

Ein monetaristisches Modell des Geldwirkungsprozesses

Von David I. Fand, Detroit*

Einleitung

In den stabilitätspolitischen Diskussionen sind in den letzten Jahren erhebliche Differenzen über die Frage aufgetreten, ob die Wirtschaft mit Hilfe diskretionärer Fiskalpolitik stabilisiert werden soll oder ob es nicht besser ist, für stabile Rahmenbedingungen im Sinne von Richtlinien (oder Regeln) für die Veränderung der Geldmenge zu sorgen. In Ermangelung einer besseren Definition werde ich diese beiden Standpunkte als die monetaristische und fiskalistische Schule bezeichnen. Unter Fiskalisten sind dabei diejenigen zu verstehen, die der Einkommen-Ausgaben-Theorie anhängen und der Steuer- und Ausgabenhoheit der öffentlichen Hand das Hauptgewicht für die Stabilisierung der Wirtschaft einräumen, während die Monetaristen die Quantitätstheorie vertreten und der Kontrolle der Geldmenge durch das Zentralbanksystem die größte Bedeutung beimessen^{1, 2}.

* Wayne State University, Finanzielle Unterstützung wurde freundlicherweise von der National Science Foundation und der Wayne State University gewährt. Amerikanische Originalfassung erschienen in: *The Journal of Finance*, Vol. XXV, No. 2 (May 1970), S. 275 ff. Übersetzung ins Deutsche mit freundlicher Genehmigung des „Journal of Finance“.

¹ Der Ausdruck „Fiskalist“ ist nicht besonders glücklich. Er soll die große Gruppe der modernen Keynesianer von den Neo-Stagnationstheoretikern bis zu den Neo-Klassikern umspannen, die aus theoretischen Gründen für die Fiskalpolitik eintreten, aber auch die einschließen, die der Fiskalpolitik aus pragmatischen Gründen den Vorzug geben. Es sei ferner angemerkt, daß die Keynesianischen Neo-Klassiker unter vielen analytischen Aspekten den Monetaristen näher stehen als den Neo-Stagnationstheoretikern. Trotz dieser notwendigen Einschränkungen vermittelt der Ausdruck „Fiskalist“ doch wohl den Standpunkt, den wir analysieren wollen. Der Ausdruck „Monetarist“ soll die Gruppe umfassen, die ihre wirtschaftspolitischen Konzepte auf die moderne Quantitätstheorie gründet.

² Zu einflußreichen Stellungnahmen der fiskalistischen Richtung in bezug auf die amerikanische Wirtschaft der frühen 60er Jahre vgl. Council of Economic Advisers, *The American Economy in 1961: Problems and Policies*, Washington

In der herkömmlichen Betrachtungsweise werden die beiden Schulen folgendermaßen unterschieden: Monetaristen definieren die Stabilitätspolitik in Geldmengenbegriffen, bevorzugen entweder feste Regeln oder ein Bündel von Richtlinien für die monetären Größen und scheinen extreme Standpunkte wie „Nur das Geld spielt eine Rolle“ zu unterstützen; Fiskalisten definieren die Stabilitätspolitik in den Kategorien des full-employment surplus, schätzen diskretionäre Veränderungen des Staatshaushaltes positiver ein und betonen — und übertreiben möglicherweise — die kurzfristigen Stabilisierungseffekte zeitweiliger Veränderungen von Steuern und Ausgaben. Auf diese kurze Formel gebracht, wird die analytische Basis der unterschiedlichen Standpunkte nicht deutlich; es bleibt die Möglichkeit offen, daß die alternativen stabilitätspolitischen Vorstellungen Unterschiede im Temperament, im Schwerpunkt, in der Meinung oder der politischen Zugehörigkeit widerspiegeln.

In diesem Beitrag werden wir nachweisen, daß die stabilitätspolitischen Divergenzen zwischen den Monetaristen und Fiskalisten durchaus unterschiedliche Modelle des Geldwirkungsprozesses widerspiegeln und nicht nur eine Frage des Schwerpunktes, der Meinung oder des Temperamentes sind. Wir werden auch klarstellen, daß eine Abgrenzung monetärer Theorien nach dem Schema „Spielt Geld eine Rolle?“ oder „Nur das Geld

1961 und P. A. Samuelson, *Stability and Growth in the American Economy*, 1962 Wicksell Lectures, Stockholm 1962. Für eine ausgeprägte Begründung des fiskalistischen Ansatzes der „New Economics“ zum Stabilitätsproblem, bei dem diskretionäre Veränderungen des full-employment surplus betont werden, vgl. W. W. Heller, *New Dimensions of Political Economy*, New York 1966. Vgl. auch W. W. Heller (Hrsg.), *Perspectives on Economic Growth*, New York 1968 und A. Okun, *The Political Economy of Prosperity*, Washington 1970. Eine überzeugende Darstellung der neoklassischen Synthese und ihrer Bedeutung für die Stabilitätspolitik in den frühen 60er Jahren in den USA findet sich bei J. Tobin, *The Intellectual Revolution in the U.S. Economic Policy Making*, London 1966. Die klassische Begründung der prä-keynesianischen monetaristischen Theorie findet sich natürlich bei I. Fisher, *The Purchasing Power of Money*, New York 1911. Für Darstellungen der modernen Quantitätstheorie vgl. L. W. Mints, *History of Banking Theory*, Chicago 1945 und *Monetary Policy in a Competitive Society*, New York 1951. Vgl. auch C. Waburtons ausgewählte Schriften von 1945—53 in: *Depression, Inflation and Monetary Policy*, Baltimore 1966; M. Friedman (Hrsg.), *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago 1958; M. Friedman, *A Program for Monetary Stability*, New York 1959; M. Friedman und A. Schwartz, *A Monetary History of the United States*, Princeton 1963; und M. Friedman, *The Optimum Quantity of Money*, London 1969; D. Patinkin, *Money Interest and Prices*, 2. Aufl., New York 1965; und H. G. Johnson, *Essays in Monetary Economics*, Harvard 1967; deutsch: Beiträge zur Geldtheorie und Geldpolitik, Berlin 1969.

spielt eine Rolle“ die charakteristischen Aspekte dieser monetären Modelle nicht zum Ausdruck bringt. Einige dieser Aspekte werden wir aufzeigen, indem wir folgende Grundzüge der modernen Quantitätstheorie — das monetaristische Modell des Geldwirkungsprozesses — betrachten: Die monetaristische Unterscheidung zwischen nominaler Geldmenge, einer geldpolitischen Variablen, und realer Kassenhaltung, einer endogenen Variablen; die monetaristische Unterscheidung zwischen hohen und steigenden Zinssätzen und zwischen nominalen und realen Zinssätzen; und die monetaristische Unterscheidung fiskalischer Effekte unter *ceteris paribus*-Bedingungen und unter *mutatis mutandis*-Bedingungen — gemessen an der Wachstumsrate der Geldmenge. Im abschließenden Abschnitt geben wir eine Zusammenfassung der wesentlichen Grundzüge des monetaristischen Modells.

I. Die Abgrenzung der monetären Theorien: Eine Neubetrachtung des geldtheoretischen Extremismus

In einer neueren Veröffentlichung „The Role of Money in National Economic Policy“ behauptet *Samuelson*, der Monetarismus bestehe darin, „daß, wenn heutzutage im Zusammenhang mit der makroökonomischen Gesamtnachfrage darüber gestritten wird, ob es zu Arbeitslosigkeit oder zu Inflation kommen wird, das zentrale Thema die Geldmenge M_1 oder M_2 ist, oder genauer: ihre verschiedenen Veränderungsraten“. Er fährt fort, daß der monetaristische Standpunkt in einem Spektrum von Meinungen, das von „Geld spielt keine Rolle“ bis zu „Geld allein spielt eine Rolle“ reicht, am rechten Ende des Spektrums irgendwo zwischen „Geld spielt die größte Rolle“ und „Geld allein spielt eine Rolle“ anzusiedeln sei³.

Dieses Bild vom Monetarismus hat einige Berechtigung: Die Monetaristen schreiben die Große Depression und das folgende Debakel der 30er Jahre dem starken Absinken der Geldmenge (zwischen 25 und 30 %) zu; sie erklären diese großen Katastrophen mit einer erratischen Geldmengenbewegung. Da sie wenige Ausnahmen für diesen allgemeinen Zusammenhang finden, akzeptieren sie die Hypothese, daß die Geldmenge die politische Schlüsselvariable sei, um Inflationen und tiefe Depressionen

³ Vgl. *P. A. Samuelson*, The Role of Money in National Economic Policy, in: Controlling Monetary Aggregates, Federal Reserve Bank of Boston 1969, S. 7 bis 13.

zu vermeiden. Demgegenüber ist der Fiskalist bei seinem Versuch, die beiden Plagen Depression und Inflation zu erklären, eklektischer und stellt entweder fundamentale (oder strukturelle) Wandlungen der Wirtschaft oder überwältigende externe Einflüsse wie zum Beispiel Kriege in den Vordergrund. So erscheinen Monetaristen oft als Extremisten — wenn sie die Ansicht vertreten, eine Katastrophe wie die Große Depression könne durch eine gute Geldpolitik vermieden werden — oder als naiv, wenn sie viele der fundamentalen Veränderungen der realen Wirtschaft, die von den Fiskalisten betont werden, übersehen oder übergehen.

