zustimmung gestoßen. Der Beschluß wurde im großen und ganzen in dem geschilderten Sinne verstanden und respektiert. Diese Zustimmung und die Erfahrungen des Jahres 1975 ermutigten die Bundesbank, auch für 1976 ein Wachstumsziel für die Zentralbankgeldmenge festzulegen. Im Gegensatz zu 1975 ist das Ziel dieses Mal als Anstieg im Jahresdurchschnitt formuliert. Da die Veränderung der Zentralbankgeldmenge von Monat zu Monat zufallsbedingten Schwankungen unterliegt, können bei einem Verlaufsziel vorübergehende Einflüsse — die für sich genommen wenig besagen — das Ergebnis stärker tangieren, als das bei einem Durchschnittsziel zu erwarten ist. So hing die Tatsache, daß die Zentralbankgeldmenge von Ende 1974 bis Ende 1975 um 10% stieg, und nicht wie angestrebt um 8%, weitgehend mit der hohen — ja, wie sich später herausstellte, gemessen am Finanzbedarf erheblich zu hohen — Kreditaufnahme des Staates bei den Banken gegen Ende des Jahres zusammen. Da diese und damit auch die monetäre Expansion später deutlich nachließen, überzeichnet der Dezember-Vergleich die Grundtendenz der monetären Entwicklung im abgelaufenen Jahr. 1976 soll nach den Vorstellungen der Bundesbank die Zentralbankgeldmenge im Jahresdurchschnitt um 8% höher sein als im Jahresdurchschnitt 1975; da sie den letztgenannten Stand im Dezember 1975 bereits um 5,4% überschritten hat, muß sich ihr Wachstum im Verlauf dieses Jahres in engen Grenzen halten, um nicht wie im Vorjahr wieder über das Ziel hinauszuschießen. Die Entwicklungsrichtung konnte bisher annähernd eingehalten werden.

#### IV. Quantifizierung des Geldmengenzieles

In der Diskussion über Geldmengenziele spielt die Frage eine Rolle, auf welchen wirtschaftlichen Tatbestand sich die Festsetzung einer monetären Wachstumsrate stützen soll. Unsere Antwort auf diese Frage ist pragmatisch, d. h. sie wird von der im Zeitpunkt der Formulierung gegebenen und für das bevorstehende Jahr zu erwartenden wirtschaftlichen Lage bestimmt sowie von den damit verbundenen allgemeinen wirt-



schaftspolitischen Zielen. Anders ausgedrückt, wir sehen — im Gegensatz zu manchen Puristen auf diesem Gebiet — keine Möglichkeit, von der jeweiligen zyklischen Position der Wirtschaft abzusehen und die Geldpolitik aus ihrer antizyklischen Aufgabe zu entlassen<sup>2</sup>. Andererseits darf die Geldpolitik sich nicht mehr allein in der Rolle einer antizyklischen Gegensteuerung sehen; sie muß natürlich den mittelfristigen Aspekten mehr Gewicht beimessen als früher, um die Chance zur Eindämmung der zyklischen Ausschläge zu nutzen.

Bei der Bemessung des quantitativen Ziels hat die Bundesbank vor allem die folgenden vier Faktoren in ihr Kalkül einbezogen: das erwartete Wachstum des Produktionspotentials, die erwartete Änderung des Auslastungsgrades, den für unvermeidlich gehaltenen Preisanstieg und die erwartete Änderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Die Zielsetzung wird freilich nicht schon dadurch falsch, daß die Wachstumsmöglichkeiten kurzfristig nicht voll genutzt werden. Umgekehrt braucht auch das monetäre Wachstum nicht schon deshalb als zu stark angesehen zu werden, weil die Wirtschaft schneller als erwartet in die vorhandenen Kapazitäten hineinwächst. Die Frage ist im einen wie im anderen Falle, wie stark diese Abweichung der tatsächlichen Veränderung der Auslastung des Produktionspotentials vom erwarteten Wert durch eine ähnliche Abweichung in der Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes kompensiert wird. Um dies näher zu beleuchten, muß das zyklische Verhalten der Umlaufgeschwindigkeit in Erinnerung gerufen werden.

Unzweifelhaft ist, daß die Umlaufgeschwindigkeit mit dem Konjunkturverlauf schwankt, d. h. in der Rezession abnimmt und im Aufschwung wieder steigt. Erfahrungsgemäß nimmt sie dabei in Zeiten des Aufschwungs eher langsamer zu, als sie in der Rezession zurückgeht. Ohne diese Beobachtung schon für eine Gesetzmäßigkeit halten zu wollen, spricht doch manches dafür, daß die Umlaufgeschwindigkeit z. B. 1976 nicht in gleichem Maße steigen wird wie sie 1975 gesunken ist. Es handelt sich dabei — wie überhaupt bei der ganzen Entscheidung der

---

<sup>2</sup> So auch Claus Köhler: „Die Wirtschaftspolitik hat ... die Aufgabe, die wirtschaftliche Entwicklung nicht nur auf der vom Wachstum des Produktionspotentials vorgezeichneten Zuwachsrate zu halten, sondern die bestehenden Fehlentwicklungen zu beseitigen. Das bedeutet, Abweichung des Auslastungsgrades von der Normalauslastung und unvermeidliche Preissteigerungen sind zu berücksichtigen.“ (Probleme der Zentralbankgeldmengensteuerung, Arbeitspapiere des Instituts für empirische Wirtschaftsforschung, Heft 4, Berlin 1976, S. 10).

