

Geldpolitik als Liquiditätspolitik^{*}

Ein Vorschlag zur Neugestaltung des geldpolitischen Instrumentariums

Von Alois Oberhauser, Freiburg i. Brsg.

I. Problemstellung

Seit der „Wiederentdeckung des Geldes“ Anfang der Fünfziger Jahre haben sich die Vorstellungen über die Wirksamkeit und optimale Handhabung der Geldpolitik erheblich gewandelt und eine breite Fächerung erfahren. Die ursprünglichen Hoffnungen, die in die Möglichkeiten der Geldpolitik zur Erreichung des Stabilitätsziels gesetzt wurden, haben sich nur zum geringen Teil erfüllt¹. Es ist in keinem der westlichen Industrieländer gelungen, über längere Perioden ein weitgehend stabiles Preisniveau zu erhalten. In allen mußten mehr oder weniger starke Preissteigerungen hingenommen werden, wenn es auch unbestreitbar ist, daß die geldpolitischen Instanzen in manchen Phasen der Entwicklung zur größeren Stabilität des Preisniveaus beitrugen.

Der Geldpolitik wird außerdem vorgeworfen, daß der zeitliche Abstand zwischen dem Einsatz der geldpolitischen Instrumente und ihren Auswirkungen auf Nachfrage und Preisniveau zu lang sei und stark schwanke, daß dadurch die Wirkungen unkontrollierbar würden, häufig erst in Perioden anfielen, in denen bereits andere Effekte erwünscht

* Einigen Mitarbeitern der volkswirtschaftlichen Abteilung der Deutschen Bundesbank und den Teilnehmern an einem Arbeitskreis der Staatswirtschaftlichen Fakultät der Universität München, mit denen ich eine vorläufige Fassung der hier geäußerten Gedanken diskutieren konnte, bin ich für verschiedene kritische Hinweise zu großem Dank verpflichtet; desgleichen meinen Assistenten am Institut für Finanzwissenschaft der Universität Freiburg.

¹ Vgl. z. B. Ernst Dürr, Wirkungsanalyse der monetären Konjunkturpolitik Frankfurt 1966, S. 11 ff.; ders., Geldpolitik, in: Wirtschaftswoche, 1971, H. 52, S. 29 ff. und H. 53, S. 33 f.; Warren L. Smith, On the Effectiveness of Monetary Policy, AER, Bd. 46, 1956, S. 588 ff.

seien und daß die Geldpolitik somit sogar zu einer Verschärfung der konjunkturellen Schwankungen beitragen könne². Alle diese Einwände lassen sich mit empirischen Beispielen belegen.

Aufgrund der Unzulänglichkeiten der Geldpolitik wird vielfach, vor allem auch von den Vertretern der Zentralbanken, gefordert, daß die Wirkungsanalyse geldpolitischer Maßnahmen verfeinert, der Einsatz des Instrumentariums rationeller gestaltet und die Instrumente selbst verbessert und erweitert werden sollten. Auf der anderen Seite wird jedoch in steigendem Maße überhaupt die Möglichkeit zu einem befriedigenden aktiven Einsatz der Geldpolitik geleugnet. Neben Milton *Friedman* und seiner Schule plädieren auch andere Autoren für einen Verzicht auf aktive Geldpolitik und empfehlen einen am langfristigen Wachstum orientierten Geldmengenautomatismus (Regelmechanismen), da nur auf diese Weise die Unzulänglichkeiten des derzeitigen Systems überwunden und wenigstens längerfristig annähernde Preisstabilität oder sogar Preisniveausenkungen erreicht werden könnten³.

In den folgenden Ausführungen werden die mit einem Geldmengenautomatismus zusammenhängenden Fragen ausgeklammert, zumal es nach Ansicht des Verfassers fraglich ist, ob die Voraussetzungen, die für ein befriedigendes Funktionieren eines solchen Systems gegeben sein müßten, überhaupt realistisch und realisierbar sind. Das Ziel der Überlegungen ist vielmehr zu untersuchen, welche Folgerungen sich für eine optimale Gestaltung des geldpolitischen Instrumentariums aus den Erkenntnissen der Liquiditätstheorie des Geldes⁴ ergeben, die zu einer

² Vgl. Milton *Friedman*, Der Lag in der Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen. In: *Die optimale Geldmenge*, München 1970, S. 237 ff.; John M. *Culbertson*, Friedman on the Lag in Effect of Monetary Policy. In: *J. of Pol. Ec.*, Bd. 78, 1960, S. 617 ff.; J. *Kareken*, und R. M. *Solow*: Lags in Monetary Policy. In: *Commission on Money and Credit, Stabilization Policies*, 1963, S. 2 ff. Siehe auch Ulrich *Teichmann*, Möglichkeiten und Grenzen einer antizyklischen Geldpolitik. In: *Kredit und Kapital*, 5. Jg. 1972, S. 72 ff.

³ Vgl. Milton *Friedman*, Die optimale Geldmenge und andere Essays, München 1970, S. 67 f. u. S. 155. James W. *Angel*, Appropriate Monetary Policies and Operations in the United States Today. In: *Review of Economics and Statistics* (Suppl.), 1960, Bd. 42, S. 247 ff. Siehe auch Herbert *Müller* und Artur *Woll*, Neuere Vorschläge zur Geldpolitik und die Möglichkeit ihrer Verwirklichung in der Bundesrepublik Deutschland. In: *25 Jahre Marktwirtschaft in der Bundesrepublik Deutschland*, Stuttgart 1972, S. 193 ff.; John M. *Culbertson*, *Macroeconomic Theory and Stabilization Policy*. New York 1968, S. 452 ff.

⁴ Vgl. *Report of the Committee on the Working of the Monetary System* (Radcliffe-Report), London 1959. Günter *Schmölders*, Von der „Quantitäts-

neuen Sicht geldtheoretischer Zusammenhänge und monetärer Wirkungsweisen geführt hat. Allerdings darf nicht übersehen werden, daß die liquiditätstheoretischen Vorstellungen keineswegs einheitlich sind und daß eine festgefügte Theorie noch nicht besteht. Trotzdem erlauben die beiden Haupterkenntnisse dieser Theorie, nämlich daß nicht die Verfügbarkeit über Geld, sondern die über Liquidität für das Verhalten der Wirtschaftssubjekte und insbesondere auch der Banken relevant ist und daß die Geldmenge in hohem Maße endogen bestimmt ist, entscheidende Schlußfolgerungen für die Beurteilung und Handhabung der Geldpolitik. Auf die liquiditätstheoretische Konzeption des Verfassers kann in diesem Zusammenhang nicht näher eingegangen werden; sie wird jedoch aus den Überlegungen deutlich.

Die geldpolitischen Instrumente, deren sich die Zentralbanken derzeit zur Durchführung ihrer Maßnahmen bedienen, basieren noch in erheblichem Umfang — trotz einer gewissen Fortentwicklung — auf quantitätstheoretischen Vorstellungen. Die Einsichten der Liquiditätstheorie des Geldes sind bislang weder bei der Gestaltung noch bei dem Einsatz der geldpolitischen Instrumente zulänglich berücksichtigt worden. Ein großer Teil der Mißerfolge der Geldpolitik kann mit Hilfe dieser Theorie erklärt werden. Es scheint daher an der Zeit zu sein zu prüfen, ob nicht durch eine Neugestaltung des geldpolitischen Instrumentariums die Wirksamkeit der Geldpolitik wesentlich verbessert werden kann.

Die Voraussetzungen, von denen im folgenden ausgegangen wird, entsprechen weitgehend denen in den westlichen Industrieländern. Es

theorie zur Liquiditätstheorie“ des Geldes. Mainz 1960; Assar *Lindbeck*, The „New“ Theory of Credit Control in the United States. Stockholm 1959; Wolfgang *Graebner*, Direkte Kontrollen als Mittel der Geldpolitik, Köln 1966, S. 9 ff.; A. E. *Jasay*, The Working of the Radcliffe Monetary System, in: Oxford Economic Paper, Vol. 12, 1960, S. 170 ff.; N. *Kaldor*, The Radcliffe Report. Rev. of Ec. and Stat., Bd. 42, 1960, S. 14 ff.; H. *Lindner*, Geldstromtheorie und Liquiditätstheorie, Frankfurt 1962; H. *Weise*, Probleme der Geld- und Kreditpolitik im Lichte des Radcliffe-Reports, Tübingen 1964; L. *Robbins*, Monetary Theory and the Radcliffe-Report. In: Politics and Economics, London 1963, S. 197 ff.; S. *Axilrod*, Liquidity and Public Policy. In: Fed. Res. Bull., 1961, S. 1161 ff.; E. *Kreuzaler*, Der konjunkturpolitische Handlungsspielraum der Deutschen Bundesbank und seine Ausnutzung im Wachstumszyklus 1963/67. Eine Analyse aufgrund des Konzepts einer liquiditätsorientierten Geldpolitik. Diss. Freiburg 1969; A. K. *Cairncross*, Monetary Policy in a Mixed Economy, Stockholm 1960; N. *Gaskin*, Die Liquidität und der Geldmechanismus. In: Geld- und Bankpolitik, Köln 1969, S. 292 ff.; Claus *Köhler*, Orientierungshilfen für die Kreditpolitik, Berlin 1968; ders., Geldwirtschaft, Berlin 1970.

wird angenommen, daß die Zentralbank aktiv zur Realisierung der verschiedenen geldpolitischen Ziele beizutragen versucht und nicht nur passiv aufgrund vorgegebener Regelmechanismen operiert. Von hundertprozentigen Mindestreserveverpflichtungen für die Geschäftsbanken wird abgesehen. Des weiteren wird unterstellt, daß die internationale Währungsordnung durch feste Wechselkurse und weitgehende Konvertierbarkeit der Währungen gekennzeichnet ist, wenn auch berücksichtigt werden muß, daß der Übergang zu einer größeren Wechselkursflexibilität die Aufgaben der Geldpolitik wesentlich erleichtern würde.

Um stärker realitätsbezogen argumentieren zu können, wird darüber hinaus auf die deutschen Verhältnisse abgestellt. Zwischen den einzelnen westlichen Industrieländern bestehen nicht unerhebliche Unterschiede in den Institutionen und den Verhaltensweisen der monetären Instanzen. Dieses zeigt sich auch in dem jeweiligen Zuschnitt der geldpolitischen Instrumente.