Betrachten wir den Einfluß der Geldpolitik auf das Wirtschaftswachstum, so ergibt sich ein merklicher Wandel der jeweiligen Auffassungen. Viele Fiskalisten sind der Ansicht, die Notenbank könne die Kapitalbildung und die Wachstumsrate des realen Outputs durch eine kombinierte Geld- und Fiskalpolitik des leichten Geldes und der restriktiven Budgets stimulieren. Demgegenüber neigen Monetaristen stärker der Ansicht zu, daß Veränderungen in der Geldpolitik eher die Preise als die Zinssätze oder Ertragsraten tangieren. Man könnte deshalb auch behaupten, die Fiskalisten seien Extremisten, die den monetären Einfluß auf den realen Zinssatz, die Ertragssätze, die Kapitalbildung und das Wachstum überbewerten.

Der Ausdruck „monetärer Extremismus“ mag als Gedankenstütze für die strategische Rolle dienen, die die Monetaristen der Geldpolitik für die Vermeidung großer Depressionen und Inflationen zuschreiben; er kann ebenso zur Kennzeichnung des fiskalischen Standpunktes dienen, daß die Geldpolitik eine Schlüsselrolle bei der Förderung der Kapitalbildung und des Wachstums spiele. Aber die theoretischen Grundlagen der politischen Konzepte, die von den Monetaristen und Fiskalisten für den Fall normaler Konjunkturschwankungen, milder Inflationen oder im Hinblick auf die träge Entwicklung der amerikanischen Wirtschaft in den späten 50er Jahren empfohlen werden, macht er nicht klar.

Theorien, denen man eine extreme Einschätzung des Geldes nachsagt, sind in der Regel nach besonderen und sehr spezifischen Gesichtspunkten klassifiziert. Dieses Vorgehen ist sinnvoll, wenn wir die Analyse auf große Depressionen oder galoppierende Inflationen beschränken, auf den sogenannten „Keynes-Fall“ (absolute Liquiditätspräferenz und starre Elastizitäten), bei dem „Geld keine Rolle spielt“, auf die Theorien vom „Radcliffe-Typ“, bei denen „Geld kaum eine Rolle spielt“, und auf die Bedeutung der Politik des leichten Geldes für das Wirtschaftswachstum. Sehen wir von diesen Spezialfällen ab, so vertritt die monetaristische wie

die fiskalistische Richtung klar den Standpunkt, daß „Geld eine Rolle spielt“, und keine Schule glaubt, daß „Geld allein eine Rolle spielt“. Wesentlich wichtiger sind die grundlegenden Unterschiede zwischen den Monetaristen und Fiskalisten bezüglich der Art und Weise, in der Geld eine Rolle spielt — die Theorie des Transmissionsmechanismus, die den Einfluß von Veränderungen der nominalen Geldmenge auf den realen Output, auf Beschäftigung, Preisniveau, Kapitalbildung und Wachstum erklärt⁴.

Die monetären Modelle der Monetaristen und der Fiskalisten enthalten sehr verschiedene Annahmen bezüglich folgender technischer Fragen: Kann das Federal Reserve System den (nominalen) Geldbestand innerhalb hinreichend enger Grenzen kontrollieren, oder müssen wir ihn als endogene Variable betrachten⁵? Kann das Federal Reserve System durch das Federal Open Market Committee Zinssätze senken (oder heben), wenn eine solche Veränderung wünschenswert oder notwendig erscheint? Sollte das Federal Reserve System die Direktiven an den Account Manager in monetären Aggregaten formulieren und ihre gegenwärtige Geldmarktstrategie über Bord werfen⁶? Und wären die Stabilitätsbemühungen der letzten Jahre erfolgreicher verlaufen, wenn die Behörden durch Statuten verpflichtet wären, das Wachstum der Geldmenge innerhalb vorgegebener Grenzen zu halten⁷?

⁴ Die Behauptung, eine Theorie sei extrem, ist immer etwas willkürlich und hängt zum Teil von dem verwandten Einteilungsprinzip ab. So kann man jede Theorie mit irgend einem neuen Ergebnis, gleichgültig, ob das Ergebnis wesentlich oder nur eine triviale Hinzufügung zu früheren Ergebnissen ist, als eine extreme Theorie ansehen, wenn etwa Theorien danach klassifiziert werden, ob sie das neue Ergebnis enthalten.

⁵ Vgl. *D. I. Fand*, Some Issues in Monetary Economics, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, 90, September 1969 und Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, Januar 1970.

⁶ Für eine Erklärung der Geldmarktstrategie der Federal Reserve und eine Interpretation der Vorbehaltsklausel, als Einrichtung, um Irrtümer in der projektierten Beziehung zwischen Geldmarktvariablen und monetären Aggregaten zu korrigieren, vgl. den neueren Beitrag von Governor *Sherman Maisel*, Controlling Monetary Aggregates, in: Federal Reserve Bank of Boston, Controlling Monetary Aggregates, September 1969. Vgl. *J. M. Guttentag*, The Strategy of Open Market Operations, Quarterly Journal of Economics 1966. Vgl. auch die Beiträge von *A. Meltzer* und von *G. Horwich* und *P. Hendershott* über „The Appropriate Indicators of Monetary Policy“, in: Savings and Residential Financing, 1969 Conference Proceeding, U.S. League 1969.

⁷ *M. Friedman*, The Role of Monetary Policy, American Economic Review, 1968; *P. Hendershott*, The Neutralized Money Stock — An Unbiased Measure of Federal Reserve Policy Actions, Homewood/Ill. 1968; Joint Economic Com-

Die grundlegenden Unterschiede in den monetären Modellen der Monetaristen und Fiskalisten führen ihrerseits zu grundlegend verschiedenen Schlußfolgerungen bezüglich folgender wirtschaftspolitischer Streitfragen: Ist die Inflation der Jahre nach 1965 das Ergebnis einer außergewöhnlichen Expansion der monetären Aggregate oder einer extrem nachlässigen und unzuweckmäßigen Fiskalpolitik? Ist der Transmissionsmechanismus, wie ihn die Einkommenstheorie unterstellt, allein relevant, oder können Änderungen der nominalen Geldmenge die privaten Ausgaben, die Gesamtnachfrage und das Preisniveau direkt beeinflussen? Unterstellt die Fiskalpolitik nicht oft eine elastische (oder anpassende) Geldpolitik und geht sie nicht deshalb fehl in der Trennung eines reinen Haushaltsdefizits ohne Geldmengeneffekte (ein *ceteris-paribus*-Effekt) von einem Anwachsen der monetären Gesamtgrößen in Verbindung mit einem Haushaltsdefizit (ein *mutatis-mutandis*-Effekt)⁸? Und haben zeitweilige (diskretionäre oder automatische) Änderungen des *full-employment surplus* quantitativ vorhersehbare Effekte auf die Gesamtnachfrage⁹?

mittee, Hearings on Standards for Guiding Monetary Actions, Washington 1968; D. J. Fand, Comment: The Impact of Monetary Policy in 1966, *Journal of Political Economy* 1968; House Committee on Banking and Currency, Compendium on Monetary Policy Guidelines and Federal Reserve Structure, Washington 1968; T. Mayer, *Monetary Policy in the United States*, New York 1968; K. Brunner (Hrsg.), *Targets and Indicators of Monetary Policy*, San Francisco 1969.

⁸ Vgl. L. Andersen und J. Jordan, *Monetary and Fiscal Actions: A Test of their Relative Importance in Economic Stabilization*, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, November 1968; den Kommentar von F. Deleuw und J. Kalchbrenner und die Entgegnung von Andersen und Jordan in: Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, April 1969; M. Levy, *Monetary Policy Growth and Inflation*, and W. Lewis, *Money is Everything Economics — A Tempest in a Teapot*, in: Conference Board Record, Januar und April 1969; R. Davis, *How much Does Money Matter? A Look at Some Recent Evidence*, Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York, Juni 1969; und L. C. Andersen, *The Influence of Economic Activity on the Money Stock: Some Additional Evidence*, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, August 1969.

⁹ Der Symposionsband des American Enterprise Institute: *Fiscal Policy and Business Capital Formation*, Washington 1967, enthält eine fundierte Diskussion zu diesem Thema. Vgl. besonders die Beiträge von P. McCracken, C. Harris, S. Fabricant und R. Musgrave und die Kommentare von P. Haberler und N. Ture.

Die entscheidende Stabilisierungsfunktion, die Änderungen des *full-employment surplus* zugeschrieben wird, wird von G. Terborgh in seinen *The New Economics*, Washington 1968, kritisch untersucht. Für eine Diskussion der Stabilisierungsrolle, die der Geld- und Fiskalpolitik zugeschrieben wird, vgl. den *Friedman-Heller-Dialog: Monetary vs. Fiscal Policy*, New York 1969.

Mit der Verschiedenheit der Annahmen, die in den Modellen der Monetaristen und Fiskalisten impliziert sind, lassen sich einige ihrer wesentlichen Divergenzen in wirtschaftspolitischen Fragen erklären. Und solange wir nicht in der Lage sind, diese Unterschiede zu klären, wird der Streit um die relativen Verdienste der Geld- und Fiskalpolitik, der den gegenwärtigen Dialog mehr und mehr bestimmt, notwendigerweise andauern. Wir werden im folgenden drei charakteristische Grundzüge des monetaristischen Modells untersuchen: Die Theorie des Geldes, die Theorie des Zinses und der Preise und die Analyse der Fiskalpolitik.