Umlaufgeschwindigkeit — nicht primär um ein eigenständiges Phänomen, sondern in hohem Maße um einen Reflex des Konjunkturverlaufs selbst und damit weithin um eine Parallele zur Änderung des Grades der Nutzung des Produktionspotentials der Wirtschaft, dessen Veränderung geradezu als ein Maßstab für den Konjunkturverlauf gilt.

Diese gemeinsame, wenn auch nicht ganz gleichartige Abhängigkeit der Nutzung der Geldbestände und der Nutzung des Produktionspotentials vom Konjunkturverlauf hat zur Folge, daß es bei der Festlegung des Geldmengenziels nicht so sehr darauf ankommt, den Konjunkturverlauf genau einzuschätzen. Fehleinschätzungen des Auslastungsgrades und der Umlaufgeschwindigkeit können dieselbe Ursache haben, und daher besteht die Chance, daß sich die Folgen dieser Fehleinschätzungen weitgehend selbst aufheben. Kommt es wie 1975 zu einem nicht vorhergesehenen Rückschlag (und Rückgang im Auslastungsgrad des Produktionspotentials), so wird aus diesem Grunde die verfügbare Geldmenge weniger genutzt; die Umlaufgeschwindigkeit sinkt, und das Geldmengenziel war trotzdem nicht falsch. Wird umgekehrt 1976 das reale Sozialprodukt wesentlich stärker als zunächst erwartet wachsen, so muß dies nicht Anlaß dafür sein, auch die Geldmenge stärker als geplant auszuweiten, denn voraussichtlich wird sich unter diesen Bedingungen auch die Umlaufgeschwindigkeit stärker als erwartet erhöhen. (Wohl aber wird man bei solchen Abweichungen nach einiger Zeit prüfen müssen, ob sie sich, wie vermutet, weitgehend ausgleichen und was daraus für die Zukunft resultiert.)

Bei der Ermittlung der Zielgröße sind daher letztlich im wesentlichen nur zwei Größen entscheidend: das Wachstum des Produktionspotentials und der sogenannte unvermeidliche Preisanstieg. Während das Produktionspotential ohne große Schwierigkeiten „objektiv“ fortgeschrieben werden kann, enthält der „unvermeidliche Preisanstieg“ natürlich ein „voluntaristisches“ Element; diese Größe bringt einerseits zum Ausdruck, daß — besonders im Jahresdurchschnitt — nach einem hohen Preisanstieg im Vorjahr nicht binnen zwölf Monaten eine völlige Bremsung des Preisanstiegs möglich ist, andererseits aber große Anstrengungen unternommen werden müssen, um ihn zu dämpfen. Die beiden übrigen Größen — Veränderung des Auslastungsgrades des Produktionspotentials und Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit — sind darüber hinaus zu berücksichtigen, jedoch mit der Einschränkung, daß hier Voraussagen sehr schwierig sind, aber andererseits — wie erwähnt — Fehleinschätzungen in ihrer materiellen Auswirkung begrenzt sind.

Mit der Festlegung eines Geldmengenziels war schließlich auch die Frage zu beantworten, ob eine Zahl oder eine Bandbreite von Zahlen zu nennen sei. Gegen die Wahl einer einzigen Zahl als monetäres Wachstumsziel spricht, daß sich die Geldpolitik damit den Anschein von Präzision gibt, die sie kaum erreichen kann. Eine Bandbreite könnte in dieser Hinsicht Illusionen vorbeugen. Zieht man aber in Betracht, daß die Zielgröße — wie erläutert — den am Wirtschaftsprozess Beteiligten die geldpolitischen Intentionen verdeutlichen soll, so werden mit der Bekanntgabe einer Bandbreite diese Intentionen verwässert. Eine Zahl an Stelle einer Bandbreite zu wählen, ist vor allem angezeigt, wenn das Mengenziel für den Jahresdurchschnitt genannt wird, der selbst schon einen gewissen Spielraum im Jahresverlauf läßt. Formuliert man dagegen die Zielgröße für den Verlauf in einer Periode, so mag die Bandbreite vorzuziehen sein.

### V. Zentralbankgeldmenge als Zielgröße

Die Bundesbank wird häufig gefragt, warum sie die Zentralbankgeldmenge als Zielgröße gewählt habe und nicht eine der herkömmlichen Geldvolumensabgrenzungen wie  $M_1$  (Bargeldumlauf und Sichteinlagen) oder  $M_2$  ( $M_1$  plus Termingelder bis zu 4 Jahren) bzw.  $M_3$  ( $M_2$  plus Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist). Die Zentralbankgeldmenge in der Abgrenzung der Bundesbank umfaßt den Bargeldumlauf und die von den Banken für ihre Inlandsverbindlichkeiten zu unterhaltenden Mindestreserven. Die Tatsache, daß die Zentralbankgeldmenge nicht alle („kaufkraftmäßig wirksamen“) Geldbestände der Wirtschaft umfaßt — das trifft nur für den Bargeldumlauf zu —, sondern nur bestimmte Prozentsätze der Bankverbindlichkeiten, dürfte mit zu den anfänglichen Mißverständnissen beigetragen haben, denen die Wahl dieser Zielgröße vielfach ausgesetzt war.