Zusammenfassend läßt sich die Problemstellung der weiteren Überlegungen in der Frage formulieren: Wie sollte unter den deutschen Gegebenheiten das geldpolitische Instrumentarium gestaltet werden, um einen möglichst effizienten Einsatz zu ermöglichen?

Um diese Frage zu beantworten, scheint es angebracht, zunächst kurz auf die Ursachen der mangelnden Wirksamkeit der Geldpolitik einzugehen. Anschließend werden die Unzulänglichkeiten des heutigen geldpolitischen Instrumentariums aufgewiesen, um dann unter Berücksichtigung der in diesen beiden Abschnitten gewonnenen Erkenntnisse einen Vorschlag zur Neugestaltung zu entwickeln. Um zu weiteren Diskussionen anzuregen, wird thesenartig und manchmal provozierend formuliert. Die Ausführungen beschäftigen sich fast ausschließlich mit dem kontraktiven Einsatz geldpolitischer Instrumente, da über die mangelnde Fähigkeit der Geldpolitik, mit Hilfe expansiver Maßnahmen wirtschaftliche Rückschläge zu überwinden, überwiegend Einigkeit besteht.

II. Ursachen der mangelnden Wirksamkeit der Geldpolitik

Die Hauptursache für die unzulänglichen Erfolge der Geldpolitik ist darin zu sehen, daß die Zentralbank nicht nur die umlaufende Geldmenge, sondern auch die Zentralbankgeldmenge nicht in der Hand hat — von den Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit ganz abgesehen. Veränderungen der Zentralbankgeldmenge kommen ohne aktives Mit-

wirken der Zentralbank⁵ und häufig gegen ihre geldpolitischen Intentionen durch das Handeln der Geschäftsbanken und des Staates und durch außenwirtschaftliche Faktoren zustande — und zwar in einem Umfang, der das Erreichen stabilitätspolitischer Ziele weitgehend unmöglich macht. Wie noch zu zeigen sein wird, sind die Veränderungen der Zentralbankgeldmenge und der umlaufenden Geldmenge in starkem Maße endogen bestimmt und können nur beschränkt exogen durch die Zentralbank festgelegt werden⁶.

Ein zweiter Grund für die mangelnde Wirksamkeit der Geldpolitik ist darin zu sehen, daß sie in gleicher Weise wie die Geldtheorie noch viel zu sehr geldmengenorientiert⁷ ist, d. h., daß dem Geld im Verhältnis zur Sekundärliquidität eine zu große Bedeutung beigemessen wird. Das zeigt sich auch an der Gestaltung und Handhabung des geldpolitischen Instrumentariums.

Bevor diese Thesen begründet werden, erscheint es notwendig, den für die Geldpolitik relevanten Begriff der Liquidität kurz zu erläutern. Die noch nicht abgeschlossene Diskussion um Inhalt und Arten der Liquidität läßt eine verwirrende Vielfalt von Auffassungen deutlich werden⁸. Für den Bereich der Geldpolitik läßt sich das Abgrenzungsproblem jedoch einigermaßen lösen. Es ist angebracht, den Liquiditätsbegriff von den Aufgaben der Geldpolitik her zu bestimmen. Unter den Voraus-

⁵ Vgl. Bernhard *Gaude*, Die Mechanismen der Zentralbankgeldschöpfung und ihre Kontrollierbarkeit durch die Zentralbank. Berlin 1969 *passim*.

⁶ Vgl. z. B. Günter *Schmölders*, Geldpolitik. Berlin 1968, S. 117. Claus *Köhler*, Thesen und Gegenthesen. In: WWA, Bd. 105, 1970 II, S. 32 ff.

⁷ Das gilt auch für die erweiterte Geldbasis, wie sie neuerdings von verschiedenen Autoren verwandt wird. Vgl. z. B. Lionall C. *Andersen* und Jerry L. *Jordan*, The Monetary Base — Explanation and Analytical Use. In: Rev. of the Fed. Res. Bank of St. Louis, Bd. 50, 1968, S. 7 ff. M. *Friedman* und A. J. *Schwartz*, A Monetary History of the United States 1867 - 1960, Princeton 1963, S. 650; Hans-Jürgen *Meltzer*, Die Diskussion um die intermediären Finanzinstitutionen unter besonderer Berücksichtigung der deutschen Verhältnisse. Diss. Freiburg 1970, S. 56 ff.

⁸ Vgl. Leonhard *Gleske*, Die Liquidität in der Kreditwirtschaft, Frankfurt 1954; Otto *Veit*, Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität, Frankfurt 1948; Wolfgang *Stützel*, Liquidität, in: HdSW, Bd. 6, Göttingen 1959, S. 622 ff.; Emil M. *Claasen*, Probleme der Geldtheorie, Berlin 1970, S. 41 ff.; Wolfgang *Graebner*, Direkte Kontrollen als Mittel der Geldpolitik, a.a.O., S. 14 ff.; F. W. *Paish*, Was ist Liquidität eigentlich? In: Geld- und Bankpolitik, Köln 1969, S. 283 ff.; H.-J. *Jarchow*, Theoretische Studien zum Liquiditätsproblem, Tübingen 1969, S. 3 ff.

setzungen des heutigen Geldsystems muß die Geldpolitik darauf gerichtet sein, die Zentralbankgeldmenge und die potentiellen Quellen von Zentralbankgeld unter Kontrolle zu halten in der Erwartung, dadurch auch die umlaufende Geldmenge zu steuern. In diesem Sinne wird vielfach für die Zentralbankgeldmenge der Terminus Primärliquidität, für die Größen, die jederzeit in zusätzliches Zentralbankgeld umgewandelt werden können, der Begriff Sekundärliquidität verwandt. Beides zusammen soll im folgenden als Liquidität bezeichnet werden, obwohl in einem weiteren Wortsinne auch die anderen Aktiva Liquidität, wenn auch in unterschiedlichem Maße, besitzen.

Beim vorliegenden Untersuchungsobjekt geht es dabei im wesentlichen nur um die Primär- und Sekundärliquidität der Banken. Ob und inwieweit die intermediären Finanzinstitutionen in den unmittelbaren geldpolitischen Einflußbereich einbezogen werden sollten, braucht in diesem Zusammenhang nicht diskutiert zu werden. Nicht-Banken sind für die potentiellen Veränderungen der Zentralbankgeldmenge nur insoweit relevant, als sie unter den genannten Bedingungen fester Wechselkurse und freier Konvertibilität durch monetären Kapitalimport eine Erhöhung der Zentralbankgeldmenge herbeiführen können.

Für die Geldpolitik ist nicht die Liquidität der einzelnen Banken, sondern nur die des gesamten Bankensystems relevant⁹. Eine einzelne Bank ist jederzeit in der Lage, ihre Verfügbarkeit über Zentralbankgeld außer aus den verschiedenen Sekundärliquiditätspositionen durch den Verkauf von Wertpapieren, die Kreditnahme bei anderen Banken, eine geringere Gewährung von Krediten im Verhältnis zu den Tilgungen und den Neueinlagen und auf vielfältige andere Weise zu erhöhen. Was jedoch die einzelne Bank auf diese Weise an Zentralbankgeld gewinnt, verlieren andere Banken oder — bei Berücksichtigung des Bargeldumlaufs — andere Wirtschaftssubjekte.

Infolgedessen kann es als erste Annäherung angesehen werden, wenn die Bundesbank zur (Sekundär-)Liquidität des Bankensystems neben den nichtausgenutzten Rediskontkontingenten die (relativ geringen)

⁹ Infolgedessen kann auch zurücktreten, daß für das einzelne Wirtschaftssubjekt und die einzelne Bank Liquiditätshöhe und Liquiditätsstatus nicht nur von den Bestandsgrößen, sondern auch von den (erwarteten) Stromgrößen bestimmt sind und daß sie aufgrund der in der Realität gegebene Ungewißheit in erheblichem Umfang von der subjektiven Beurteilung abhängen, die durch psychologische Faktoren, die konjunkturelle Lage und die Erwartungen über die zukünftige Entwicklung mitbestimmt wird. Vgl. Günter Schmölders, Geldpolitik, a.a.O., S. 99 f.

Überschußguthaben bei der Zentralbank, die inländischen Geldmarktpapiere und die kurzfristigen Auslandsanlagen rechnet¹⁰ und aus dem Verhältnis von Sekundärliquidität zum Einlagevolumen eine Liquiditätsquote ermittelt¹¹, auf die weiter unten eingegangen wird. In vollem Umfang wird — gemessen an der genannten Abgrenzung — die Sekundärliquidität des Bankensystems auf diese Weise jedoch nicht erfaßt, da die Rückgriffsmöglichkeiten auf Lombardkredite¹², die Verschuldensmöglichkeiten im Ausland sowie der Abbau langfristiger Auslandsguthaben fehlen — Größen, die allerdings nicht alle exakt bestimmt werden können.

Darüber hinaus ist es in einem gewissen Umfang irreführend, diese Sekundärliquidität als freie oder sogar als frei verfügbare Liquiditätsreserven zu bezeichnen; denn faktisch benötigen die Banken einen mehr oder weniger großen Teil dieser Sekundärliquidität in Verbindung mit den Mindestreserven als Reserven für die Einlagen und sonstigen Verpflichtungen. Wie aus den Erfahrungen, auf die weiter unten noch eingegangen wird, geschlossen werden kann, hielten die Banken in der Bundesrepublik in den letzten Jahren neben den Mindestreserven etwa 5 % bis 6 % des Einlagevolumens als zusätzliche Liquiditätsreserven für unbedingt erforderlich (vgl. die Entwicklung der Liquiditätsquote im unteren Teil des Schaubildes 1). Das wird daraus ersichtlich, daß die Banken, wenn die Sekundärliquidität tiefer zu sinken drohte, zu einer

¹⁰ Vgl. Erläuterungen zur Liquiditätsanalyse der Bundesbank. In: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1970, S. 31.