II. Eine monetaristische Betrachtung des Geldes: Nominale Geldmenge versus reale Kassenhaltung

Die Position der Monetaristen wird oft mißverstanden, und sie werden oft als Verteidiger extremer Anschauungen über das Geld interpretiert. Dieses Unvermögen, sich verständlich zu machen, mag damit zusammenhängen, daß Monetaristen zwei sich ausschließende Standpunkte zu gleicher Zeit zu vertreten scheinen: Einerseits betrachten sie in ihren theoretischen Analysen die nominale Geldmenge (in klassischer Tradition) als eine Art Schleier¹⁰ und betonen den Gegensatz von realen und nominalen Variablen; andererseits legen ihre historischen und praktischen Analysen den Schluß nahe, daß Bewegungen der Geldmenge im Kampf gegen die Inflation und bei der Vermeidung von Depressionen die Schlüsselrolle spielen. Sobald wir die Geldtheorie verlassen und zur Analyse der Stabilitätspolitik übergehen, verwandelt sich die Geldmenge unter der Hand aus einem harmlosen Schleier in eine extrem mächtige Determinante des Einkommens, der Beschäftigung und des Preisniveaus. Möglicherweise haben Monetaristen deswegen Schwierigkeiten, ein breiteres Verständnis für ihr Modell zu finden und die theoretische Basis ihrer Geldpolitik zu diskutieren, weil diese sowohl den Geldschleier der Theorie als auch das extrem wirksame „high-powered money“ der Stabilitätspolitik in einer Kategorie zu beinhalten scheint. Es besteht ein offensichtliches, manchem als Widerspruch erscheinendes Paradoxon zwischen der theoretischen Aussage, daß die Höhe der nominalen Geldmenge keine reale endogene Va-

¹⁰ Wenn wir behaupten, daß die Monetaristen die nominale Geldmenge als Schleier ansehen, wollen wir damit nicht die Möglichkeit ausschließen, daß in einem Wachstumsmodell alternative politische Entscheidungen hinsichtlich der nominalen Geldmenge einige Gleichgewichtswerte der endogenen Variablen der realen Wirtschaft tangieren können. Doch selbst mit dieser Einschränkung ist die nominale Geldmenge im komparativ-statischen Sinn noch immer fast wie ein Schleier.

riable wesentlich beeinflußt, und der politischen Empfehlung, zur Stabilisierung der Wirtschaft das Wachstum der Geldmenge an feste Regeln oder Richtlinien für das geldpolitische Handeln zu binden. Die erste Aussage impliziert, daß monetäre Änderungen allein monetäre Variable beeinflussen, die zweite, daß Geldpolitik in der Tat die Schlüsselvariable ist, um die wesentlichen realen endogenen Variablen der Gesamtwirtschaft (z. B. den Reallohn, die Beschäftigung, den realen Output und die Wachstumsrate) auf die jeweils gewünschte Höhe zu bringen.

Der Widerspruch läßt sich erstens durch die Beobachtung lösen, daß ein Einfluß der nominalen Geldmenge auf nominale Variable bei nur geringem direkten Einfluß auf die realen Variablen möglich ist. Wenn also eine Zunahme der Geldmenge das Geldeinkommen, das Geldlohn-niveau und das Preisniveau erhöht, ohne die realen endogenen Variablen zu verändern — wenn also die nominale Geldmengenänderung nur nominale Variable beeinflußt —, wird Geld richtig als Schleier angesehen. Zweitens können Änderungen der nominalen Geldmenge in einer Wirtschaft, in der der Output leicht expandieren kann und in der sich die Mengen schneller anpassen als die Preise, die realen endogenen Variablen wesentlich beeinflussen. Aus dem Geldschleier der Theorie kann in der Welt der Stabilitätspolitik ein sehr wichtiger Stimulus zur Steigerung des realen Outputs und der Beschäftigung werden. Drittens ist in einer Wirtschaft, in der der Output nicht länger expandieren kann und in der die Preise sich schneller anpassen als die Menge, die Steuerung der nominalen Geldmenge die Schlüsselgröße zur Kontrolle der Preissteigerungen. Für diese letzteren Fälle stellen die Monetaristen die Wachstumsrate der nominalen Geldmenge als Schlüsselvariable zur Verhinderung sowohl von Deflationen als auch Inflationen in den Mittelpunkt ihrer Betrachtungen.

Um den Unterschied zwischen dem Geldschleier der monetären Theorie und dem stimulierenden Geld der Stabilitätspolitik zu unterstreichen, unterscheiden Monetaristen zwischen der nominalen Geldmenge — einer angebotsdeterminierten Variablen der Geldpolitik — und dem realen (Wert des) Geldbestand(es) — einer nachfragedeterminierten endogenen Variablen. Monetaristen sehen die nominale Geldmenge als eine Variable an, die vornehmlich von Angebotsbedingungen determiniert wird, und unterstellen eine hinreichend enge Beziehung zwischen der monetären Basis (oder dem high-powered money), die von der Zentralbank angeboten wird, und der Höhe der nominalen Geldmenge, die dem Publikum zur Verfügung steht. Demgegenüber ist die reale Geldmenge eine endogene Variable, die durch das Zusammenspiel der finanziellen und realen Sek-

toren determiniert wird und die Nachfrage nach realer Kasse befriedigt. Während also die nominale Geldmenge als geldpolitische Variable verändert werden kann, ist die reale Geldmenge eine endogene Variable mit einer Gleichgewichtslösung, die von der Nachfrage nach Realkasse bestimmt wird¹¹. Die Monetaristen postulieren deshalb, daß (1) die nominale Geldmenge von den Geldbehörden gesteuert und für geldpolitische Zwecke eingesetzt werden kann, (2) daß die reale Geldmenge durch das allgemeine Gleichgewicht der realen und monetären Sektoren determiniert ist und generell nicht von den geldpolitischen Instanzen gesteuert werden kann. Dieses Modell impliziert deshalb, daß (3) die geldpolitischen Instanzen die reale Geldmenge nicht durch Einsatz der Notenpresse erhöhen können, daß dieses Unterfangen letztlich vergeblich ist und nur zu Preissteigerungen beiträgt, sofern nicht ungenutzte Ressourcen in größerem Umfang vorhanden sind. Die in (3) unterstellte Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen macht (4) deutlich, daß ein Wachstum der nominalen Geldmenge in der Regel eher zu permanent höheren Preisen führt als zu sinkenden Zinssätzen. Die monetaristische Verknüpfung der nominalen Geldmenge mit den Preisen steht in scharfem Widerspruch zu der fiskalistischen Verknüpfung der nominalen Geldmenge mit den Zinssätzen.

Die scharfe Trennung zwischen nominaler Geldmenge, die als angebotsdeterminierte Variable der Geldpolitik gilt, und realer Geldmenge, die als nachfragedeterminierte endogene Variable (mit einer Gleichgewichtslösung) gilt, ist ein hervorstechendes Merkmal des Monetarismus. Sie ist zudem ein Paradoxon, da das monetaristische Modell den wirtschaftspolitischen Instanzen eine wirksame Steuerung der nominalen Geldmenge zuspricht, während gleichzeitig die Bedingungen, unter denen sie die reale Geldmenge beeinflussen können, sehr stark limitiert sind¹².

Aus der monetaristischen Betonung der Endogenität der Realkasse, die eine enge Beziehung zwischen nominaler Geldmenge und Preisniveau ver-

¹¹ Die Annahme, daß die nominale Geldmenge durch Angebotsbedingungen determiniert wird, soll nicht die Möglichkeit ausschließen, daß die Geldangebotsfunktion eine gewisse Zinselastizität besitzt oder daß sich Änderungen der nominalen Geldmenge auch aus Verlagerungen der Geldnachfrage ergeben können. Sie soll nur aussagen, daß die Zentralbank die nominale Geldmenge durch ihre Kontrolle über die Geldbasis effizient steuern kann.

¹² Die Fiskalisten unterscheiden normalerweise nicht zwischen Nominal- und Realkasse. Im fiskalistischen Modell kann sich für die geldpolitischen Instanzen eine geringere Kontrolle über die Nominalkasse und eine größere Kontrolle über die Realkasse ergeben als im monetaristischen Modell.

muten läßt, resultiert die Ablehnung der Liquiditätspräferenztheorie als einer allgemeinen Theorie des Geldes und der Zinssätze. Wir werden nun untersuchen, wie die monetaristische Theorie Geldmenge und Preise mit den nominalen und realen Zinssätzen in Beziehung setzt.

III. Eine monetaristische Betrachtung des Geldes, der Zinssätze und der Preise

Die Einkommen-Ausgaben-Theorie der Fiskalisten unterstellt einen besonderen Transmissionsmechanismus, um die Effekte einer Änderung der Geldmenge (oder ihrer Wachstumsrate) auf die reale Wirtschaft zu analysieren. Sie unterstellt, daß Geldmengenänderungen Output und Preise nur durch ihre Wirkung auf eine Reihe vertraglich fixierter Erträge beeinflusst: auf die Marktzinssätze einer kleinen Gruppe von Vermögenstiteln wie staatliche Anleihen oder Industrieobligationen. Eine gegebene Veränderung der Geldmenge hat einen berechenbaren Effekt auf diese Zinssätze (auf diese Gruppe vertraglich fixierter Erträge), der sich entsprechend der Liquiditätspräferenzanalyse bestimmt, und aus den Veränderungen der Zinssätze werden dann die Veränderung der Investitionsausgaben, die induzierten Effekte auf das Einkommen und den Konsum usw. abgeleitet.