Der Bundesbank erschien es aus einer Reihe von Gründen geboten, der Formulierung ihres Wachstumsziels die Zentralbankgeldmenge zugrunde zu legen. Zu diesem Entschluß haben sie sowohl die jüngeren Erfahrungen mit der Geldpolitik als auch mehr grundsätzliche Überlegungen bestärkt. Zu unseren jüngsten Erfahrungen ist folgendes zu sagen:

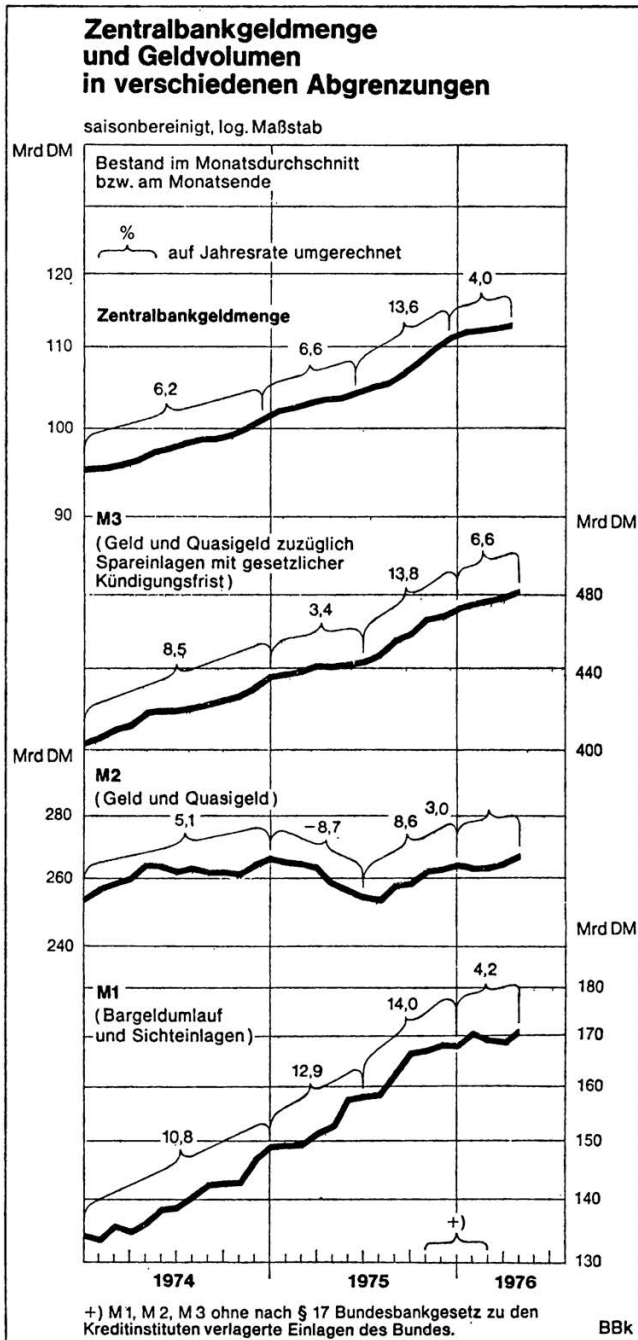
Könnten wir davon ausgehen, daß die verschiedenen Geldmengenbegriffe in einer relativ festen Beziehung zueinander stünden, d. h. ähnliche Informationen über die monetäre Entwicklung lieferten, dann wäre die Wahl einer bestimmten „Definition“ nur eine zweitrangige Frage. Wie die vergangenen Jahre gezeigt haben, ist dies aber nicht der Fall.

Auf Grund zinsbedingter Einlagenumschichtungen haben die Entwicklungen von  $M_1$  und  $M_2$  seit Mitte 1973 fast ständig divergiert. 1975 z. B. hat  $M_1$  im Jahresverlauf um gut 13 % zugenommen, während sich für  $M_2$  per Saldo ein geringfügiger Rückgang ergab.  $M_2$  zufolge hätte sich die monetäre Expansionspolitik als viel zu gering erwiesen, während  $M_1$  dazu tendierte, die Wirkungen der Geldpolitik zu übertreiben. Bei  $M_1$  ist der Zusammenhang mit den expansiven Maßnahmen der Bundesbank zwar auch erkennbar. Die zinsbedingten Verlagerungen waren aber allenfalls in ihrer Richtung, nicht jedoch in ihrem Umfang vorhersehbar, die Festlegung auf ein monetäres Wachstumsziel für  $M_1$  oder  $M_2$  mußte demnach ausscheiden.