¹¹ Die vom Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung seit Jahren berechnete Liquiditätsquote weicht von der der Bundesbank aus wenigstens derzeit nicht mehr ersichtlichen Gründen ab. Die vom Institut gewählte Berechnungsgrundlage entbehrt der theoretischen Rechtfertigung, da die Liquiditätsreserven bestimmt nicht richtig ermittelt werden, wenn die nicht-ausgenutzten Rediskontkontingente nicht berücksichtigt und dafür die aufgenommenen Refinanzierungskredite (Rediskont- und Lombardkredite) abgezogen werden. Vgl. z. B. Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung, 1971, S. 31, Anm. 10. Die Bundesbank hat eine derartige Saldierung mit den liquiden Aktiva abgelehnt, da im Gegensatz zum Beispiel zu den USA „in der Bundesrepublik eine dauernde Verschuldung der Geschäftsbanken bei der Bundesbank keineswegs als systemwidrig“ betrachtet werden kann. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, April 1965, S. 30.

¹² Es ist nicht ohne weiteres konsequent, wenn bei den Berechnungen der Bundesbank die aufgenommenen Lombardkredite von den genannten Größen abgezogen werden, das neuerdings auf etwa 20 % des Rediskontvolumens begrenzte Lombardkreditpotential als zusätzliche Sekundärliquidität aber nicht berücksichtigt wird. Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971, S. 116.

weiteren Buchgeldschöpfung nicht mehr bereit oder nicht in der Lage waren. Man kann daher von einer Art Untergrenze an Sekundärliquidi-tätsreserven sprechen, die von den Banken nicht (gravierend) unterschritten wird. Diese Grenze ist allerdings nicht objektiv festzulegen, sondern vom Verhalten der Banken abhängig. Daraus erklärt sich auch, daß sie sich im Zeitablauf sowohl nach oben wie nach unten verlagern kann¹³ und stark von den Erwartungen der Banken über die zukünftige Liquiditätsentwicklung und über die Zentralbankpolitik mitbestimmt wird¹⁴. Als Überschuß- oder frei verfügbare Liquiditätsreserve im eigentlichen Wortsinne sollte also nur die Liquidität bezeichnet werden, die über diese Grenze hinausgeht¹⁵.

Nach diesen Bemerkungen zur Abgrenzung der Liquidität der Banken kann wieder zu den Ursachen der mangelnden Wirksamkeit der Geldpolitik zurückgekehrt werden. Die beiden oben genannten Gründe lassen sich aus einer empirischen Beobachtung des Umfangs und der Veränderung der Sekundärliquidität (der Banken) relativ leicht ableiten. Da in diesem Zusammenhang keine ins einzelne gehende Analyse durchgeführt werden kann, wird an der Quote der freien Liquiditätsreserven angeknüpft, die seit einigen Jahren von der Bundesbank veröffentlicht wird und deren Verlauf im unteren Teil des Schaubildes 1 wiedergegeben ist. Darauf, daß nicht die gesamte Sekundärliquidität erfaßt ist und auch nicht erfaßt werden kann, wurde bereits hingewiesen.

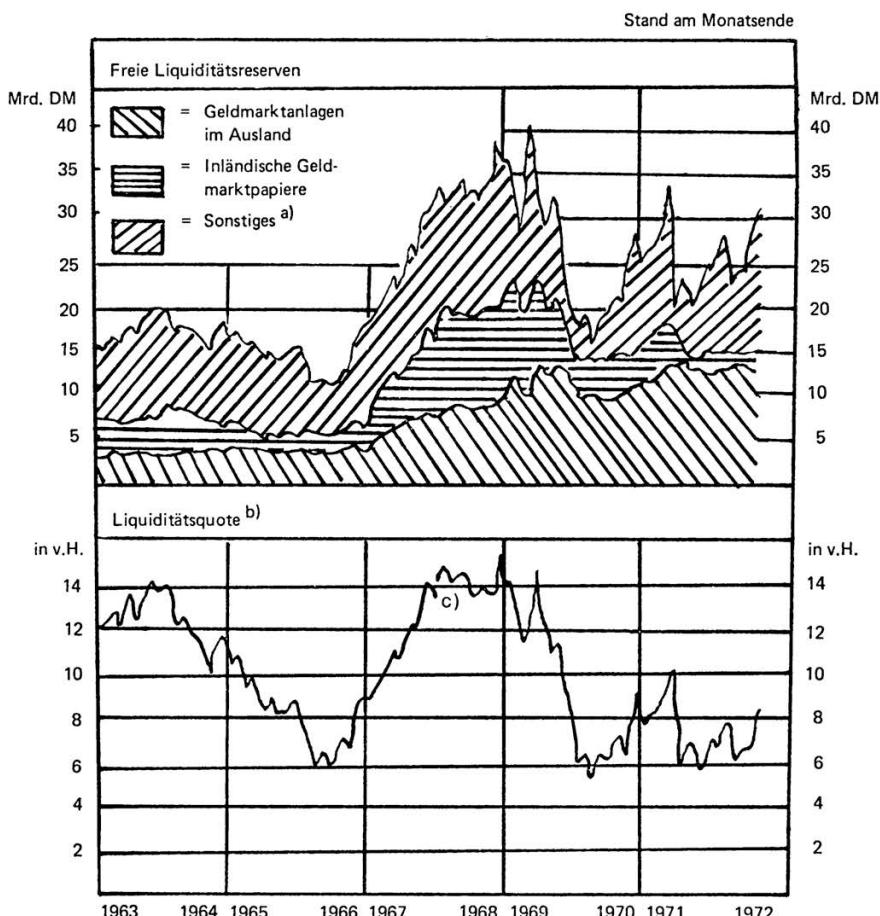
Interpretiert man das Schaubild auf dem Hintergrund der konjunkturellen Entwicklung, so lassen sich folgende Schlußfolgerungen ableiten:

¹³ Langfristig ist diese Grenze, wie sich aus einer Zurückverfolgung des statistischen Materials bis 1958 ergibt, wahrscheinlich gesunken, wobei die zunehmende internationale Verflechtung der monetären Märkte erheblich mitgewirkt haben dürfte. Das nicht untergliederte Zahlenmaterial für die früheren Jahre ab 1958 ist enthalten in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1970, S. 33.

¹⁴ Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Dez. 1971, S. 12.

¹⁵ Hieraus ergeben sich die Probleme der sehr fraglichen Ermittlung des „rechnerischen Kreditschöpfungsspielraums“ der Banken durch den Sachverständigenrat. Selbst in Perioden extremer Liquiditätsanspannung aufgrund restriktiver Geldpolitik hätte in der Vergangenheit nach diesen Berechnungen der Kreditschöpfungsspielraum und damit das Buchgeldschöpfungspotential der Banken ein Volumen von mehreren hundert Milliarden DM betragen, was einer Vervielfachung der umlaufenden Geldmenge gleichgekommen wäre. Die unrealistischen Annahmen, von denen der Sachverständigenrat ausgeht, führen somit zu einer weitgehenden Unfruchtbarkeit des im Prinzip richtigen Ansatzes. Vgl. Jahrestsberichte des Sachverständigenrates 1971, TZ 141 ff.

Schaubild 1: Entwicklung der Bankenliquidität



a) Unausgenutzte Rediskontkontingente und Zentralbankguthaben vermindernd um das Mindestreservesoll und die aufgenommenen Lombardkredite.

b) Liquiditätsreserven in Prozent des Einlagenvolumens.

c) Statistischer Bruch bedingt durch Neuabgrenzung des Einlagenvolumens.

Quellen:

1963 - 1969: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1969, Schaubild S. 49.

1970 - 1972: Monatsbericht der Deutschen Bundesbank, 24. Jhg., Nr. 8, August 1972, Tab. I 3.

1. Es fällt zunächst einmal auf, daß bei restriktivem Einsatz die Geldpolitik in dem im Schaubild wiedergegebenen Zeitraum immer nur dann geprägt hat, wenn die (Sekundär-)Liquiditätsquote auf etwa 6 % gesunken war — nämlich in den Jahren 1966, 1970 und 1971,

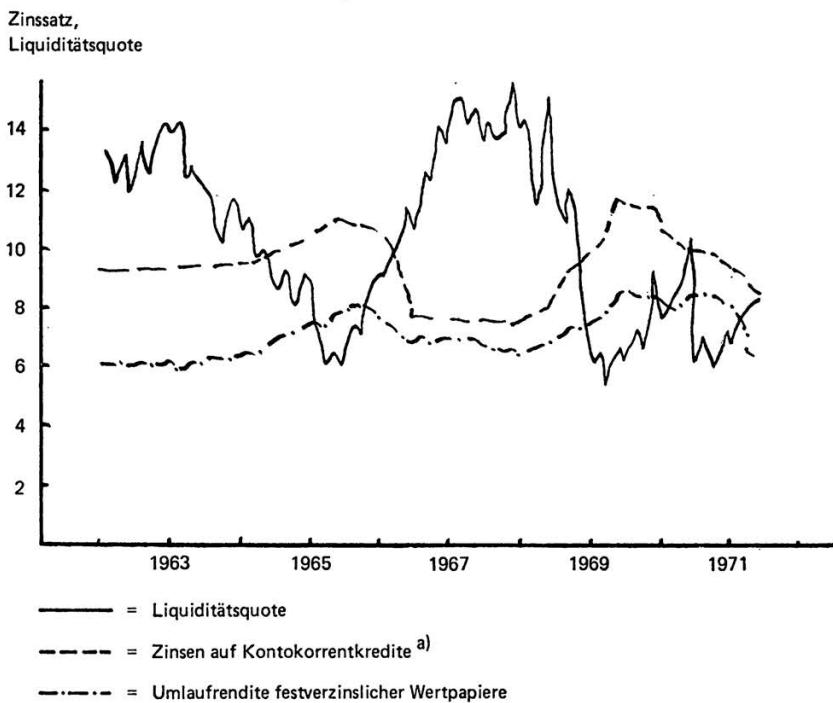
wobei die Freigabe der Wechselkurse im letzten Zeitpunkt mitgewirkt hat. Hieraus läßt sich auf die bereits erwähnte Untergrenze schließen. Offensichtlich war bei Erreichung dieser Grenze der Liquiditätsspielraum der Banken (die Überschußliquidität) so stark eingegengt, daß sie die Ausweitung des Kreditvolumens stark verlangsamten mußten, weitgehend auf den Zufluß neuer Einlagen angewiesen waren und infolgedessen von der Finanzierungsseite her die Nachfrage des privaten Sektors beschränkten. Daß in diesen Situationen das Zinsniveau hoch war und die privaten Unternehmen auf Auslandskredite auszuweichen versuchten, ist nicht überraschend.