Monetaristen — Anhänger der Quantitätstheorie — akzeptieren diesen Transmissionsmechanismus und diese Liquiditätspräferenztheorie der Zinssätze aus mehreren Gründen nicht: Erstens wenden sie ein, daß eine Erhöhung der Geldmenge Ausgaben, Preise und eine größere Zahl von implizierten Erträgen realer Vermögenstitel direkt beeinflussen kann und in ihrer Wirksamkeit nicht auf eine kleine Gruppe vertraglich fixierter Erträge auf Finanzanlagen beschränkt sein muß¹³. Zweitens sehen sie die

¹³ Monetaristen bevorzugen einen Transmissionsmechanismus, bei dem eine Zunahme der Geldmenge Ausgaben, Preise und implizierte Erträge des physischen Vermögens direkt beeinflussen kann. Sie nehmen an, daß Geld nicht nur durch Wertpapiere, sondern auch durch andere Vermögenstitel substituiert werden kann und daß die Wirtschaftssubjekte ihr Portfolio-Gleichgewicht durch den Kauf von finanziellen wie von physischen Vermögenstiteln wiederherstellen können. Wird das Geld für den Erwerb physischer Titel verwandt, so geht der Zinseffekt dem Preiseffekt allerdings nicht länger voran, da die Ertragssenkung nur durch eine Preissteigerung bei den Vermögenstiteln wirksam werden kann. Wenn zudem das Vermögen auch langlebiger Konsumgüter (z. B. Autos, Haushaltsgeräte) umfassen soll, wäre es sinnvoll anzunehmen, daß diese Ausgaben — die jetzt als Konsum klassifiziert werden — durch eine Zunahme der Geldmenge direkt angeregt werden können. In einer Periode steigender Preise steigern infla-

Geldnachfrage als Determinante der gewünschten Menge an Realkasse an und nicht als Determinante des Zinsniveaus. Drittens und vor allem widersprechen sie der Annahme, die wirtschaftspolitischen Instanzen könnten auf die Höhe der Realkasse — eine endogene Variable — Einfluß nehmen und dadurch einen dauerhaften Effekt auf die Zinssätze ausüben, außer unter sehr speziellen Bedingungen¹⁴.

Monetaristen lehnen die Liquiditätspräferenz der Zinssätze deswegen ab, weil sie nur so lange anwendbar ist, wie wir eine Erhöhung der nominalen Geldmenge mit einem dauerhaften Anstieg der realen Kasse gleichsetzen können. Das legt den Schluß nahe, daß die Liquiditätspräferenztheorie als Theorie der kurzfristigen Zinssatzvariationen, des Liquiditätseffektes, der mit den Anstoßwirkungen der Änderung der nominalen Geldmenge verbunden ist, ihren Sinn haben kann. Aber Monetaristen beharren auch darauf, daß der Liquiditätseffekt vorübergehend ist und wieder verschwindet, wenn die Gesamtnachfrage, der Output und/oder die Preise steigen. Monetaristen gehen deswegen von der Einkommens- theorie ab und kommen zu dem Schluß, daß der Liquiditätseffekt sich selbst aufhebt und daß die Marktzinssätze auf ihr Ausgangsniveau zurückkehren. Zur Begründung führen sie an, daß der Einkommenszuwachs die Geldnachfrage erhöht, wodurch die Marktzinssätze steigen, und daß jede Preissteigerungstendenz, die zusammen mit der Outputsteigerung auftreten kann, den Realwert der Geldmenge senkt und so die Rückkehr der Zinssätze auf ihr altes Niveau beschleunigt. Die Einkommens- und Preisniveau-Effekte verstärken sich also gegenseitig in ihrer zinssteigernden Wirkung und bringen die ursprüngliche Zinssenkung infolge des Liquiditätseffektes wieder zum Verschwinden. Einige jüngere empirische

tionäre Erwartungen die Kosten der Geldhaltung, und die Wirtschaftssubjekte werden veranlaßt, durch Erhöhung ihrer Ausgaben die gewünschte Kassenhaltung zu senken. Die Beziehung zwischen Geld und Preisen scheint sich in einer Inflation zu verstärken. Vgl. *D. I. Fand*, A Monetary Interpretation of the Post-1965 Inflation in the U.S., Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, 89, Juni 1969. Vgl. auch *W. I. Yohe* und *D. S. Karnosky*, Interest Rates and Price Level Changes, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, Dezember 1969.

¹⁴ Werden die Preise kurzfristig als gegeben unterstellt und bewegen sich Real- und Nominalkasse zusammen, kann die Geldnachfragefunktion als Liquiditätspräferenzfunktion verwendet werden, um die anfänglichen Veränderungen des Zinsniveaus zu analysieren. Tangiert darüber hinaus eine Zunahme der Realkasse die Gesamtnachfrage, das Einkommen und die Preise nicht, ist der anfängliche Effekt dem gesamten Zinseffekt gleich. Vgl. *D. I. Fand*, Keynesian Monetary Theories, Stabilization Policy and the Recent Inflation, Journal of Money, Credit and Banking, August 1969.

Untersuchungen deuten darauf hin, daß die Marktzinssätze im Durchschnitt innerhalb eines Jahres auf ihr Ausgangsniveau zurückkehren, so daß eine einmalige Erhöhung der nominalen Geldmenge keinen dauerhaften Effekt auf das Zinsniveau hat¹⁵.

Darüber hinaus kann noch ein Preiserwartungseffekt wirksam werden, wenn ein beschleunigtes Geldmengenwachstum steigende Preise verursacht und wenn das Publikum mit weiteren Preissteigerungen rechnet. Antizipierte Preissteigerungen — inflationäre Erwartungen — können in der Tat die Zinssätze über das Ausgangsniveau hinaus treiben, wenn die Wachstumsrate der Geldmenge hinreichend groß ist, um den Preiserwartungseffekt ins Spiel zu bringen¹⁶. Monetaristen wie Fiskalisten erkennen an, daß ein Wachstum der nominalen Geldmenge einen dauerhaften Effekt auf den Output, das Preisniveau, die Zinssätze oder auf irgend eine Kombination dieser Größen haben kann. Monetaristen betonen jedoch die permanenten Effekte auf das Preisniveau und/oder den Output, während Fiskalisten den Effekt auf die Zinssätze und/oder den Output herausstellen und den anfänglichen Liquiditätseffekt wie einen dauerhaften Zinseffekt behandeln. Monetaristen sehen das Preisniveau als ausgleichende Größe zwischen der Nachfrage nach und dem Angebot an Realkasse an, so daß die nominale Geldmenge eine Determinante des Preisniveaus ist; für Fiskalisten ist der Zinssatz die ausgleichende Größe zwischen der Nachfrage nach und dem Angebot an Geld, und sie erklären das Preisniveau mit Hilfe von Geldlöhnen, Kosten pro Arbeitseinheit, Gewinnaufschlägen usw.¹⁷.

¹⁵ Vgl. W. Gibson, *Effects of Money on Interest Rates*, Federal Reserve Staff Economic Studies, Bd. 43, Januar 1968, Washington; P. Cagan, *The Channels of Monetary Effects on Interest Rates*, Manuskript 1966; W. Gibson und G. Kaufman, *The Sensitivity of Interest Rates to Changes in Money and Income*, *Journal of Political Economy*, 1968; M. Friedman, *Factors Affecting the Level of Interest Rates*, in: *Saving and Residential Financing, 1968 Conference Proceedings*, U.S. League 1968; P. Cagan und A. Gandolfi, *The Lag in Monetary Policy as Implied by the Time Pattern of Monetary Effects on Interest Rates*, *American Economic Review*, Mai 1969.

¹⁶ Der Keynesianische Liquiditätseffekt entspricht dem permanenten Zinseffekt, wenn und nur wenn keine kompensierenden Einkommens-, Preisniveau- und Preiserwartungseffekte entstehen. Aber das setzt eine Wirtschaft voraus, in der das Geld keine Wirkung auf die Gesamtnachfrage, den realen Output oder die Preise hat — eine extreme Annahme, die von den Monetaristen wie den Fiskalisten abgelehnt werden dürfte.

¹⁷ Die Preisniveautheorie, die das FRB-MIT-Modell impliziert, wird folgendermaßen beschrieben: Preise werden als variabler Aufschlag auf die Lohnkosten verstanden, wobei die Verbrauchsteuern voll auf die Konsumenten über-

Die Zinssatz- und Preisniveau-Theorie der Monetaristen und Fiskalisten schließen sich wechselseitig aus: Wenn ein Wachstum (oder eine Beschleunigung des Wachstums) der Geldmenge dauerhaft die Zinssätze senkt und/oder den Output steigert, wird sein Effekt auf das Preisniveau vermindert; andererseits nimmt seine Wirkung auf den realen Zinssatz ab, wenn sein dauerhafter Effekt in einer Steigerung der Preise und/oder des Outputs besteht. Der Transmissionsmechanismus der Einkommens-theorie, in der eine Erhöhung der Geldmenge einen direkten Einfluß auf die Zinssätze, nicht aber auf die Preise hat, ist deshalb ein wichtiges Bindeglied, um eine negativ *ceteris-paribus*-Beziehung zwischen Geld- und Zinsbewegungen abzuleiten. Die gegenteilige Annahme, daß der Realwert der Geldmenge eine endogene Variable sei, — daß also eine Beziehung zwischen der nominalen Geldmenge und dem absoluten Preisniveau bestehe, — ist die Grundlage für die Etablierung einer positiven Relation zwischen Geldmenge und Zins. Die historische Verbindung zwischen Zinssätzen und Preisen kann als *mutatis-mutandis*-Beziehung interpretiert werden, in der der anfängliche Liquiditätseffekt einer Geldmengensteigerung später durch den induzierten Einkommens- und Preiserwartungseffekt aufgehoben wird¹⁸.