Mit einer breiten Geldmengendefinition, wie z. B.  $M_3$ , wäre man in der Lage, die zinsbedingten Verlagerungen zwischen Sicht- und Termingeldern oder auch zwischen Spareinlagen und Termingeldern auszuschalten. Je weiter man den Geldmengenbegriff faßt, um so mehr aber entfernt man sich von dem vermuteten Wirkungszusammenhang zwischen der Ausweitung der Geldmenge und der Zunahme der Nachfrage nach Gütern und Leistungen. Andererseits kann man die Umschichtungen aber auch nicht völlig ignorieren. Man muß zugestehen, daß es zwischen Geld und anderen finanziellen Aktiva keine exakte Trennung gibt, sondern nur Skalen abnehmenden Geldgrades. Dieser Umstand erschien uns gerade mit dem Begriff der Zentralbankgeldmenge, in die Sicht-, Termin- und Spareinlagen untereinander quasi mit „Gewichten“ von 4 : 3 : 2 eingehen, hinreichend berücksichtigt. Diese „Gewichtung“ ergibt sich aus der unterschiedlichen Höhe der Mindestreservesätze, die entsprechend dem Liquiditätsgrad der Einlagen in der angegebenen Weise gestaffelt sind. Der Geldcharakter der Einlagen dürfte damit zumindest tendenziell richtiger erfaßt sein als bei einer einfachen Addition wie bei  $M_3$  mit der Gewichtung 1 : 1 : 1 (wobei allerdings befristete Spareinlagen überhaupt nicht mitgerechnet werden). Im Ergebnis weicht die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge von der des Geldvolumens  $M_3$  freilich nicht stark ab; 1975 stand einem Wachstum der Zentralbankgeldmenge um 10 % eine Zunahme von  $M_3$  um 8,5 % gegenüber (vgl. Schaubild 2).

Schließlich ist die Zentralbankgeldmenge den übrigen Abgrenzungen des Geldvolumens auch hinsichtlich ihrer statistischen Fundierung überlegen, da sie aus Durchschnittswerten im Monatsverlauf ermittelt wird und schneller verfügbar ist. Natürlich befriedigt die Zentralbankgeldmenge nicht in jeder Hinsicht als monetärer Indikator. So kann das hohe Gewicht des Bargeldumlaufs zu Verzerrungen führen, wenn dieser Sonder-

Abbildung 2



einflüssen unterliegt. Bislang haben sich solche Ausschläge allerdings zu meist nach einigen Monaten korrigiert. Zusammenfassend läßt sich sagen, daß nicht ein formales oder juristisches Kriterium über den „richtigen“ Geldmengenbegriff entschied, sondern allein die analytische und empirische Zweckmäßigkeit. Wir halten uns hier durchaus an die Ratschläge der Autoritäten, wie Milton *Friedman* und Anna *Schwartz*, die hinsichtlich der Gelddefinition sagten: „... the selection ... seems to us to be a matter of convenience for a particular purpose, not a matter of principle“<sup>3</sup>.

## VI. Das Indikatorproblem

Die Wahl der Zentralbankmenge als monetäre Zielgröße liegt für eine Notenbank auch noch aus einem anderen Grunde nahe: Sie demonstriert ihre monetäre Verantwortung besonders deutlich. Die Geldschöpfung der Banken und die Geldschöpfung der Notenbank sind — wie bereits gesagt — durch den Bargeldumlauf und die Verpflichtung der Banken, einen bestimmten Prozentsatz ihrer Einlagen als Mindestreserven auf Notenbankkonto zu halten, fest verknüpft. Die Zentralbankgeldmenge, so wie sie von der Bundesbank definiert ist, zeigt demnach einerseits, wie stark die Geldschöpfung der Banken war und andererseits, in welchem Umfang die Notenbank die Geldschöpfung der Banken alimentiert hat.

Die Janusköpfigkeit des Begriffs Zentralbankgeldmenge — einmal als Zielgröße, einmal als Indikator der Geldpolitik — ist mit Schuld an einem Mißverständnis, das noch nicht ganz ausgeräumt scheint. Die Bundesbank interpretiert die Zentralbankgeldmenge als einen Indikator der bereits erfolgten monetären Expansion, also als einen Geldvolumenbegriff *sui generis*. Viele Wissenschaftler verstehen die Zentralbankgeldmenge dagegen als Geldbasis und benutzen sie als angebotsorientierten Indikator, als Indikator dafür also, welche Impulse von der Geldpolitik ausgehen: „Die monetäre *Politik* (Hervorhebung vom Verfasser) wird angemessen beschrieben durch die Expansion der Menge an Zentralbankgeld, die die Notenbank als Basis für die monetäre Expansion zur Verfügung stellt<sup>4</sup>.“ Auf diesen angebotstheoretischen Ansatz soll unten noch eingegangen werden. Unstreitig müßte aber sein, daß bei einer Definition, die von der Verwendung des Zentralbankgeldes ausgeht, die Kritik,

<sup>3</sup> M. *Friedman* und A. J. *Schwartz*, *Monetary Statistics of the United States*, New York 1970, p. 91.

<sup>4</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1974/75, Ziff. 173.

die Zentralbankgeldmenge taue für den angebotstheoretischen Ansatz nicht, insofern ins Leere geht<sup>5</sup>.

Die unterschiedliche Indikator-Funktion, die bei den gegensätzlichen theoretischen Ansichten der Zentralbankgeldmenge einerseits und der Geldbasis andererseits zgedacht ist, hat Konsequenzen bezüglich der geldpolitischen Erfolgskontrolle und der Frage der Steuerbarkeit dieses monetären Aggregats. Am Bundesbankaggregat wird der Erfolg ex definitione direkt abgelesen, es ist — wie erwähnt — ein Geldvolumenbegriff, der Reflex der Kassenhaltung der Nichtbanken in der Notenbankbilanz. Im Politik-Indikator „Geldbasis“ dagegen wird versucht, den Impuls der Geldpolitik aufzuzeigen. Der Erfolg der Politik muß aber an anderen Aggregaten kontrolliert werden, an  $M_1$ ,  $M_2$  oder  $M_3$ . Als zusätzliches Problem ergibt sich somit das des Multiplikators.