2. In den übrigen Phasen war die Liquiditätsquote der Banken wesentlich größer; sie betrug im Verhältnis zum Einlagenvolumen bis zum Dreifachen der genannten Sätze — manchmal über Jahre. Hierin kommt zum Ausdruck, daß die Banken in der Regel Überschußreserven halten¹⁶ und auch zu halten trachten, auf die sie erst bei besonders drängender Kreditnachfrage verzichten. Eine Erklärung dieses Tatbestandes mit Hilfe einer primär vom Zins abhängigen Liquiditätsvorliebe der Banken scheidet aus, da, wie Schaubild 2 zeigt, die Veränderungen des Zinsniveaus in den letzten Jahren viel zu unbedeutend waren, um allein derartig große Veränderungen in der Sekundärliquiditätsquote plausibel zu machen. Die hohen Überschußreserven werden nur verständlich, wenn man davon ausgeht, daß in den entsprechenden Perioden die Kreditnachfrage der Wirtschaftssubjekte nicht so dringend war, daß die Banken ihr Kreditschöpfungspotential ausschöpften, und wenn man berücksichtigt, daß diese Überschüsse nicht aus zinslosem Zentralbankgeld, das erhöhend auf das Kreditangebot und senkend auf das Zinsniveau wirken müßte, bestehen, sondern aus zinstragenden, fast jederzeit und ohne wesentliches Kurs- und Kostenrisiko in Zentralbankgeld umwandelbaren Anlageformen. Da diese Überschußreserven Zinserträge bringen, können die Banken in viel größerem Umfang auf ihr eigenes Liquiditäts- und Sicherheitsbedürfnis Rücksicht nehmen, als wenn die Reserven stets in zinsloser Form gehalten werden müßten¹⁷.

¹⁶ Vgl. Rudolf Stucken, *Was stimmt nicht mit unserem Geld?* Hamburg 1967, S. 46 ff.

¹⁷ Eine Theorie des Bankenverhaltens bei Unsicherheit kann in diesem Zusammenhang nicht gegeben werden. Vor allem ist dabei die grundsätzliche Priorität zu beachten, die die Banken dem Kundenkreditgeschäft gegenüber den Wertpapier- und Geldmarktanlagen einräumen. Vgl. Ernst Kreuzaler, *Der konjunkturpolitische Handlungsspielraum der Deutschen Bundesbank*, a.a.O.,

Schaubild 2: Liquiditätsquoten- und Zinsentwicklung
in der Bundesrepublik Deutschland 1963 - 1972



a) Die Zinssätze für Kontokorrentkredite werden nur vierteljährlich ausgewiesen.

Quellen:

Monatsbericht der Deutschen Bundesbank.

Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 2 Wertpapierstatistik.

3. Wenn somit Perioden relativer Preisstabilität oder langsam steigender Preise häufig mit hohen Liquiditätsreserven der Banken verbunden sind, so zeigt sich darin, daß der Kreditschöpfungsspielraum zu meist nicht voll ausgenutzt ist. Die Güternachfrage ist dann durch andere Bestimmungsfaktoren und nicht durch das Geld- und Kreditangebot begrenzt. Es bleibt festzuhalten, daß diese Zeitabschnitte bei weitem überwiegen, so daß offensichtlich der Geldmenge und dem Geldangebot eine geringere Bedeutung für die Höhe der Güter-

S. 101 ff. und die dort angegebene Literatur. Siehe auch Uwe Westphal, Theoretische und empirische Untersuchungen zur Geldnachfrage und zum Geldangebot. Tübingen 1970, S. 85 ff.

nachfrage zukommt, als vielfach angenommen wird¹⁸. Wenn zur Ausweitung dieser Nachfrage die Kreditnachfrage steigt, sind die Banken aufgrund der vorhandenen Überschußreserven in der Lage, sie zu befriedigen, so daß eine endogene Erhöhung der umlaufenden Geldmenge und der Zentralbankgeldmenge eintritt¹⁹. Die beabsichtigte Erhöhung der Nachfrage nach Gütern schafft sich daher das benötigte Geld selbst²⁰.

4. Es ist somit unzulänglich, wenn insbesondere die Quantitätstheorie — auch in ihrem neoquantitätstheoretischen Ansatz — von einer weitgehend exogenen Bestimmung zumindest der Zentralbankgeldmenge ausgeht, wenn sie annimmt, daß „die Hauptdeterminante der Gesamtnachfrage die Geldmenge bei einer relativ konstanten Einkommenskreislaufgeschwindigkeit des Geldes“²¹ ist und wenn geldpolitische Konzeptionen darauf aufgebaut werden.
5. Die in der Regel vorhandenen hohen Überschußreserven der Banken erklären auch, warum die Wirksamkeit der Geldpolitik zumeist begrenzt ist und weshalb erhebliche — in der Länge variierende — Time lags beim Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums entstehen²². Die Instrumente können erst greifen, wenn die Überschuß-

¹⁸ Vgl. z. B. Milton Friedman, Die Quantitätstheorie des Geldes: Eine Neuformulierung. In: Die optimale Geldmenge, a.a.O., S. 77 ff.; Karl Brunner, The „Monetarist Revolution“ in Monetary Theory. WWA, Bd. 105, 1970, I, S. 1 ff.; ders., Eine Neuformulierung der Quantitätstheorie des Geldes. In: Kredit und Kapital, Jg. 3 1970, S. 6 ff. Siehe auch Karl-Heinz Ketterer, Geldtheorie. Die monetaristische Herausforderung. In: Wirtschaftswoche, 1971, H. 30, S. 23 ff. u. H. 31, S. 27 ff.

¹⁹ Vgl. Nicholas Kaldor, Die neue Geldlehre. In: Ifo-Studien, 16. Jg. 1970, Heft 1/2, S. 54. Bernhard Gause, Die Mechanismen der Zentralbankgeldschöpfung, a.a.O., S. 23 ff.; Jürgen Becker, Kontinuierliche Liquiditätsversorgung des Bankensystems, Berlin 1969, S. 23 ff.

²⁰ Da aus verschiedenen Gründen der Liquiditätsspielraum der Banken immer wieder ausgeweitet wird — durch Gold- und Devisenzuflüsse, eine expansive Geldpolitik in Perioden wirtschaftlicher Rückschläge, durch das Bemühen der Zentralbank, Preisstabilität nicht auf Kosten der Vollbeschäftigung zu erzwingen, durch kurzfristige Staatsverschuldung usw. — kann auch nicht ohne weiteres mit einer sukzessiven Einengung des nichtausgenutzten Liquiditätsspielraums im Verlauf der wirtschaftlichen Entwicklung gerechnet werden.

²¹ Walter Möller, Gerhard Vogl, und Artur Woll, Moderne Quantitätstheorie versus Liquiditätstheorie: Ein Test konkurrierender Hypothesen. In: Kredit und Kapital, 5. Jg. 1972, S. 159.

²² Vgl. z. B. Ernst Dürr, Time Lags der Geldpolitik. In: Kredit und Kapital, 3. Jg. 1970, S. 129 ff.; John Kareken und Robert M. Solow, Lags in Monetary

reserven (weitgehend) abgebaut sind, was außer durch restriktive Maßnahmen auch durch das Wachstum des nominellen Sozialproduktes geschieht. Infolgedessen hängt die Wirksamkeit der Geldpolitik und die Länge der Wirkungsverzögerung davon ab, wie hoch die Überschußreserven sind, inwieweit die Banken bereit und in der Lage sind, deren Einschränkungen hinzunehmen, und wie schnell der Geld- und Kreditbedarf zunimmt.

6. Aus den aufgezeigten Zusammenhängen folgt auch, was am Rande erwähnt sei, daß der traditionelle Geldschöpfungsmultiplikator kaum Aussagefähigkeit besitzt, da er von Überschüssen an Zentralbankgeld ausgeht, statt an den Überschüssen an Sekundärliquidität anzusetzen²³.

Für die Geldpolitik ergibt sich aus diesen Überlegungen, daß sie nicht erfolgreich sein kann, wenn sie primär an der Geldmenge ansetzt. Die praktische Geldpolitik und das geldpolitische Instrumentarium sind aber noch immer weitgehend darauf zugeschnitten. Statt dessen muß die Zentralbank versuchen, stärker als heute die Liquidität der Geschäftsbanken in den Griff zu bekommen, d. h. Liquiditätspolitik statt Geldmengenpolitik zu betreiben. Hierzu bedarf es einer Umformung und Neugestaltung des Instrumentariums. Bevor dafür eine Konzeption entworfen und zur Diskussion gestellt wird, sollen zunächst die Schwächen des heutigen Instrumentariums aufgrund der liquiditätstheoretischen Erkenntnisse mit wenigen Strichen aufgezeigt werden.

III. Die Unzulänglichkeiten des heutigen geldpolitischen Instrumentariums

Eine Beurteilung der geldpolitischen Instrumente muß danach erfolgen, inwieweit sie in der Lage sind, die Liquidität der Geschäftsbanken als Summe von Primär- und Sekundärliquidität zu mindern und darüber hinaus unerwünschte Rückwirkungen, die vom Nicht-Bankensektor auf die Zentralbankgeldmenge ausgehen, zu vermeiden. Das derzeitige

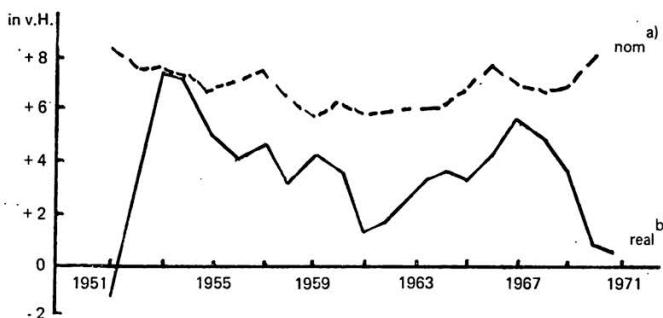
Policy: A Summary. In: Readings in Money, National Income and Stabilization Policy. Homewood 1965, S. 76 ff.

²³ Vgl. Claus Köhler, *Geldwirtschaft*, a.a.O., S. 120 ff.; Uwe Westphal, Theoretische und empirische Untersuchungen zur Geldnachfrage und zum Geldangebot, a.a.O., S. 83 f.

tige geldpolitische Instrumentarium ist dafür nicht optimal geeignet²⁴, z. T. sogar weitgehend ungeeignet.