Die monetaristische Theorie des Zinses stützt sich auf die enge Beziehung zwischen nominaler Geldmenge und Preisniveau, um die positive Relation zwischen monetärem Wachstum und dem Niveau der Marktzinssätze zu begründen. Daraus ergibt sich die Motivation für die von

wälzt werden. Die Variablen, die den Aufschlag bestimmen, sind der Produktivitätstrend, der es den Produzenten möglich macht (sogar dann, wenn die Löhne schneller steigen als die Preise), den Gewinnanteil aufrechtzuerhalten, Agrar- und Importpreise, die andere Kosten messen, und die Auftragsbestände, die Nachfrageverlagerungen anzeigen. Vgl. F. Deleuw und F. Gramlich, *The Channels of Monetary Policy*, Federal Reserve Bulletin, Juni 1969.

¹⁸ Die Aussage, daß die Fiskalisten eine monetäre Theorie des Zinses und eine nicht-monetäre Theorie des Preisniveaus haben, muß etwas modifiziert werden, wenn wir die breit angelegten ökonometrischen Modelle betrachten. Doch während in den größeren Modellen ein gewisser Feedback vom Geld zu den Preisen möglich ist, behalten sie doch die negative Beziehung von Geld und Zinssätzen bei, sogar bei Preisniveaueffekten. So senkt im FRB-MIT-Modell eine Zunahme der Geldmenge die Zinssätze, und diese Zinssätze kehren sogar bei Simulation über mehrere Jahre (20 Quartale) nicht auf ihr Ausgangsniveau zurück. In diesem Sinne behalten sogar die großen Modelle die Grundzüge der einfacheren fiskalistischen Modelle bei und nähern sich nicht den mehr klassischen Ergebnissen an. Vgl. G. Kaufman und R. Laurent, *Simulating Policy Strategies on the FRB-MIT Model Under Two Alternative Monetary Policy Regimes*, ein Staff-Memorandum, Federal Reserve Bank of Chicago, Oktober 1969.

den Monetaristen herausgearbeitete Unterscheidung zwischen *hohen* und *steigenden* Zinssätzen, die in den letzten Jahren zunehmend wichtiger geworden ist. Bei einer voll antizipierten Inflation erwarten wir sogar dann, wenn die realen Zinssätze (oder Ertragssätze) konstant bleiben, daß die Marktzinssätze hoch sind, weil sie die Inflationsrate widerspiegeln. Wenn z. B. der reale Zinssatz r 5 % beträgt und auf diesem Niveau bleibt, und wenn die Inflationsrate i auf Dauer mit einer jährlichen Rate von 20 % erwartet wird, muß der Marktzinssatz m steigen. Er wird über eine unbestimmte Periode steigen, bis die Inflationsrate voll antizipiert ist und er sich auf einem Niveau von 26 % einpendelt, wie sich aus Formel (1) ergibt:

$$(1) \quad m = r + i + r \cdot i$$

Diese bedeutsame Unterscheidung zwischen hohen (niedrigen) und steigenden (fallenden) Zinssätzen und ihre Beziehung zu steigenden (fallenden) Preisen wurde in den 90er Jahren von Irving *Fisher* herausgestellt.

Fishers Theorie, die monetäres Wachstum, Preisniveauvariationen und Marktzinssätze zueinander in Beziehung setzt, erklärt die widersprüchliche, jedoch gut belegte empirische Verbindung von hohen Zinssätzen und hohen Preisen — das *Gibson-Paradoxon*. Aus dem *Fisher-Modell* ergibt sich, daß Marktzinssätze hoch (niedrig) sind, wenn die Preise steigen (fallen); daß Marktzinssätze hinter Preisniveauveränderungen hinterherhinken; daß Marktzinssätze eng mit einem gewichteten Durchschnitt vergangener Preisniveauvariationen verknüpft sind. *Gibsons* empirische Ergebnisse, daß *hohe* Zinssätze mit *hohen* Preisen und niedrige Zinssätze mit niedrigen Preisen verbunden sind, lassen sich dann erklären, wenn ein beachtlich langer lag zwischen Zinssätzen und Preisen besteht. Die *Fisher'sche* Theorie nimmt einen Prozeßablauf an, in dem ein (exzessives) Wachstum der Geldmenge zuerst zu einer Preissteigerung und schließlich zu höheren Marktzinssätzen (nominalen Zinssätzen) führt¹⁹.

¹⁹ Für eine Analyse des *Gibson-Paradoxon* vgl. *I. Fisher*, *Appreciation and Interest*, New York 1930; *The Theory of Interest*, New York 1930; *J. M. Keynes*, *A Treatise on Money*, London 1930; *D. Meiselman*, *Bond Yield and the Price Level: The Gibson Paradoxon Regained*, in: *D. Carson* (Hrsg.), *Banking and Monetary Studies*, Homewood 1963; ders., *Money and Factor Proportions*, Manuskript 1964. Vgl. auch die Zusammenfassung der *Wicksell'schen* und *Keynes'schen* Analyse bei *P. Cagan*, *Determination and Effect of Changes in the Stock of Money*, Columbia University Press 1965; *M. Friedman* und *A. Schwartz*, *Trends in Money, Income and Prices*, Manuskript und *D. I. Fand*, *Keynesian Monetary Theories* ...

In ihrem umfassenden Artikel „Interest Rates and Price Level Changes 1952 — 1969“, a.a.O., geben *W. I. Yohe* und *D. S. Karnosky* eine kurze Darstellung der

In Anlehnung an das *Fisher*-Modell setzen Monetaristen eine monetäre Expansion, steigende Preise, mit steigenden (und hohen) Marktzinssätzen in Beziehung. Sie unterscheiden deshalb folgende Begriffe: 1. *steigende* Zinssätze, wenn die inflationären Erwartungen noch nicht das Niveau der tatsächlichen Preissteigerungen erreicht haben; 2. *hohe* (jedoch stabile) Zinssätze, wenn die Inflation voll antizipiert wird; 3. Marktzinssätze als Nominalzinssätze, die inflationäre Erwartungen einschließen; 4. Realzinssätze als Zinssätze, die um die Inflationsrate korrigiert sind. Monetaristen postulieren dementsprechend ein Aufeinanderfolgen von monetärer Expansion, Preissteigerungen und hohen Zinssätzen, unterscheiden zwischen nominalen und realen Zinssätzen und führen eine Preis-erwartungsvariable ein, um im Falle steigender Preise eine Steigerung der Marktzinssätze (im Verhältnis zum Realzins) zu erklären.

Im Gefolge der Liquiditätspräferenztheorie abstrahieren Fiskalisten (1) von jeder direkten Beziehung zwischen monetärem Wachstum und Preisen, (2) von jeder direkten Beziehung zwischen steigenden Preisen und steigenden (oder hohen) Marktzinssätzen und (3) von der hieraus resultierenden Divergenz zwischen Marktzinssätzen (nominalen Zinssätzen) und realen Zinssätzen. Sie unterscheiden nicht zwischen *steigenden* Zinssätzen und *hohen* Zinssätzen, zwischen Marktzinssätzen (Nominalzinssätzen) und Realzinssätzen und akzeptieren nicht die *Fisher*'sche Begründung der positiven *mutatis-mutandis*-Beziehung zwischen monetärer Expansion und hohen (oder steigenden) Zinssätzen. Entsprechend müssen sie, wenn sie empirische Daten erklären wollen, die auf eine positive Beziehung zwischen Zinssätzen und Preisen hindeuten, als verursachender Faktor steigender Marktzinssätze eine Erhöhung der Geldnachfrage — oder eine Steigerung der natürlichen Zinsrate im Verhältnis zum Marktzins — annehmen.

Die Implikationen der monetaristischen Theorien werden am klarsten, wenn wir die Abneigung der Fiskalisten, zwischen Marktzinssätzen und realen Zinssätzen zu unterscheiden und in die Analyse der Zinssatzbewegungen eine Preis-erwartungsvariable einzuführen, auf ihre Konsequenzen hin untersuchen. Es ergeben sich zwei subtile, aber wichtige und weitreichende Folgerungen: erstens müssen die Fiskalisten dauernde Aufwärtsbewegungen der Geldnachfrage — oder des natürlichen Zinssatzes —

Fisher'schen Theorie und eine erhellende Diskussion der theoretischen Aspekte des *Gibson*-Paradoxon. Sie referieren ihre Untersuchungen mit mehreren Gewichtungsmodellen für den Preis-erwartungseffekt, leiten alternative Schätzwerte für den realen Zinssatz ab und ziehen diese Analyse heran, um Zinssatzbewegungen der letzten Jahre zu erklären.

unterstellen, um einen fortwährenden Anstieg der Marktzinssätze zu erklären, da es ihnen annahmegemäß widerstrebt, steigende (oder hohe) Marktzinssätze mit steigenden Preisen und Preiserwartungen zu erklären; zweitens muß die fiskalistische Theorie entsprechend der Annahme, daß die Variabilität der Marktzinssatzbewegungen mit Änderungen der Realzinssätze zusammenhängt, notwendig implizieren, daß reale Zinssätze oder Ertragssätze, die Grenzproduktivität des Kapitals und der reale Sektor der Wirtschaft hochgradig instabil sind. Aber diese wichtige Schlußfolgerung hinsichtlich der Instabilität des realen Sektors ist offensichtlich verfehlt, wenn Marktzinssätze auf vergangene und gegenwärtige Preisniveauänderungen reagieren und sie reflektieren.