Von Interesse ist m. E. primär die Messung des Erfolgs der Politik, wie er sich in den monetären Aggregaten, und damit auch in der Zentralbankgeldmenge, niederschlägt. Konsequenterweise kommt daher für die geldpolitische Zielformulierung nur eines dieser Aggregate in Frage. Selbstverständlich interessiert daneben der den Banken belassene autonome Expansionspielraum und damit die Frage nach den Impulsen, die hieraus auf den monetären Expansionsprozeß wirken können.

Für die Bundesrepublik kommt hier, wie schon früher angedeutet, eine besondere Kategorie ins Spiel, nämlich das „potentielle“ Zentralbankgeld oder die „freien Liquiditätsreserven“, d. h. die Summe jener Aktiva der Banken, die jederzeit und ohne größeren Verlust direkt an die Bundesbank verkauft werden können. Zu diesen „freien Liquiditätsreserven“ rechnen vor allem Bestände der Kreditinstitute an Handelswechseln, die innerhalb der unausgenutzten Rediskontkontingente jederzeit an die Bundesbank gegeben werden können, sowie Geldmarktpapiere mit jederzeitigem Rückgaberecht an die Bundesbank. Außerdem zählen zu den freien Liquiditätsreserven die Überschussreserven, also Zentralbankguthaben, die über das Reserveverfordernis hinausgehen, insofern also aktuelles Zentralbankgeld sind. Die „freien Liquiditätsreserven“ umschreiben das autonome Geldschöpfungspotential der Banken, im Gegensatz

---

<sup>5</sup> Selbstverständlich kann, ja muß ein anderer theoretischer Ansatz zu einer anderen Abgrenzung von Zentralbankgeldmenge bzw. Geldbasis kommen. Die Einbeziehung oder Nichteinbeziehung der Überschussreserven in die Definition ist daher auch nicht reduziert auf die Frage der Zweckmäßigkeit, sondern sie ist Ausfluß unterschiedlicher theoretischer Grundpositionen. Vgl. Sachverständigenrat, a.a.O., Ziff. 382.

zur Zentralbankgeldmenge in unserer Definition, die im Zuge einer erfolgten Geldschöpfung bereits „absorbiert“ wurde<sup>6</sup>. Diese Unterscheidung hat sich auch deshalb bewährt, weil sie deutlich macht, daß sich Transaktionen der Bundesbank nicht unmittelbar auf die Zentralbankgeldmenge auswirken, sondern — etwa bei Devisenankäufen — im ersten Schritt nur die Zentralbankguthaben der Kreditinstitute erhöhen. Soweit diese nicht zur Deckung der Bargeldanforderungen der Wirtschaft und zur Erfüllung der Reservepflicht für neu entstandene Inlandsverbindlichkeiten der Banken benötigt werden, erhöht sich dadurch fürs erste aber nicht die Zentralbankgeldmenge. Die Kreditinstitute, traditionell bei der Bundesbank verschuldet, vermindern vielmehr ihre Verschuldung und erhöhen damit ihre Rediskontmöglichkeiten oder erwerben Aktiva, die sie notfalls wieder an die Bundesbank veräußern können, erhöhen also die „freien Liquiditätsreserven“.

## VII. Theorie und Praxis der Geldmengensteuerung

So wie sich die Zentralbankgeldmenge in unserer Definition von der „Geldbasis“ unterscheidet — nämlich als die Verwendung des Notenbankgeldes an Stelle seines Angebots —, so sind auch Vorstellungen für die Geldbasissteuerung nicht ohne weiteres auf die Zentralbankgeldsteuerung übertragbar. Die Vertreter der Geldbasis-Theorie lehren, die Geldbasis sei, da Teil der Notenbankbilanz, von der Notenbank unmittelbar zu steuern. Sollte die Notenbank hinsichtlich einzelner Geschäfte unter Handlungszwang stehen, so ließe sich dies durch kompensatorische Veränderung anderer Bilanzpositionen, insbesondere mit Hilfe von Offenmarktoperationen, ausgleichen.

In dieser Behauptung steckt die Annahme, die Notenbank wäre bei der Steuerung der Geldbasis jederzeit frei von äußeren Zwängen. Man darf bei einer Theorie für eine Notenbank jedoch nicht davon abstrahieren, daß sie Notenbank ist und ihr eine besondere Verantwortung für das Geld- und Bankwesen des betreffenden Landes übertragen ist, der sie auch dann genügen muß, wenn sie gleichzeitig die Inflation zu bekämpfen hat. Das Argument, die Notenbank sei per Saldo in der Lage, das gewünschte Ergebnis bei der Geldbasis sozusagen immer und jederzeit zu erreichen, wird deshalb dem eigentlichen Problem nicht ge-

<sup>6</sup> Ein Sonderproblem stellt der Lombardkredit dar. Ist der Lombardkredit weder quantitativ noch über den Zins — z. B. durch eine mit der Inanspruchnahme wachsende Zinshöhe — begrenzt, ist hier eine zusätzliche, quantitativ aber nicht näher abgrenzbare jederzeitige Zugriffsmöglichkeit auf Zentralbankgeld eröffnet.