Das hängt zunächst damit zusammen, daß einige der hauptsächlich eingesetzten Instrumente geldmengen- und nicht liquiditätsorientiert sind. Außerdem sind Instrumente, die primär auf eine Beeinflussung der Zinsen gerichtet sind, relativ wirkungslos. Dieses Urteil mag überraschen, da traditionell im Zins ein geeignetes Instrument der Geldpolitik gesehen wird²⁵, obwohl die mangelnden Erfolge der Geldpolitik bereits skeptisch stimmen sollten. Abgesehen davon, daß die Kreditnachfrage in dem relevanten Zinsbereich nur beschränkt zinselastisch ist, wird diese Elastizität stärker von der Höhe des Realzinses als von der des Nominalzinses bestimmt²⁶. Eine Gegenüberstellung der Entwicklung beider Zinsen zeigt (vgl. Schaubild 3), daß der Realzins in Perioden restrikti-

Schaubild 3: Entwicklung des nominellen und realen Zinsniveaus in der Bundesrepublik Deutschland 1951 - 1971



a) Nominalzins = Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere.

b) Realzins = Umlaufrendite abzüglich der Preissteigerungsrate des Bruttosozialprodukts.

Quellen:

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank.
Jahresgutachten des Sachverständigenrates.

²⁴ Vgl. z. B. Manfred Willms, Der Inflationsprozeß in der Bundesrepublik und die Geldpolitik der Bundesbank. In: 25 Jahre Marktwirtschaft in der Bundesrepublik Deutschland. Stuttgart 1972, S. 190 f.; Ernst Dürr, Der Einfluß der Geldpolitik auf Konjunktur und Beschäftigung. Ebenda, S. 167 ff.

²⁵ Vgl. z. B. die angelsächsische Diskussion um die „bills only“-Politik und die „availability-doctrin“ oder als kennzeichnend für die Auffassung der Bundesbank die Ausführungen von Heinrich Irmler, Möglichkeiten und Grenzen der Kreditpolitik. Tübingen 1971, S. 11 ff.

²⁶ Vgl. auch Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971, S. 60.

ver Geldpolitik niedriger, z. T. sogar erheblich niedriger lag als bei relativer Preisstabilität. Da außerdem das Kreditangebot der Banken mit steigenden Zinsen positiv korreliert ist, kann mit einer Zinspolitik, die sich in den Größenordnungen wie in der Vergangenheit bewegt, wenig erreicht werden. Wie sollte sie erfolgreich sein, wenn z. B. der Anstieg des Kapitalmarktzinsniveaus um etwa 2 % in der Restriktionsphase 1969 bis 1971 mit einem Sinken des Realzinses auf unter 1 % verbunden war²⁷?

Ebenso wie zumeist die finanzpolitischen Instrumente effektiver sind, die unmittelbar an der Nachfrage ansetzen und nicht nur kosten- oder ertragsmäßige Vor- oder Nachteile für die Wirtschaftssubjekte darstellen, haben auch die geldpolitischen Instrumente eine größere Wirksamkeit, die quantitative Grenzen setzen. Zwar gehen auch davon Zinseffekte aus, doch sind diese Folge und nicht Mittel der Geldpolitik.

Überprüft man aufgrund der genannten Kriterien das derzeitige geldpolitische Instrumentarium, so läßt sich folgendes feststellen:

1. Die Wirksamkeit der Diskontpolitik als zinspolitisches Instrument ist denkbar gering²⁸, was sich auch darin zeigt, daß um so mehr rediskontiert wird, je stärker die Geldpolitik greift²⁹. Das war auch der Anlaß dafür, die Rediskontkontingente einzuführen, denen allerdings meist nur in Extremsituationen eine unmittelbare Bedeutung für die Begrenzung der Kreditvergabe durch die Banken zukommt.

2. Die Lombardkredite stellen für die Banken eine erste Möglichkeit dar, die Rediskontkontingente zu unterlaufen. Da die lombardfähigen Aktivbestände der Banken faktisch fast unbegrenzt sind, mußte die Bundesbank zu Quasikontingenten greifen, um eine quantitative Begrenzung der Lombardkredite zu erreichen³⁰.

²⁷ Auch wenn man berücksichtigt, daß die Kreditnachfrage nicht nur vom gegenwärtigen Realzins, sondern auch von den erwarteten zukünftigen Zins- und Preisveränderungen abhängig ist, kann eine Zinspolitik ohne massive quantitativ begrenzende Maßnahmen kaum erfolgversprechend sein.

²⁸ Vgl. P. A. Samuelson, Recent American Monetary Controversy, in: *Three Banks Review*, 1956, S. 10; W. L. Smith, The Discount Rate as a Credit Control Weapon, in: *Journ. of Pol. Econ.*, Bd. 46, 1958, S. 174 ff.; Wolfgang Graebner, Direkte Kontrollen als Mittel der Geldpolitik, a.a.O., S. 26 ff.

²⁹ Auch Tobins Vorschlag, Zentralbankguthaben der Banken, die über die erforderlichen Mindestreserven hinausgehen, in Höhe des Diskontsatzes zu verzinsen, dürfte kaum ein wirksames geldpolitisches Instrument sein. Vgl. James Tobin, Toward Improving the Efficiency of the Monetary Mechanism. In: *Rev. of Ec. and Stat.*, Bd. 42, 1960, S. 276 ff.

³⁰ Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971, S. 116.

3. Bei der Offenmarktpolitik zeigt sich am deutlichsten, wie stark noch das Geldmengendenken dominiert. Soweit nämlich Offenmarktpolitik mit kurzfristigen Papieren betrieben wird und diese Papiere wie in der Bundesrepublik zentralbankfähig sind, ist sie fast wirkungslos. Bei restriktiven Offenmarktoperationen mit solchen Papieren wird lediglich Primärliquidität in Sekundärliquidität umgewandelt. Wieso dadurch die Banken veranlaßt werden sollen, weniger Kredite zu geben, ist nicht einzusehen; denn sie können bei Bedarf jederzeit ihre Papiere wieder in Zentralbankgeld umtauschen. Die Zinseinnahmen, die sie zwischenzeitlich erhalten, entschädigen sie bei weitem für die geringen Zinsverluste, die sie aufgrund der Differenz zwischen Ausgabe- und Rücknahmekurs erleiden, wenn sie hin und wieder einmal derartige Papiere an die Zentralbank zurückgeben müssen. Die Banken können zudem durch eine entsprechende Fälligkeitsstaffelung der Papiere für einen eventuellen Bedarf an Zentralbankgeld Vorsorge treffen. Offenmarktpolitik mit zentralbankfähigen Papieren erschöpft sich daher in beschränkten Zinseffekten auf dem Geldmarkt³¹. Anders ist eine Offenmarktpolitik mit langfristigen Papieren zu beurteilen³², da durch sie die Zentralbankgeldmenge entsprechend verändert wird, ohne daß die Summe der Sekundärliquidität spürbar³³ beeinflußt wird. Hinzu kommen die Zinseffekte auf dem Kapitalmarkt. Bislang hat sich die Bundesbank dieses Mittels jedoch nur sehr wenig bedient.

4. Im Gegensatz zu den bisher genannten Maßnahmen stellt die Mindestreservepolitik einen massiven Eingriff in die Zentralbankguthaben der Banken und zugleich in ihre Liquidität dar. Eine Erhöhung der Mindestreserven bedeutet allerdings nicht in vollem Umfang eine Einschränkung der Überschüßliquidität, da auch die Mindestreserven — wenn auch in geringerem Maße als die nichtgebundenen Reserven — Liquiditätsfunktionen ausüben. Dieses Instrument hat jedoch den Nachteil, daß es faktisch ziemlich unelastisch ist, da jeweils nur relativ große Beträge gebunden oder freigegeben werden. Es eignet sich daher nur zur

³¹ Vgl. Wolfgang Graebner, Die Wirkungsgrenzen der amerikanischen Notenbankpolitik, a.a.O., S. 207 ff.

³² Vgl. Otto Pfleiderer, Notenbank und Geschäftsbanken im System anti-zyklischer Finanzpolitik. In: Theorie u. Praxis des finanzpolit. Interventionismus, Tübingen 1970, S. 521; Winfield W. Riefler, Offenmarktgeschäfte in langfristigen Wertpapieren. In: Geld- u. Bankpolitik, Köln 1969, S. 236 ff.

³³ Beschränkte Liquiditätseffekte können dadurch entstehen, daß sich beim An- und Verkauf solcher Papiere durch Nicht-Banken die Mindestreserveverpflichtungen ändern.

Grobeinstellung und wird von den Zentralbanken nicht häufig eingesetzt.

5. Die durch die staatlichen finanzwirtschaftlichen Maßnahmen hervorgerufenen Veränderungen der Zentralbankgeldmenge können durch die Bundesbank nur in sehr beschränktem Maße beeinflußt werden. Wie vom Verfasser an anderer Stelle gezeigt wurde³⁴, ist die sog. Einlagenpolitik in der derzeitigen Form überhaupt kein geldpolitisches Instrument. Die Kassenkredite, zu denen die Bundesbank quasi verpflichtet ist, laufen häufig den geldpolitischen Intentionen entgegen³⁵, während Kredite zur Finanzierung eines Deficit-Spendings bei konjunkturellen Rückschlägen (Konjunkturkredite) direkt von der Bundesbank nicht gegeben werden können.

6. Auch die Gewinnverwendung der Bundesbank wird nur unzulänglich in den Dienst der geldpolitischen Aufgabenerfüllung gestellt. Es muß als verfehlt angesehen werden, daß die Gewinnverwendung weitgehend nach Kriterien erfolgt, die dem Aktienrecht entnommen sind³⁶.

Während die bisher genannten Mittel hauptsächlich auf die inländischen Geld- und Liquiditätsquellen gerichtet sind, müssen in einer offenen Volkswirtschaft mit freier Konvertierbarkeit der Währungen vor allem auch die von der Außenwirtschaft ausgehenden Effekte auf Primär- und Sekundärliquidität berücksichtigt und beeinflußt werden. Die große Elastizität der inländischen Geldmenge und die mangelnde Wirksamkeit der geldpolitischen Instrumente in den vergangenen Jahren sind in hohem Maße auf die wachsende internationale Verflechtung der Geld- und Kapitalmärkte zurückzuführen. Es gehört zu den schwierigsten Aufgaben, geldpolitische Instrumente zu schaffen, die geeignet sind, die aus dem Ausland stammende Liquidität zu kontrollieren.