Damit wird die Bedeutung der monetaristischen Theorie einsichtig, die die Verbindung von steigenden Zinssätzen mit Inflation, von hohen Zinssätzen mit hohen Preisen und von hohen Zinssätzen mit exzessiven monetärem Wachstum erklären kann — eine Erklärung, die den Fiskalisten nicht verfügbar ist. Wollen die Fiskalisten die positive Beziehung zwischen Zinssätzen und Preisen erklären, so müssen sie Verlagerungen in der Geldnachfrage oder Steigerungen der natürlichen Zinsrate unterstellen, um steigende Marktzinssätze zu begründen. Die Annahme, daß die Variabilität der Marktzinssätze eine Reaktion auf die Schwankungen des Realzinses ist und die weitreichenden sich implizite ergebenden Schlußfolgerungen hinsichtlich der Instabilität der realen Wirtschaft sind so direkt mit dem analytischen Rahmen des Fiskalisten verknüpft — d. h. mit der Liquiditätspräferenztheorie des Zinses. Auf diese Weise wird der außerordentliche Beitrag der *Fisher'schen* Theorie ersichtlich, die Geld und Preise mit den Zinssätzen verknüpft.

IV. Eine monetaristische Betrachtung der Fiskalpolitik

Monetaristen und Fiskalisten bewerten ex definitione die relative Rolle der Geld- und Fiskalpolitik für die Stabilisierung unterschiedlich: Monetaristen analysieren die Besteuerungs- und Ausgabenentscheidungen eines Budgets — entsprechend der älteren prä-keynesianischen public-finance-Tradition — primär unter dem Aspekt der Allokation der Ressourcen zwischen privatem und öffentlichem Sektor und folgern, daß die Budgetpolitik nicht das Hauptinstrument zur Stabilisierung der Gesamtnachfrage sein sollte. Damit stehen sie natürlich in scharfem Widerspruch zu den Fiskalisten — in der post-keynesianischen Tradition —, die die Fiskalpolitik als die Schlüsselvariable zur Steuerung der Gesamtnachfrage herausstellen.

Monetaristen werden manchmal dahingehend interpretiert, als leugnen sie, daß fiskalische Überschüsse (oder Defizite) — z. B. eine Erhöhung (oder Senkung) der Steuern bei konstanten Staatsausgaben — irgend einen wesentlichen Effekt auf die Gesamtnachfrage hätten. Diese Schlussfolgerung ist m. E. nicht richtig. Monetaristen werden zweifellos zugeben müssen, daß eine Erhöhung der Steuern bei konstanten Staatsausgaben sicherlich zu einem Rückgang der privaten Ausgaben führt, wenn die Steuereinnahmen stillgelegt werden. Ebenso werden sie akzeptieren, daß eine Steuererhöhung bei Konstanz der Staatsausgaben wie der monetären Aggregate (oder ihrer Wachstumsrate) die Gesamtnachfrage reduziert. Eine Steuererhöhung erhöht den Überschuß (oder reduziert das Defizit), führt zu sinkenden Zinssätzen und zu einer Reduktion der privaten Ausgaben, wenn die gewünschte reale Kassenhaltung auf Zinsvariationen reagiert. Was die Monetaristen in Frage stellen, ist, ob eine *mutatis-mutandis*-Steuererhöhung, die mit einer Erhöhung der Staatsausgaben und der monetären Aggregate verbunden ist, notwendig die privaten Ausgaben oder die Gesamtnachfrage reduziert.

Ein Monetarist unterscheidet, da er die monetären Aggregate in den Mittelpunkt stellt, zwischen einer *mutatis-mutandis*-Steuererhöhung, bei der sowohl die Staatsausgaben als auch die Geldmenge sich verändern können, und einer *ceteris-paribus*-Steueränderung, bei der die Staatsausgaben und das Geldmengenwachstum konstant gehalten werden. Daß eine Steuererhöhung, die von einer gleich großen Erhöhung der Ausgaben begleitet wird, eher stimulierend als restriktiv wirkt, ist in der Finanztheorie ein anerkanntes Theorem, und es findet dadurch Berücksichtigung, daß Änderungen der fiscal policy mit Hilfe des full-employment surplus gemessen werden. Während jedoch der full-employment surplus die Steuern gegen die Ausgaben saldiert, sagt er nichts über eventuelle Geldmengenveränderungen aus noch wird er an die Größe des realen Bruttosozialproduktes angepaßt oder um Preisniveauveränderungen bereinigt.

Die Erkenntnis, daß fiskalische Restriktionsmaßnahmen durch eine Politik des leichten Geldes aufgehoben werden können, ist keine Besonderheit der Monetaristen. Die Eigentümlichkeit des monetaristischen Ansatzes besteht eher in der weiteren Aussage, daß diese Kompensation sogar bei steigenden Marktzinssätzen eintreten wird. Für den Monetaristen wird der geldpolitische Impuls eher durch die Mengengröße als durch Marktzinssätze bestimmt, und leichtes Geld (beschleunigtes Wachstum der monetären Aggregate) ist nicht notwendig unvereinbar mit steigenden

Zinssätzen. Das eingestandene Scheitern des Revenue and Control Act vom Juni 1968, der zu einer Abkühlung der wirtschaftlichen Aktivität führen sollte, scheint die Ansicht der Monetaristen zu unterstützen. Seitdem besteht eine größere Übereinstimmung, wenn nicht eine einheitliche Auffassung darüber, daß eine Steigerung der monetären Aggregate sogar dann, wenn die Marktzinssätze steigen, expansiv wirken und eine Steuererhöhung kompensieren kann. Aber das ist alles, was der Monetarist bezüglich der Fiskalpolitik in Frage stellen muß, und es ist sicher nicht gleichbedeutend mit der Aussage, daß fiskalpolitische Aktionen die Gesamtnachfrage nicht tangieren. Wollte man jeden kurzfristigen Stabilisierungseffekt fiskalischer Aktionen leugnen, so müßte man dahingehend argumentieren, daß Überschüsse (oder Defizite), wie hoch sie auch immer seien, keinen direkten Einfluß auf die Ausgaben via Änderungen des verfügbaren Einkommens haben; und daß sie keinen indirekten Effekt über Veränderungen der gewünschten Kassenhaltung oder der gewünschten Liquidität und der Umlaufgeschwindigkeit haben. Aber das kann nur in dem Ausnahmefall einer völlig (Zins-)unelastischen Geldnachfrage richtig sein.

Die monetaristische Analyse der Stabilisierungseffekte fiskalpolitischer Maßnahmen hängt von der Einschätzung der Richtung der Geldpolitik auf der Basis monetärer Aggregate ab, die, wie sich jüngst gezeigt hat, von der fiskalistischen Interpretation auf der Basis der Zinssätze grundlegend abweichen kann²⁰. Die fiskalistische Einschätzung der Geldpolitik wird deshalb Geldverknappung mit hohen (oder steigenden) Zinssätzen, stabile Geldpolitik mit stabilen Zinssätzen etc. verbinden. Daraus folgt, daß ein Budgetdefizit, wenn die Zinssätze stabil bleiben, entsprechend als

²⁰ Die Bedeutung dieses Punktes wird offensichtlich, wenn wir die Steuerpolitik vom Juni 1968 betrachten, als eine restriktive Maßnahme der Fiskalpolitik von steigenden Zinssätzen begleitet war. Für einen Fiskalisten handelt es sich hier um eine *kombinierte* Maßnahme, da der Anstieg des full-employment surplus — die fiskalische Restriktion — mit hohen Zinssätzen einherging — eine monetäre Restriktion. Aus der Verbindung eines Anstiegs der Marktzinssätze mit einer Erhöhung des full-employment surplus läßt sich die im Sommer 1968 offen geäußerte Furcht von einer Übersteuerung begründen, obwohl eine Situation gegeben war, in der die monetären Aggregate wie die Preise stark stiegen. Ein Monetarist würde die Kombination der politischen Aktivitäten des Sommers 1968 als eine *kompensierende* Maßnahme ansehen, da der Anstieg des full-employment surplus — die fiskalische Restriktion — mit einem beschleunigten Wachstum der Geldmenge verbunden war — eine monetäre Expansion. Darüber hinaus war die kompensierende geldpolitische Maßnahme offensichtlich stärker als die für massiv gehaltene Dosis der fiskalischen Restriktion. Vgl. D. I. Fand, *Some Issues in Monetary Economics*.

ceteris-paribus-Aktion gekennzeichnet wird — als ein fiskalischer Impuls bei konstanter Geldpolitik. Bei dieser Interpretation liegt es nahe, die Steigerung der Einkommen voll dem Defizit zuzuschreiben. Aber ein Budgetdefizit bei stabilen Zinssätzen setzt Geldschöpfung (durch das Bankensystem) und (beschleunigtes) Wachstum der monetären Aggregate voraus. Nimmt man die monetaristische Interpretation zu Hilfe, so stellt sich dieselbe Aktion als ein monetärer Stimulus dar — als eine expansive geldpolitische Aktion. Was sich bei Verwendung der Zinssätze zur Bestimmung der Richtung der Geldpolitik als fiskalische *ceteris-paribus*-Stimulierung darstellt, wird notwendig eine geldpolitische (*mutatis-mutandis*) Stimulierung, wenn die monetären Aggregate zur Bestimmung der Richtung der Geldpolitik herangezogen werden.