recht. Dieses besteht darin, daß die Notenbank das nicht in jedem Zeitpunkt kann, weil sonst u. U. die Finanzmärkte deroutieren. Wenn ich hier von den deutschen Verhältnissen ausgehe, so muß streng zwischen den Zusammenhängen auf kurze und auf längere Sicht unterschieden werden. Kurzfristig ist der einmal entstandene Zentralbankgeldbedarf der Banken unelastisch, und die Banken müssen in der Lage sein, ihn zu befriedigen. Die Notenbank kommt u. U. nicht umhin, vorübergehend mehr Geldbasis zu schaffen, als ihren Zielvorstellungen entspricht. Die Notenbank darf — insbesondere solange sie an einer hundertprozentigen Erfüllung des Mindestreserve-Solls streng festhält — die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft nicht überfordern und muß würdigen, daß die Banken ja selbst nur Intermediäre sind, die Anpassung also nicht nur von ihnen, sondern auch auf seiten ihrer Kundschaft erfolgen muß. Ganz kurzfristig gesehen muß die Notenbank also das Defizit an Notenbankgeld decken, aber es ist natürlich im höchsten Grade eine Frage der Geldpolitik, auf welchem Wege und insbesondere zu welchen Kosten sie das ermöglicht.

Auch in expansiver Richtung stößt die kurzfristige Steuerung der Zentralbankgeldmenge an Grenzen. Soll die innere Geldschöpfung ange-regt werden, weil die monetäre Expansion zu schwach erscheint, können mehr Zentralbankguthaben bereitgestellt werden als augenblicklich benötigt wird. Konkret bedeutet dies im überkommenen deutschen System in aller Regel Schaffung freier Liquiditätsreserven, nicht dagegen Schaffung von unverzinslichen Überschußreserven im Bankensystem, was uns in Verkennung institutioneller Unterschiede zum US-System gelegentlich empfohlen wird. Wir haben m. E. keinen Grund, dies besonders negativ zu sehen. Überschußreserven schaffen eine permanente Geldmarktschwemme; die marginalen Refinanzierungskosten der Banken sinken in Richtung auf null Prozent. Es läßt sich nicht bestreiten, daß hiervon starke monetäre Impulse ausgehen — stärkere sind in der Tat kaum denkbar —, und sie können sich leicht als zu stark erweisen, mit der Folge einer alsbaldigen Korrektur nach der anderen Seite; stärkere Ausschläge der kurzfristigen Zinssätze als an sich nötig, unter Umständen auch kräftigere Schwankungen in der Masse der monetären Basis, scheinen mir möglich und sind in solchen Ländern beobachtbar. Im deutschen System wirken die freien Liquiditätsreserven als ein Polster. Umgekehrt freilich: Je größer das Polster, um so mehr verpufft eine kontraktive Maßnahme, um so längere Zeit braucht ein Anstoß und insbesondere ein beabsichtigter Bremseffekt; man wird daher von vorn-

herein bestrebt sein, dieses Polster knapp zu halten. Im Fall *ohne* freie Liquiditätsreserven — z. B. in den USA — wie in unserem Fall *mit* solchen Reserven zeigt sich, daß die Geldbasis ganz kurzfristig nicht beliebig steuerbar ist, daß ganz kurzfristig die beschriebenen Sachzwänge zu beachten sind. Dies festzustellen bedeutet freilich nicht, die Chancen der Geldpolitik zur Korrektur von Fehlentwicklungen in der Wirtschaft und damit zur Verstetigung des Wirtschaftswachstums gering zu achten.

Die Chancen der Steuerbarkeit der Geldmenge bestehen zwar nicht auf ganz kurze Sicht, wohl aber für einen etwas längeren Zeitraum. Der Zentralbankgeldbedarf der Wirtschaft und der Banken ist hier der Angelpunkt; seine Beeinflussung erfolgt aber nicht durch ganz kurzfristiges Auf- und Zudrehen des Geldhahnes, sondern dadurch, daß dieser Bedarf über den Geldschaffungsprozeß selbst beeinflußt wird. Konkret bedeutet dies, daß die Nachfrage der Nichtbanken nach Kredit und Geldbeständen über den Zinsmechanismus gestärkt oder abgeschwächt und daß das Angebot an Kredit über die Veränderung des potentiellen Zentralbankgeldes und die Kosten der Beschaffung aktuellen Zentralbankgeldes gesteuert wird. Zu bedenken ist freilich, daß der Rückkoppelungseffekt von der Veränderung dieser Bedingung auf die Zentralbankgeldmenge selbst und schließlich die Wirkung auf den güterwirtschaftlichen Prozeß Zeit brauchen. Die Verkürzung der „time-lags“ ist daher eine Daueraufgabe der Geldpolitik, aber auch dieses Ziel braucht nicht mit hektischen Kursänderungen verfolgt zu werden. Ich möchte es bei diesen Bemerkungen zum Geldangebots- oder -nachfragekonzept und deren Anwendung in der Praxis bewenden lassen. Ich sehe jedenfalls vom Standpunkt der Bundesbank und den hier gegebenen institutionellen Gegebenheiten keine andere Möglichkeit als diese: als Notenbank die Bedingungen zu setzen und zu verändern, zu denen der Zentralbankgeldbedarf der Banken kurzfristig befriedigt, aber gleichzeitig die monetäre Expansion auf einem mittelfristig geplanten Wachstumspfad gehalten werden kann. Diese Bedingungen determinieren die Zinsen am Geldmarkt und strahlen von da auf die Zinsen im Einlagen- und Kreditgeschäft der Banken und auf die anderen Finanzmärkte aus. Zinssätze und sie effektiv machende liquiditätspolitische Maßnahmen sind die Instrumentvariablen, mit deren Hilfe die Notenbank auf Banken und Nichtbanken einwirkt, um den Geldschöpfungsprozeß mit den vorweg formulierten — aber auch laufend zu überprüfenden — Vorstellungen über die „richtige“ Expansion der Geldmenge im Einklang zu halten.