7. Als weitgehend wirkungslos erweist sich die Swapsatzpolitik — und zwar aus den gleichen Gründen, die gegen eine Offenmarktpolitik mit kurzfristigen zentralbankfähigen Papieren sprechen. Es ist ein Scheinerfolg, wenn Liquiditätsreserven der Banken in ausländische Geld-

³⁴ Vgl. Alois Oberhauser, Die Zentralbank als Geschäftsbank des Staates, in: FA, NF, Bd. 28, 1969, S. 377 ff.

³⁵ Darüber hinaus schwächt eine hohe staatliche Neuverschuldung ebenso wie ein hoher Schuldenbestand des Staates die Wirksamkeit der Geldpolitik. Vgl. Wolfgang Graebner, Die Wirkungsgrenzen der amerikanischen Notenbankpolitik, a.a.O., S. 149 ff.

³⁶ Vgl. Alois Oberhauser, Probleme der langfristigen Geldversorgung der Wirtschaft, a.a.O., S. 413.

marktpapiere verlagert werden. Zwar sinken die inländische Zentralbankgeldmenge und der Devisenbestand, doch wird die Liquidität der Privatbanken nicht verringert. Zinseffekte auf dem Geldmarkt können sich allerdings auch hier wieder in ähnlicher Weise wie bei der kurzfristigen Offenmarktpolitik ergeben.

8. Bessere Erfolge lassen sich dagegen bei einer Kreditnahme der Privatbanken im Ausland erzielen, wenn diese Kredite auf die Rediskontkontingente angerechnet werden, so daß sie keine zusätzliche Liquiditätsquellen der Banken darstellen. Die Rückführung von kurzfristigen oder langfristigen Guthaben der Banken im Ausland kann auf diese Weise jedoch nicht getroffen werden.

9. Dem Zufluß von Liquidität durch die Einlagen ausländischer Banken und Nicht-Banken bei inländischen Banken kann durch hohe Mindestreserven auf diese Einlagen begegnet werden. Andere Anlageformen ausländischer Kapitaleigner, die für den gesamten privaten Bereich die gleichen Liquiditätswirkungen haben, wie z. B. die Käufe Festverzinslicher Wertpapiere³⁷ und von Aktien durch Ausländer, werden auf diese Weise jedoch nicht erfaßt. Durch das finanzpolitische Mittel der Couponsteuer können nur in beschränktem Umfang Käufe Festverzinslicher Wertpapiere durch Ausländer verhindert werden, wenn für diese Käufe neben Ertragserwägungen auch Spekulationsmotive von Bedeutung sind. Außerdem werden wegen der Doppelbesteuerungsabkommen überwiegend nur solche ausländische Kapitalbesitzer durch die Couponsteuer belastet, die eine Steuerhinterziehung beabsichtigen.

10. Um ein Ausweichen der Schuldner bei mangelndem Kreditangebot inländischer Banken auf das Ausland zu vermeiden, ist jüngst die Bardepotpflicht eingeführt worden. Die bisherigen Erfolge dieses Instrumentes sind jedoch trotz verschiedener Verschärfungen begrenzt. Abgesehen von den Freibeträgen, die statt Freigrenzen eingeräumt werden, sind viele größere Unternehmen durch ausländische — evtl. neu zu gründende — Tochtergesellschaften und Zweigniederlassungen in der Lage, die Bestimmungen in starkem Umfang zu umgehen. Hinzu kommen die Möglichkeiten, über Export- und Importgeschäfte zu manipulieren und dadurch Kredite aufzunehmen oder Guthaben aus dem Ausland abzuziehen. Eine Bardepotpflicht wirkt außerdem bei einem 50-

³⁷ Die Bundesregierung hat daher am 29. 6. 1972 den Erwerb derartiger Papiere durch Ausländer von einer Genehmigung abhängig gemacht, d. h. ihn faktisch verboten. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1972, S. 7 f.

prozentigen Satz nur solange, wie das inländische Zinsniveau nicht das Doppelte des relevanten ausländischen beträgt und nicht Faktoren der Währungsspekulation die Zinsdifferenzen überspielen.

Diese Nachteile und Unzulänglichkeiten des heutigen geldpolitischen Instrumentariums lassen die Frage aufkommen, ob nicht eine bessere Gestaltung möglich ist.

IV. Umrisse einer Neugestaltung des geldpolitischen Instrumentariums

Aufgrund der Erfahrungen der Vergangenheit und der liquiditätstheoretischen Erkenntnisse liegt die Schlußfolgerung nahe, daß die Geldpolitik ihre Aufgabe nur dann erfüllen kann, wenn es ihr gelingt, die Summe von Primär- und Sekundärliquidität des privaten Bankensystems so zu steuern, wie es den jeweiligen Erfordernissen entspricht. Dazu ist es auch erforderlich, im Bedarfsfall eine weitgehende Absicherung gegen Liquiditätszuflüsse von außen herbeizuführen.

Hundertprozentige Mindestreserven bei gleichzeitiger Aufhebung der Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken bei der Zentralbank — ein Konzept, das vor allem von Neoquantitätstheoretikern empfohlen wird³⁸ — sind eine theoretische Möglichkeit, eine weitgehende Kontrolle der umlaufenden Geldmenge durch die Zentralbank zu schaffen — allerdings nur in Verbindung mit einer Freigabe der Wechselkurse, was nicht immer gesehen wird. Ob damit die Elastizität des Geldsystems nicht zu sehr eingeschränkt würde, ob die notwendigen Voraussetzungen geschaffen werden könnten und welche sonstigen Nachteile mit einer solchen Lösung verbunden wären, soll in diesem Zusammenhang nicht untersucht werden³⁹.

Ausgangspunkt bleibt vielmehr, daß das heutige System der Geldordnung im Prinzip beibehalten wird und daß feste Wechselkurse im Rahmen begrenzter, evtl. variierbarer Bandbreiten bei voller Konvertierbarkeit gegeben sind. Die Aufgabe der Liquiditätssteuerung und der Liquiditätskontrolle erfordert dann dreierlei:

³⁸ Vgl. z. B. Milton Friedman, *A Program for Monetary Stability*, New York, 2. Aufl. 1962, S. 26 ff., 65 ff., 84, 100 f.; Jürgen Pahlke, *Steuerbedarf und Geldpolitik in der wachsenden Wirtschaft*, Berlin 1970, S. 21 f.; Henry Simons, *Economic Policy for a Free Society*, Chicago 1948; Irving Fisher, *100 % Money*, 3. Aufl., New Haven 1945.

³⁹ Vgl. Nicholas Kaldor, *Die neue Geldlehre*, a.a.O., S. 41 ff.

- a) Die geldpolitischen Mittel müssen geeignet sein, die Liquidität der Geschäftsbanken quantitativ zu begrenzen und den Liquiditätsspielraum wirksam zu verändern⁴⁰.
- b) Die Überschüssigkeit in der oben genannten Abgrenzung darf nie sehr groß sein, um die Wirkungsverzögerungen beim restriktiven Einsatz der Instrumente in engen Grenzen zu halten.
- c) Es müssen auch Mittel zur Verfügung stehen, um unerwünschte Einflüsse, die über den Nicht-Bankenbereich auf die inländische Liquidität ausgehen, weitgehend zu vermeiden.

Es ist zu untersuchen, welche Gestaltung des geldpolitischen Instrumentariums diesen Erfordernissen gerecht werden kann. Dabei sollen zunächst die außenwirtschaftlichen Aspekte unberücksichtigt bleiben:

1. Die Hauptschwierigkeit der Geldpolitik besteht, wie gezeigt, derzeit darin, daß die Banken in der Lage sind, restriktive Maßnahmen der Bundesbank solange zu unterlaufen, wie sie über überschüssige Sekundärliquidität verfügen oder sich solche beschaffen können. Im Mittelpunkt des geldpolitischen Instrumentariums sollte daher ein Instrument stehen, daß das Sekundärliquiditätsvolumen quantitativ zu begrenzen und an die stabilitätspolitischen Erfordernisse anzupassen vermag. Dazu ist es notwendig, den einzelnen Banken einheitliche Refinanzierungskontingente⁴¹ einzuräumen⁴², die sowohl die derzeitigen Rediskontkontingente als auch die Lombardkredite und die Rückgabemöglichkeiten von Geldmarktpapieren⁴³ (zentralbankfähigen Staatspapieren) ersetzen.

⁴⁰ Vgl. Wolfgang Graebner, Direkte Kontrollen als Mittel der Geldpolitik, a.a.O., S. 38 ff.

⁴¹ Einheitliche Refinanzierungskontingente mit einer ähnlichen Ausgestaltung werden auch von Becker vorgeschlagen, dessen Konzeption sich jedoch in anderen Punkten wesentlich von der vorliegenden unterscheidet. Vgl. Jürgen Becker, Die kontinuierliche Liquiditätsversorgung des Bankensystems, a.a.O., S. 92 f. Siehe ferner Claus Köhler, Orientierungshilfen für die Kreditpolitik, Berlin 1967, S. 30 f.; Ernst Dürr, Geldpolitik, in: Wirtschaftswoche, H. 52, 1971, S. 32.

⁴² Nach welchen Maßstäben diese Kontingente für die einzelnen Banken festgelegt werden sollten, braucht hier nicht diskutiert zu werden. Die derzeitigen Rediskontkontingente geben Anhaltspunkte. Des weiteren wäre festzulegen, welche Folgen Überschreitungen der Kontingente durch einzelne Banken nach sich ziehen sollten.

⁴³ Auf diese Weise läßt sich das Problem der von der kurzfristigen Staatsverschuldung ausgehenden Aufblähung der Sekundärliquidität der Banken eher lösen als durch eine Einbeziehung dieser Papiere in die Mindestreservepflicht, wie sie Köhler vorschlägt, oder als durch eine zusätzliche Mindestreserve in Form von Staatspapieren, wie sie wiederholt in den USA angeregt wurde. Vgl.