Da Defizite mit Geldschöpfung und Überschüsse mit einer Verringerung des Wachstums der Geldmenge verbunden sind, ist die Beweisführung zum großen Teil sowohl auf einkommenstheoretischer als auch auf quantitätstheoretischer Basis möglich²¹. Aufgrund der Erfahrungen der 30er und 50er Jahre haben sich Fiskalisten die Multiplikatoranalyse der Einkommenstheorie zu eigen gemacht; entsprechend stellen sie den full-employment surplus als Schlüsselvariable zur Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage in den Mittelpunkt und werten die alloкатive Funktion des Budgets im Verhältnis zu seiner Stabilisierungsfunktion ab. Bei diesem Konzept der Budgetpolitik wird vorausgesetzt, daß die Geldpolitik kein effizientes Instrument der Stabilisierung sein kann, ein Standpunkt, der bis vor kurzem unter Fiskalisten sehr verbreitet war²².

²¹ Defizite (und Überschüsse) werden in der Regel von einer Beschleunigung (Verlangsamung) des Geldmengenwachstums begleitet, und deshalb können Fiskalisten und Monetaristen zur Unterstützung ihres jeweiligen Standpunktes dieselben empirischen Untersuchungen heranziehen. Defizite im Staatshaushalt, die mit steigendem Einkommen, steigender Beschäftigung und steigenden Preisen verbunden sind, scheinen die Multiplikatortheorie der Fiskalisten zu stützen. Doch wenn eine Periode fiskalischer Stimulierung durch monetäre Expansion gekennzeichnet ist — wie z. B. die Steuersenkung von 1964 — stützt sie auch die monetaristische Theorie. Nur in Zeiten, in denen sich die Geldmenge und der full-employment surplus in entgegengesetzte Richtung bewegen, wie 1966 und 1968, können wir ihre relativen Effekte wirklich überprüfen. Vgl. *D. I. Fand*, *Some Issues in Monetary Economics*.

²² Obwohl die Stagnationsbefürchtungen der 30er Jahre in den frühen 50er Jahren etwas abklängen, wurde die Wiederbelebung der Geldpolitik unterbrochen, als sie sich unfähig zeigte, die milde Inflation der 50er Jahre zu bremsen. Viele Fiskalisten kamen zu dem Schluß, daß die Geldpolitik gegenüber milden Inflationen wirkungslos ist, die mit Lohn- oder Kostendruck, Gewinn-

Die Monetaristen haben die Interpretation der 30er und 50er Jahre, die die Stabilisierungstheorie der Fiskalisten so sehr geprägt hat, in Frage gestellt; eine Überprüfung der Argumente führt sie zu der Schlußfolgerung, daß der frühere Pessimismus der Fiskalisten ungerechtfertigt war und daß die Geldpolitik doch eine größere und entscheidende Rolle bei der Stabilisierung spielen kann²³. Außerdem haben die Monetaristen die fiskalistische Stabilisierungstheorie und die Schlüsselrolle des full-employment surplus in Frage gestellt. Sie bezweifeln, daß diskretionäre fiskalpolitische Aktionen die privaten Ausgaben ohne einen beachtlich langen lag beeinflussen können, daß diese Ausgabeneffekte sehr schnell eintreten und daß zeitweilige Budgetvariationen verlässliche und hinreichend vorhersehbare Effekte haben. Sie fragen, ob in der Multiplikatortheorie und den ökonometrischen Untersuchungen des Multiplikators hinreichend zwischen den *ceteris-paribus*- und den *mutatis-mutandis*-Effekten der Fiskalpolitik unterschieden wird; und sie fragen, ob die wichtigen Prioritätssetzungen, die durch die Budgetentscheidungen impliziert sind — die Bestimmung der relativen Größe und der Ressourcen, die dem öffentlichen Sektor zustehen sollen — unter dem Druck kurzfristiger Stabilisierungsziele stehen sollen. Nimmt man alles zusammen, so lassen diese Fragen Zweifel wach werden, ob eine diskretionäre Fiskalpolitik tatsächlich als kurzfristiges Stabilisierungsmittel geeignet ist.

aufschlag, administrierten Preisen, Nachfrageverlagerungen und sektoraler Inflation verbunden sind. Aus der fiskalistischen Interpretation unserer jüngsten Vergangenheit, wie sie sich in den frühen 60er Jahren manifestierte, scheint zu folgen, daß die Geldpolitik nicht nur in der schweren Depression der 30er Jahre versagte, sondern daß sie auch fast ebenso wirkungslos gegenüber den milden Inflationen fortgeschrittener Industrienationen der 50er Jahre war. Für eine nützliche Zusammenfassung dieser Standpunkte vgl. Joint Economic Committee, Staff Report on Employment, Growth, and Price Level, Washington 1959.

²³ Eine kürzlich erschienene Studie schließt mit folgenden Bemerkungen: Eine historische Untersuchung der letzten fünfzig Jahre zeigt, daß sich die wirtschaftliche Aktivität in jedem Falle, in dem sich die monetäre und die fiskalische Variable gegenläufig entwickeln, in Richtung der monetären Variablen und entgegen der Richtung der fiskalischen Variablen bewegt. Auf jede zyklische Schwankung der Geldmenge seit 1919 folgte eine proportionale zyklische Schwankung der ökonomischen Aktivität.

Sowohl die statistischen Ergebnisse wie die historischen Untersuchungen unterstützen die These, daß monetäre Einflüsse im Konjunkturzyklus einen wesentlichen Impuls für die ökonomische Aktivität darstellen. Aus diesen Ergebnissen folgt, daß die Geldpolitik in einem ökonomischen Stabilisierungsprogramm eine Hauptrolle spielen sollte. Vgl. M. W. Keran, Monetary and Fiscal Influences on Economic Activity — The Historical Evidence, Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, November 1969.

Die Monetaristen ziehen daraus den Schluß, daß diskretionäre Budgetvariationen kein wirksames Mittel für kurzfristige Stabilisierungszwecke sind, daß Änderungen der Fiskalpolitik eher einen dauerhaften Effekt auf den relativen Anteil des privaten und des öffentlichen Sektors haben. Entsprechend unterstreichen sie die entscheidende Rolle einer stabilisierenden Geldpolitik. Monetaristen leugnen nicht, daß diskretionäre fiskalpolitische Aktionen kurzfristig die Gesamtnachfrage beeinflussen, obwohl ihre Analyse dieser Effekte von der Analyse der Fiskalisten divergieren mag. Der bedeutsamste Unterschied zwischen Monetaristen und Fiskalisten ist vielleicht die Wahl jener Politiken, die die größte Wahrscheinlichkeit haben, die Wirtschaft auf einem Pfad hoher Beschäftigung bei stabilen Preisen zu halten. Monetaristen glauben, daß ein stabiles Geldmengenwachstum die beste Politik für die Stabilisierung der Wirtschaft ist, während Fiskalisten ihre Hoffnungen auf diskretionäre Veränderungen des full-employment surplus setzen²⁴.

Schlußbetrachtung

Dieser Beitrag umreißt das monetaristische Modell des Geldes und arbeitet die analytischen Aspekte heraus, die es vom fiskalistischen monetären Modell unterscheiden. Obwohl diese beiden Modelle gelegentlich mit den Schlagworten „Geld spielt eine Rolle“ oder „Geld allein spielt eine Rolle“ charakterisiert werden, bringt diese Gedächtnisstütze die analytischen Unterschiede in den jeweiligen Geldtheorien nicht voll zum Ausdruck. Um zu einem besseren Verständnis des monetaristischen Modells zu gelangen, müssen wir auch zwischen dem Geldschleier der Theorie und dem hoch wirksamen (Zentralbank-) Geld der Stabilisierungspolitik und zwischen der nominalen Geldmenge und der realen Geldmenge unterscheiden.

Das monetäre Modell (die Quantitätstheorie) der Monetaristen schließt eine Theorie des Geldes, der Preise und der Zinssätze ein, die von der Liquiditätspräferenztheorie der Zinssätze der Fiskalisten wesentlich verschieden ist. Die Monetaristen haben eine monetäre Theorie des Preis-

²⁴ Der time-lag der Geldpolitik war schon in den 50er Jahren bekannt, während die Entdeckung eines möglicherweise gleichlangen lags der Fiskalpolitik neueren Datums ist (steuerpolitische Aktivität nach 1968). Soweit die Unterschiede zwischen den Monetaristen und Fiskalisten auf der Annahme oder zumindest auf der Vermutung beruhen, ein fiskalischer lag existiere nicht, werden sie im Laufe der Zeit verschwinden.