Diese Einschränkungen mögen für manche Geldtheoretiker, die eine rigorosere Geldmengensteuerung anstreben, eine gewisse Enttäuschung beinhalten, aber sie sollten sich nicht entmutigt fühlen. Die neuere Geldtheorie hat der praktischen Geldpolitik entscheidende Impulse vermittelt. Ihre Thesen über die Rolle des Geldes in der Inflation und die Stellung der Notenbank im Geldschöpfungsprozeß müssen als eine Herausforderung an die geldpolitischen Instanzen verstanden werden, und in einer Reihe von Ländern sind sie als solche akzeptiert worden. Sie besteht vor allem darin, daß die geldpolitischen Instanzen bereit sind, ihren Teil der Verantwortung für Fehlentwicklungen in der Wirtschaft — national und international — auf sich zu nehmen. Nach dem heutigen Stand der wissenschaftlichen Diskussion ist es m. E. gutgläubig nicht mehr möglich, die Ursachen für die Inflation nur bei den anderen, dem Staat, den Sozialpartnern und dem „Ausland“ zu suchen. Geldpolitik wird freilich nicht im bakterienfreien Raum theoretischer Modelle gemacht. Auch wenn sie auf allgemein gültigen theoretischen Erkenntnissen basiert, hängen ihr Konzept und ihre praktische Ausgestaltung doch stark von den institutionellen Voraussetzungen ab, die eine Notenbank in ihrem Land vorfindet, in einem Lebensraum also, in dem es von Bazillen aller Art wimmeln kann: politische Versprechungen ohne realen Hintergrund, Verteilungskämpfe nationaler und internationaler Art, Konzentration wirtschaftlicher Macht, Beschränkung des Wettbewerbs, falsche Wechselkurse, Umgehung der nationalen Kontrolle der Geldschöpfung durch Nutzung des unkontrollierten internationalen Geldmarktes u. a. m. Der Übergang der Bundesbank von einem mehr liquiditätsorientierten Konzept zur Zentralbankgeldsteuerung ist auch nicht nur vor dem Hintergrund der geldtheoretischen Diskussion zu sehen, die schon Jahre vorher einsetzte, sondern auch als Reaktion auf Veränderungen in den institutionellen Gegebenheiten, insbesondere der Aufgabe des Systems fester Wechselkurse, zu verstehen. Für die Erfolgsbedingungen der Geldpolitik ist schließlich entscheidend, daß sie auch politisch in die Lage versetzt wird, theoretische Erkenntnisse in praktische Politik umzusetzen, daß mit anderen Worten ein gewisser Konsens unter den politischen Gruppierungen in einem Land erreicht wird. Dazu gehört insbesondere ein kritisches öffentliches Bewußtsein, das es allmählich unmöglich macht, wirtschaftliche Probleme nach dem so oft benutzten Rezept John Law's im wesentlichen durch Geldschöpfung lösen zu wollen.

## Zusammenfassung

### Neuere Erfahrungen der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland

Die „Renaissance“ der Geldtheorie und die sich beschleunigenden Inflationstendenzen, die die freiheitliche Gesellschaftsordnung selbst bedrohen, haben die Geldpolitik wieder in den Vordergrund des wirtschaftspolitischen Interesses gerückt. Der Übergang zum „Floating“ gab der Bundesbank seit dem Frühjahr 1973 einen größeren Aktionsradius. Sie ist bei dieser Politik zum Teil neue Wege gegangen. Von einer „neuen“ Politik zu sprechen, wäre aber zweifellos übertrieben, denn Endziele und Instrumente der Politik sind die alten geblieben.

Unter den geänderten Bedingungen mit dem Übergang zum Floating konnte die Bundesbank die freien Liquiditätsreserven der Banken in die Nähe von Null reduzieren. Das war nötig, um den Banken, die ihre Liquidität vor allem unter betriebswirtschaftlichem Blickwinkel einschätzen, die gesamtwirtschaftlichen Grenzen ihres Expansionspielraums deutlich zu machen. Danach hat die Bundesbank jedoch zur Stimulierung des Geldschöpfungsprozesses wieder freie Liquiditätsreserven entstehen lassen.

Ein Experiment, mit dem Neuland betreten wurde, ist die Formulierung eines Geldmengenziels, das erstmals im Dezember 1974 publiziert wurde. Die Zielvorgabe soll den stabilitätspolitisch begrenzten Rahmen der Geldschöpfung aufzeigen und mehr Rationalität in die wirtschaftspolitischen Entscheidungen bringen. Auch bei einer Zielformulierung dieser Art kann die Geldpolitik die zyklische Situation nicht außer acht lassen, sie mißt jedoch nun auch dem mittelfristigen Aspekt mehr Gewicht bei und beabsichtigt damit die wirtschaftliche Entwicklung besser zu verstetigen.