Darüber hinaus wäre es, wie noch zu diskutieren, angebracht, auch die Sekundärliquidität, die die Banken in Form von kurzfristigen Auslandsguthaben und den Kreditnahmemöglichkeiten im Ausland haben, zu berücksichtigen. Damit wäre die Gesamtsumme der Sekundärliquidität, die die Banken besitzen, quantitativ begrenzt, und es wäre ihnen nicht mehr möglich, Überschußreserven anzusammeln, die es ihnen gestatten, spätere geldpolitische Maßnahmen zu unterlaufen.

In welcher Form diese Refinanzierungskontingente gehandhabt werden, ist bereits von untergeordneter Bedeutung. Am einfachsten wäre es, den Banken Überziehungskredite bei der Zentralbank einzuräumen⁴⁴, die mit einem von der Zentralbank variierbaren Refinanzierungssatz zu verzinsen wären. Dieser Refinanzierungssatz trate an die Stelle des heutigen Diskontsatzes, des Lombardsatzes und der Abgabesätze für Geldmarktpapiere.

Um die Wirksamkeit dieses Doppelinstrumentes von Refinanzierungskontingenten und Refinanzierungssatz zu verstärken, wäre zu erwägen, den Refinanzierungssatz mit dem Grad der Ausschöpfung der Kontingente durch die einzelnen Banken steigen zu lassen⁴⁵, so daß die Zentralbank einen zusätzlichen Aktionsparameter erhielte.

Wird die Abwicklung von Refinanzierungskrediten in Form von Buchkrediten (Überziehungskrediten) vorgenommen, so werden damit einige der heutigen Regelungen zwischen den Geschäftsbanken und der Zentralbank hinfällig. Die Kreditgewährung der Zentralbank an die Geschäftsbanken durch den Ankauf von Wechseln ist sowieso ein historisches Überbleibsel, das auf die unzulänglichen geldtheoretischen Vorstellungen der Banking-Theorie zurückzuführen ist⁴⁶. Da die Geschäftsbanken fast in beliebigem Umfang Wechsel von den bei ihnen um Kredit nachsuchenden Unternehmen erhalten können, liegt in der Beschränkung auf Wechsel keine sinnvolle Grenze. Das Argument, daß Wechsel nach relativ kurzer Zeit fällig werden, zieht nicht, da die Wechselrediskontierung durch die Banken ständig erneuert werden kann. Die Abwicklung des Refinanzierungsgeschäftes bringt gesamtwirtschaftlich

Claus Köhler, *Die Geldwirtschaft*, a.a.O., S. 282; Joseph Aschheim, *Technics of Monetary Control*, Baltimore 1961, S. 34 ff.

⁴⁴ Vgl. auch Volkhardt Szagunn, *Bundesbankgeld durch Buchkredit?* In: *Bankbetrieb*, 1970, S. 346 ff.

⁴⁵ Vgl. Volkhardt Szagunn, *Bundesbankgeld durch Buchkredit?*, a.a.O., S. 242. In dem Aufsatz finden sich auch weitere Argumente zur Fraglichkeit der Rediskontkontingente und zu den Vorteilen von Buchkrediten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank.

⁴⁶ Vgl. Otto Veit, *Grundriß der Währungspolitik*, Frankfurt 1961, S. 233 ff.

gesehen nur unnötige Kosten mit sich⁴⁷. Außerdem würde eine Veränderung des Refinanzierungssatzes sofort für den Gesamtbestand an Refinanzierungskrediten gelten, während Diskontsatzveränderungen jeweils nur für neu rediskontierte Wechsel wirksam werden.

Ahnliche Argumente wie gegen den Wechselrediskont gelten auch für die Lombardkredite. Die Sicherung der Zentralbank für gewährte Kredite kann genau so gut oder besser auf anderen Wegen gewährleistet werden. Ob es überhaupt gesamtwirtschaftlich angebracht und notwendig ist, die von den Banken bei der Zentralbank in Anspruch genommenen Refinanzierungskredite eigens durch die Übereignung von Wertpapieren und Schuldbuchforderungen abzusichern, ist fraglich, für den hier diskutierten Vorschlag jedoch nicht von wesentlicher Bedeutung.

Den kurzfristigen zentralbankfähigen Staatspapieren (Schatzwechseln, Schatzanweisungen und in die Geldmarktregulierung einbezogenen Kasenobligationen) müßte entweder ihr Rückgaberecht bei der Zentralbank genommen oder sie müßten im Falle der Rückgabe für die Restlaufzeit auf die Refinanzierungskontingente angerechnet werden. Der erste Weg wäre vorzuziehen. Die kurzfristigen Staatspapiere ändern damit ihren Charakter, da sie eine aus der Sicht der Banken wesentliche Liquiditäts-eigenschaft verlieren. Hieraus ergeben sich Folgerungen für die Offen-marktpolitik, auf die unter Punkt 3 noch eingegangen wird.

Für den Staat wird es allerdings nicht mehr so leicht sein, sich mit kurzfristigen Papieren zu verschulden, so daß er etwas höhere Zinsen wird zahlen müssen. Das kann jedoch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht nicht als Nachteil angesehen werden, da die kurzfristige Verschuldung des Staates immer wieder dazu beigetragen hat, die Sekundärliquiditäts-reserven der Banken zu erhöhen und dadurch die Wirkungsverzögerun-gen geldpolitischer Maßnahmen zu verlängern.

Auf die Fragen, die bei einem Übergang zu einem System der Refinanzierungskontingente gelöst werden müssen, soll hier nicht eingegangen werden. Der Übergang könnte für die Banken weitgehend liqui-ditätsneutral erfolgen.

Im Wachstum ist eine Ausweitung der Refinanzierungskontingente erforderlich, soweit dem nicht kurzfristige, konjunkturpolitische Gründe entgegenstehen. Der Grad der Ausweitung muß davon abhängig ge-

⁴⁷ Der Einblick, den die Zentralbank als Voraussetzung für die Rediskon-tierung von Wechseln der verschiedenen Unternehmen in die Unternehmens-bilanzen erhält, könnte, sofern sie ihn benötigt, auf andere Weise — vollstän-diger und systematischer — sichergestellt werden.

macht werden, auf welchem Weg die langfristige Geldversorgung der Wirtschaft mit Zentralbankgeld erfolgt, d. h. ob über Devisenzuflüsse, über den Staat oder über eine steigende Inanspruchnahme von Refinanzierungskrediten durch die Banken⁴⁸.

2. Während die Refinanzierungskontingente den Liquiditätsspielraum der Banken begrenzen, gleichzeitig aber die Elastizität des Geld- und Kreditangebotes sichern sollen, ist das zweite Instrument, die Mindestreservepolitik, auf die Festlegung von Primärliquidität gerichtet. Bei seinem restriktiven Einsatz werden die Geschäftsbanken gezwungen, größere Beträge an Zentralbankgeld bei der Zentralbank zu binden. Da die Banken faktisch kein Zentralbankgeld über die Mindestreserven und über einen relativ kleinen, für die Abwicklung des Bargeldverkehrs erforderlichen Betrag hinaus halten, sondern jeden Zufluß an Zentralbankgeld aus Zinsertragsgründen sogleich in Sekundärliquidität oder auf andere Weise anlegen, bedeutet jede Erhöhung der Mindestreserveverpflichtungen, daß sie Sekundärliquidität abbauen und in gebundener Primärliquidität anlegen müssen. Sie müssen also ihre Überschußliquidität entsprechend reduzieren. Durch den kombinierten Einsatz von Refinanzierungskontingenten und Mindestreservepolitik wäre somit die Zentralbank in der Lage, die Überschußliquidität der Geschäftsbanken in dem gewünschten Umfang zu steuern.

Man könnte die Frage stellen, ob in Verbindung mit Refinanzierungskontingenten Mindestreserven oder wenigstens deren Variation überhaupt noch erforderlich sind, da beide Instrumente — nur von verschiedenen Seiten her — die Überschußliquidität einengen. Für die Beibehaltung der Mindestreservepolitik spricht zunächst einmal, daß die Verpflichtung zu Mindestreserven die Banken in größerem Umfang bindet, als wenn sie in der Haltung von Liquiditätsreserven völlig frei sind. Dadurch, daß die Mindestreserven am Einlagevolumen anknüpfen, mindern sie außerdem die Kreditvergabemöglichkeiten der Banken auch dann, wenn keine Veränderungen der Reservesätze vorgenommen werden. Darüber hinaus belasten Variationen der Reservesätze schon wegen der fehlenden Verzinsung stärker die Überschußliquidität der Banken ein als gleich große Veränderungen der Refinanzierungskontingente. Aus diesen Gründen ist es angebracht, beide Instrumente nebeneinander und aufeinander bezogen einzusetzen.

⁴⁸ Vgl. Werner Ehrlicher, Die außenwirtschaftliche Komponente der Geldversorgung. In: Jahrbuch für Sozialwissenschaft, Bd. 14, 1963, S. 591 ff.; Alois Oberhauser, Probleme der Geldversorgung einer wachsenden Wirtschaft, a.a.O., S. 398 ff.

3. Zur Feinabstimmung sollte als drittes Mittel die Offenmarktpolitik hinzukommen, die jedoch im Rahmen des hier diskutierten Instrumentariums ihren Charakter ändern würde. Da das Volumen der Sekundärliquidität durch die Refinanzierungskontingente begrenzt ist, würde auch eine Offenmarktpolitik mit kurzfristigen Papieren nicht mehr nur ein Austausch von Primär- gegen Sekundärliquidität sein wie im heutigen System. Vielmehr würde jeder Verkauf von (Staats-)Papieren durch die Zentralbank — seien es kurzfristige, seien es langfristige — die Summe von Primär- und Sekundärliquidität reduzieren, jeder Kauf sie erhöhen. Insofern wären die Wirkungen vergleichbar denen, die derzeit bei einer Offenmarktpolitik mit langfristigen Papieren entstehen. Beim Einsatz kurzfristiger Papiere würde darüber hinaus — abgesehen von der kürzeren Laufzeit der Papiere, was für die Beurteilung der zukünftigen Liquiditätsentwicklung durch die Banken von Bedeutung ist — mehr der Geldmarktzinssatz, beim Einsatz langfristiger Papiere stärker der Kapitalmarktzinssatz beeinflußt.