Vgl. *J. M. Duesenberry, Tactics and Targets of Monetary Policy*, in: *Controlling Monetary Aggregates*.

niveaus, eine nicht-monetäre Theorie des (realen) Zinssatzes und eine Theorie, die steigende (oder hohe) Marktzinssätze (nominale Zinssätze) mit steigenden Preisen verbindet: Im Anschluß an *Fisher* postulieren sie einen Prozeßablauf, der von monetärer Expansion zu Preissteigerungen und hohen Zinssätzen führt; sie unterscheiden deshalb zwischen steigenden und hohen Zinsen und zwischen Marktzinsen und realen Zinsen; und sie erklären ein Steigen der Marktzinssätze (im Verhältnis zu den Realzinssätzen) durch Einführung einer Preiserwartungsvariablen, um dem Einfluß steigender Preise auf die nominalen Zinssätze Rechnung zu tragen. Die Fiskalisten haben demgegenüber eine monetäre Theorie der Zinssätze, eine nicht-monetäre Theorie des Preisniveaus und unterscheiden nicht zwischen steigenden und hohen Sätzen oder zwischen nominalen und realen Zinssätzen: Sie nehmen an, daß hohe (oder steigende) Marktzinssätze entsprechende Veränderungen in den Realzinssätzen widerspiegeln; und sie setzen die Variabilität der Marktzinssätze mit der Instabilität der realen Zinssätze in Beziehung. Die implizierte Instabilität der realen Wirtschaft ist in diesem Sinne ein Ausfluß des spezifischen analytischen Rahmens²⁵.

Die monetaristische Betrachtungsweise der Fiskalpolitik kann mißverstanden werden, weil sie eng mit der Art zusammenhängt, in der Monetaristen die Richtung der Geldpolitik interpretieren und messen. Eine Maßnahme, die von den Fiskalisten als fiskalpolitische Stimulierung definiert wird, kann von den Monetaristen genauso gut als monetäre Stimulierung angesehen werden, so daß eine eindeutige Nachprüfung des Wirklichkeitsgehalts der beiden Theorien nicht leicht ist. So können wir nur in den Fällen, in denen sich die Geldmenge und der full-employment surplus in entgegengesetzter Richtung entwickeln — wie 1966 und 1968, zu einem realen Test ihrer relativen wirtschaftspolitischen Wirksamkeit gelangen.

Das monetaristische Plädoyer für ein stabiles Geldmengenwachstum besagt nicht notwendig, daß diskretionäre Fiskalpolitik keinen kurz-

²⁵ Die Einkommenstheorie des Geldes, des Zinses und der Preise mag einige der problematischen Züge der jüngsten Stabilisierungspolitik erklären: die Neigung, Marktzinssätze als Indikator der Geldpolitik zu verwenden, die Neigung, Preisniveaueffekte eines extensiven monetären Wachstums herunterzuspielen; die Neigung, vom Einfluß inflationärer Erwartungen auf die Marktzinssätze zu abstrahieren; die Neigung, nominelle Variable zu behandeln, als seien sie reale Größen; und die Neigung, den Anstieg der Zinssätze in den USA seit 1965 als Reflex einer gestiegenen Geldnachfrage zu erklären und nicht als Ergebnis eines beschleunigten Wachstums der monetären Aggregate.

fristigen Effekt auf die volkswirtschaftliche Gesamtnachfrage hat. Es reicht für das monetaristische Anliegen aus, nachzuweisen, daß die Effekte zeitweiliger Budgetveränderungen ungewiß sind, daß sie lange und veränderliche lags haben, daß sie der Geldpolitik an Effektivität nicht überlegen (und vielleicht sogar unterlegen) sind und daß Budgetvariationen primär wegen ihrer wichtigen allokativen Effekte vorgenommen werden sollten. Die Erfahrungen seit 1968 und die Entdeckung, daß auch einige fiskalistische Effekte Verzögerungen unterliegen, sollten dazu dienen, die theoretische und wirtschaftspolitische Diskussion über die relative Rolle der Geld- und Fiskalpolitik in der Stabilitätspolitik wieder aufzunehmen.

Summary

A Monetarist Model of the Monetary Process

This paper assesses the Monetarists' model of money, emphasizing those analytical aspects which differentiate it from the Fiscalists' monetary model. Although these two models are sometimes categorized in terms of "money matters" or "only money matters", this mnemonic classification does not highlight the analytical distinctiveness of their respective monetary theories. To obtain a better understanding of the Monetarists' model we also need to distinguish the money veil of theory and the extremely potent, and highpowered, money of stabilization policy, and between nominal money and the real money stock.

The monetary model (Quantity theory) of the Monetarists incorporates a theory of money, prices and interest rates that differs substantially from the liquidity preference analysis of interest rates of the Fiscalists. Monetarists have a monetary theory of the price level, a non-monetary theory of the (real) interest rate, and a theory relating rising (or high) market rates (nominal interest rates) to rising prices: they postulate, following *Fisher*, a sequence leading from monetary expansion to rising prices and high market rates; they distinguish, therefore, between rising rates and high rates, and between market rates and real (interest) rates; and they rationalize a rise in market rates (relative to real rates) by introducing a price expectation variable in their model to capture the impact of rising prices on nominal interest rates. The Fiscalists, in contrast, have a monetary theory of the interest rate, a non-monetary theory of the price level, and do not distinguish either between rising and high rates or between nominal and real rates: they assume that high (or rising) market rates reflect corresponding changes in real rates; and they associate the variability of market rates with volatility in real rates. The implication concerning the instability of the real economy is, in this sense, related to this particular analytical framework.

The Monetarists' view of fiscal policy may also be somewhat misunderstood, because it is closely tied to the manner in which they calibrate and measure the posture of monetary policy. An action defined by Fiscalists as one of fiscal stimulus may also be defined by Monetarists as one of monetary stimulus, so that clear-cut discriminating tests of the two theories are not readily available. Thus, it is only when movements in the money stock and in the full-employment surplus go in opposite directions — as in 1966 and in 1968 — that we get any real tests of their relative effects.

The Monetarist advocacy of stable monetary growth does not necessarily imply that discretionary fiscal policy actions have no short run aggregate demand effects. It is sufficient for Monetarists to argue that the effects of temporary budgetary changes are uncertain, that they have long and variable lags, that they are not superior (and may be inferior) to monetary actions in terms of effectiveness, and that budgetary changes should be instituted primarily for their important allocative effects. The post-1968 experiences, and the discovery that some fiscal effects may also be subject to a lag, should serve to re-open theoretical and policy discussions of the relative roles of Monetary and Fiscal policy in stabilization.

Résumé

Un modèle monétariste du processus monétaire

Le présent article cerne le modèle monétariste de la monnaie et en extrait les aspects analytiques qui le distinguent du modèle monétaire fiscaliste. Quoiqu'on puisse caractériser occasionnellement ces deux modèles par des expressions telles que „la monnaie joue un rôle“, ou „seule la monnaie joue un rôle“, ces aides-mémoires n'éclairent pas les différences existant entre les deux théories monétaires. Afin de parvenir à une meilleure compréhension du modèle monétariste, il faut établir une distinction entre le voile monétaire de la théorie et la monnaie très efficace (de la banque d'émission) de la politique de stabilisation comme entre les masses monétaires nominale et réelle.

Le modèle monétaire des monétaristes (la théorie quantitative) inclut une théorie de la monnaie, des prix et des taux d'intérêt qui s'écarte notablement de la théorie de la préférence pour la liquidité des taux d'intérêt professée par les fiscalistes. Les monétaristes ont une théorie monétaire du niveau des prix, une théorie non-monétaire du taux (réel) d'intérêt et une théorie qui lie les taux d'intérêt croissants (ou élevés) du marché (taux nominaux) à la hausse des prix: se joignant à Fisher, ils postulent un déroulement du processus, qui de l'expansion monétaire conduit à des hausses de prix et à des taux d'intérêt élevés; ils établissent par conséquent une distinction entre des taux croissants et des taux élevés ainsi qu'entre les taux du marché et les taux réels; et ils expliquent l'élévation des taux du marché (par rapport aux taux réels) par l'intro-

duction d'une variable d'anticipation de prix afin de tenir compte de l'influence de la hausse des prix sur les taux d'intérêt nominaux. Les fiscalistes en revanche professent une théorie monétaire des taux d'intérêt et une théorie non-monétaire du niveau des prix, et ne font aucune distinction entre des taux d'intérêt croissants et élevés ou entre des taux nominaux et réels: ils estiment que des taux du marché élevés (ou croissants) se répercutent dans les taux réels et rapprochent la variabilité des taux du marché de l'instabilité des taux réels. L'instabilité implicite de l'économie réelle est en ce sens une émanation du cadre économique analytique spécifique.

Le mode d'interprétation monétariste de la politique fiscale pourrait être mal compris parce que très proche de la manière dont les monétaristes interprètent et mesurent l'orientation de la politique monétaire. Une mesure définie par les fiscalistes comme stimulation fiscale peut tout autant être considérée par les monétaristes comme stimulation monétaire; c'est pourquoi l'on ne dispose guère d'études probantes séparant exactement les deux théories. L'on doit donc se borner dans les cas où la masse monétaire et le surplus de plein emploi se développent en sens opposés, comme en 1966 et 1968, à effectuer une sorte de test réel de leur efficacité relative.

Le plaidoyer monétariste en faveur d'une croissance stable de la masse monétaire n'implique pas nécessairement qu'une politique fiscale discrétionnaire n'a aucun effet à court terme sur la demande économique globale. Il suffit aux monétaristes de démontrer que les effets de variations budgétaires temporaires sont incertains, qu'ils postulent des délais longs, et variables, qu'ils ne sont pas supérieurs en efficacité à la politique monétaire (et peut-être pas inférieurs) et que des variations budgétaires ne doivent être entreprises en premier lieu qu'en vertu de leurs importants effets d'allocation. Depuis 1968, l'expérience et la découverte de la nature temporisatrice de certains effets fiscaux devraient contribuer à la reprise de l'examen théorique et économique du rôle relatif des politiques monétaire et fiscale dans la question de la stabilité.