Die Wahl der Zentralbankgeldmenge als Zielgröße erfolgte nach analytischer und empirischer Zweckmäßigkeit und lag nicht zuletzt deshalb nahe, weil sich in ihr Geldschöpfung der Notenbank und Geldschöpfung der Banken treffen. Als Indikator signalisiert sie demnach nicht die Impulse der Geldpolitik (wie das von anderen Stellen mit der „Geldbasis“ versucht wird), sondern die erfolgte monetäre Expansion. Vorstellungen des Geldbasiskonzepts lassen sich auf die Zentralbankgeldsteuerung nicht ohne weiteres übertragen, da sie die besondere Verantwortung der Notenbank für das Geld- und Bankwesen jedenfalls unter den gegebenen Bedingungen in der Bundesrepublik nicht richtig zum Ausdruck bringen.

## Summary

### Recent Experience with Monetary Policy in the Federal Republic of Germany

The “renaissance” of monetary theory and the accelerating trend of inflation, which is a threat to our liberal social order itself, have brought monetary policy back into the forefront of interest in the sphere of economic policy.

Since spring 1973, the change-over to floating has given the Bundesbank a broader range of action. In pursuing this policy, the Bundesbank has gone new ways to some extent. But it would undoubtedly be going too far to speak of a "new" policy, for the ultimate goals and the instruments of its policy have remained the same.

Under the changed conditions brought by floating, the Bundesbank was able to reduce the free liquidity reserves of the banks to a point approaching zero. This was necessary in order to make it clear to the banks, who assess their liquidity primarily from the business standpoint, where the macroeconomic limits to their latitude for expansion lie. Thereafter, however, the Bundesbank allowed the reformation of free liquidity reserves to stimulate the process of money creation.

An experiment venturing into terra nova is the formulation of a target for the quantity of money, which was published for the first time in December 1974. The object of setting a target is to define the limits set by stabilization policy for creation of money and induce more rationality in economic policy decisions. Even with this sort of target formulation, monetary policy cannot ignore the cyclical situation, but now it attaches more weight to the medium-run aspect with the intention of achieving greater constancy of economic development in this way.

The choice of the quantity of central bank money as the target magnitude was made in accordance with analytical and empirical expedience, and not the least of the reasons that made that choice seem obvious was the fact that is the point where money creation by the central bank and money creation by the banks meet. As an indicator, therefore, it signals not the impulses of monetary policy (as is attempted elsewhere with the monetary base), but the effected monetary expansion. Notions of the monetary base conception cannot readily be applied to the control of central bank money, because they do not reflect accurately the special responsibility of the central bank for the monetary and banking system, at least under the prevailing conditions in the Federal Republik of Germany.

## Résumé

### Expériences récentes de la politique monétaire en République Fédérale d'Allemagne

La « Renaissance » de la théorie monétaire et l'accélération des tendances inflationnistes, qui vont jusqu'à menacer l'organisation des démocraties occidentales, ont ramené à l'avant-scène des milieux économiques la politique monétaire. Le passage au « flottement » monétaire a donné à la Bundesbank depuis le printemps de 1973 une plus large marge de manoeuvre. Dans le cadre de cette politique, la banque centrale a parfois emprunté des voies nouvelles.

Parler d'une politique « nouvelle » serait toutefois sans nul doute excessif car les objectifs finaux et les instruments de la politique sont demeurés ce qu'il étaient.

Sous les conditions modifiées par le passage au « flottement », la Bundesbank a pu réduire à plus ou moins zéro les réserves libres de liquidités des banques. Cela s'avérait nécessaire pour préciser aux banques, qui apprécient leurs moyens liquides surtout dans l'optique de leurs affaires, les limites économiques globales de leurs possibilités d'expansion. Par la suite, la Bundesbank a autorisé la reconstitution de réserves libres de liquidités en vue de stimuler le processus de création de monnaie.

Une expérience, par laquelle on pénétrait dans un monde inconnu, fut la formulation d'un objectif de masse monétaire qui fut publié pour la première fois en décembre 1974. La définition de l'objectif devait dessiner le cadre limité pour des raisons de stabilisation de la création de monnaie et apporter plus de rationalisation dans les décisions de politique économique. Malgré la formulation d'un objectif de ce genre, la politique monétaire ne peut ignorer la situation cyclique; elle doit attribuer plus d'importance à l'aspect « moyen terme » et envisager par conséquent de vivifier le développement économique.

Le choix de la masse monétaire de la banque centrale comme objectif résulte d'opportunités analytiques et empiriques et est d'autant plus intéressant qu'on retrouve en cette masse la création de monnaie de la banque centrale et celle des banques commerciales. En tant qu'indicateur, cette masse ne signale pas les impulsions de la politique monétaire (ce que d'autres tentent au moyen de la « base monétaire »), mais l'expansion monétaire réalisée. Les idées portant sur le concept de la base monétaire ne peuvent sans plus être reportées sur la maîtrise monétaire de la banque centrale, car elles n'expriment pas correctement la responsabilité particulière de celle-ci pour le secteur bancaire et monétaire, à tout le moins dans les conditions données en République Fédérale.