Die Vorzüge dieses Instrumentes liegen in seiner fast unbegrenzten Elastizität, wenn durch die Refinanzierungskontingente auf der einen Seite, die Mindestreserven auf der anderen, der Rahmen gesetzt ist. Es ist dann auch nicht mehr so entscheidend, daß die Bundesbank ihre unverständliche bisherige Scheu vor dem Einsatz langfristiger Papiere ablegt, da der oben erwähnte wesentliche Einwand entfällt, der heute gegen die Verwendung kurzfristiger Papiere besteht.

4. Um die Effektivität der Geldpolitik zu erhöhen, ist es darüber hinaus noch erwünscht, die finanziellen Beziehungen zwischen Staat und Bundesbank neu zu gestalten. Im einzelnen sei dazu auf die Ausführungen verwiesen, die der Verfasser an anderer Stelle gemacht hat⁴⁹. Selbst wenn man sich nicht dazu durchringen kann, die Bundesbank von der Geschäftsführung für den Staat zu befreien, um ihr die Erfüllung ihrer Aufgaben zu erleichtern, wären zumindest einige Änderungen angebracht: Die starken Liquiditätsschwankungen, die durch die Steuerzahlungstermine für den Geschäftsbankenbereich auftreten, müßten bei eingengtem Liquiditätsspielraum der Banken durch (beschränkte) Ausgleichsmaßnahmen der Bundesbank aufgefangen werden, wie sie sie wiederholt schon in der Vergangenheit eingesetzt hat. Andernfalls bestände

⁴⁹ Vgl. Alois Oberhauser, Die Zentralbank als Geschäftsbank des Staates, a.a.O., S. 396 ff.

die Notwendigkeit, den Liquiditätsspielraum der Banken weiter zu ziehen, als es von der geldpolitischen Aufgabenerfüllung her notwendig erscheint.

Das Volumen der (potentiellen) Kassenkredite der Bundesbank an die staatlichen Instanzen sollte erheblich reduziert, wenn nicht völlig beseitigt werden. Zumindest in einer Periode restriktiver Geldpolitik sollte der Staat auch kurzfristige Kredite lediglich im privaten Sektor aufnehmen können. Aber auch bei expansiver Geldpolitik sind Kassenkredite wenig geeignet, die Aufgabenerfüllung der Zentralbank zu unterstützen, da ihr Volumen nicht konjunkturgerecht schwankt und der Staat zumindest im Prinzip verpflichtet ist, sie noch in der laufenden Haushaltsperiode zurückzuzahlen.

Statt der Kassenkredite sollte der Bundesbank das Recht eingeräumt werden, dem Staat⁵⁰ längerfristige Kredite zu gewähren, wenn diese aus konjunkturpolitischen Gründen zur Finanzierung eines Deficit-Spendings angebracht erscheinen. Derartige Konjunkturkredite können — in Verbindung mit aufgelösten Konjunkturausgleichsrücklagen — wesentlich zur Überwindung konjunktureller Rückschläge beitragen, da mit der Kreditgewährung gleichzeitig eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge und der (staatlichen) Nachfrage verbunden ist⁵¹.

Ein weiterer wesentlicher Vorteil bestände darin, daß durch eine an den konjunkturpolitischen Erfordernissen ausgerichtete Tilgung dieser Kredite bei der Zentralbank — sei es in Form einer Nettotilgung, sei es durch eine Umschuldung mit Hilfe einer Kreditnahme des Staates im privaten Bereich — eine entsprechende Einschränkung der Zentralbankgeldmenge und eine wirkungsvolle Unterstützung einer restriktiven Geldpolitik erreicht werden kann. Mitentscheidend für die konjunkturrellen Übersteigerungen der letzten Jahre und den langen Wirkungslag der Geldpolitik war, daß die konjunkturrellen Ankurbelungsmaßnahmen der Jahre 1967 und 1968 unglücklich finanziert wurden, da neben einer weitgehend kurzfristigen Verschuldung im privaten Bereich, die den Banken ein umfangreiches Volumen an Sekundärliquidität bescherte, auch noch für die mittelfristigen Kassenobligationen eine Übernahme-

⁵⁰ An Bund und Länder direkt und über diese auch indirekt an die Gemeinden und die sonstigen staatlichen Instanzen.

⁵¹ Vgl. auch Dietrich *Dickertmann*, Die Finanzierung von Eventualhaushalten durch Notenbankkredit. Berlin 1972, S. 156 ff.

garantie durch die Bundesbank übernommen wurde, sobald ihre Restlaufzeit unter 18 Monate sank⁵².

5. Des weiteren sollte auch die Gewinnverwendung der Bundesbank in den Dienst der Geldpolitik gestellt werden. Abgesehen davon, daß der größere Teil der Einnahmen der Bundesbank aus Zinserträgen aus der Anlage von Devisen im Ausland stammt, daß also deren Verwendung im Inland tendenziell inflationistisch wirkt, solange keine zusätzlichen Güterimporte damit verbunden sind, verschärft eine Ausschüttung von Gewinnteilen an den Bund in einer Hochkonjunktur stets die Situation, da dadurch die Zentralbankgeldmenge steigt und mit einer zusätzlichen Verausgabung der Beträge durch den Bund gerechnet werden muß.

Infolgedessen sollte die Gewinnverwendung stets antizyklisch erfolgen⁵³. Während in der Hochkonjunktur grundsätzlich keine Gewinne ausgeschüttet werden sollten, könnten die „angesammelten“ Beträge bei wirtschaftlichen Rückschlägen dem Staat als zusätzliche Einnahmen im Rahmen des Deficit-Spendings zur Verfügung gestellt werden. Die Entscheidung über Zeitpunkt und Höhe der Ausschüttung sollte der Bundesbank vorbehalten bleiben.

Mit den bisher genannten Instrumenten besteht die Möglichkeit, die inländische Liquidität der Geschäftsbanken zu begrenzen und in gewünschter Weise zu steuern. Für eine geschlossene Volkswirtschaft wäre daher dieses Instrumentarium ausreichend. In einer offenen Wirtschaft müssen jedoch noch zusätzliche Mittel eingesetzt werden, um zu vermeiden, daß restriktive geldpolitische Maßnahmen unterlaufen werden. Dazu muß an den potentiellen Quellen von Devisenzuflüssen angesetzt werden.

Einflüsse auf die Zentralbankgeldmenge und auf die Liquidität des privaten Bereichs gehen von dem Saldo der Leistungsbilanz, den internationalen, insbesondere den kurzfristigen Kapitalbewegungen, und von den Rückgriffsmöglichkeiten auf Auslandsguthaben und -kredite aus. Diese Einflüsse stets so zu steuern, wie es den geldpolitischen Erfordernissen entspricht, ist nicht möglich. Es ist ein Nachteil fester Wechsel-

⁵² Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, August 1967, S. 3 ff. und S. 21.

⁵³ Zu dem Sonderfall der Verrechnung mit den sog. „Aufwertungsverlusten“ vgl. Alois Oberhauser, Die „Aufwertungsverluste“ der Bundesbank und ihre Deckung. Volkswirtschaftliche Korrespondenz der Adolf-Weber-Stiftung, Nr. 4, 1970

kurse und freier Konvertibilität — Voraussetzungen, von denen weiterhin ausgegangen wird —, daß die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigt wird. Dennoch muß es das Ziel sein, diese negativen Effekte möglichst zu begrenzen.

Fundamentale Ungleichgewichte der Wechselkurse zu beseitigen, die durch falsche Wechselkursrelationen und unterschiedliche Entwicklungen des Sozialproduktes und des Preisniveaus in den einzelnen Ländern zu standekommen, dazu ist die Geldpolitik mit ihren Instrumenten nicht imstande. Sie ist höchstens in der Lage, für eine befristete Zeit derartige Ungleichgewichte mehr oder weniger zu kompensieren. Sie kann nicht die konjunkturpolitisch erforderliche außenwirtschaftliche Absicherung mit ihren Instrumenten allein herbeiführen. Hierfür sind eine entsprechende Gestaltung des Internationalen Währungssystems und mehr oder weniger kontinuierliche Wechselkursanpassungen notwendig.

Mit Hilfe geld- und finanzpolitischer Instrumente kann jedoch versucht werden, die Einflüsse, die von Devisentransaktionen und internationalen Kapitalbewegungen auch ohne gravierende Ungleichgewichte der Wechselkurse auf Zentralbankgeldmenge und Liquidität ausgehen können, in den Griff zu bekommen.

Zunächst können durch Devisenzuflüsse bedingte Erhöhungen der Zentralbankgeldmenge in einer wachsenden Wirtschaft in dem Umfang hingenommen werden, in dem aufgrund des Wachstums des Produktions- und Umsatzvolumens eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge erforderlich ist. Allerdings ist diese Art der Erhöhung der Zentralbankgeldmenge keineswegs ideal, da sie mit Leistungsbilanzüberschüssen oder Zinsen für Kapitalimporte erkauf wird⁵⁴.

Die Probleme außenwirtschaftlich bedingter Einflüsse auf die Zentralbankgeldmenge und darüber hinaus allgemein auf die Liquidität gehen jedoch weit darüber hinaus. Sie treten im wesentlichen nur in den Perioden auf, in denen eine restriktive Geldpolitik erforderlich erscheint. Die Beispiele der Schweiz, Österreichs und auch der Bundesrepublik zeigen, daß in anderen Konjunkturphasen eine hohe Elastizität potentiellen Geldangebotes nicht notwendigerweise von sich aus nachfragesteigernd wirkt, sondern nur Nachfrageerhöhungen von der monetären Seite her nicht hemmt⁵⁵. Infolgedessen ist lediglich dafür Sorge zu tragen, daß

⁵⁴ Vgl. die Anm. 48 angegebene Literatur.

⁵⁵ Vgl. auch Erich Streißler, Stagflation. Ein Ausdruck irrationaler Gruppeninteressen. In: Wirtschaftswoche, H. 29, 1972, S. 35.

dann, wenn es gesamtwirtschaftlich notwendig ist, die Möglichkeit besteht, außenwirtschaftlich bedingte Geldmengenveränderungen zu vermeiden.

Ein einheitliches Instrument steht dafür nicht zur Verfügung. Es müssen daher für die einzelnen Quellen von Devisenzuflüssen verschiedene Instrumente eingesetzt werden:

6. Zur Sekundärliquidität der Banken gehören ihre kurzfristigen (Geldmarkt-)Anlagen im Ausland und ihre Möglichkeiten, im Ausland Kredite aufzunehmen. Ein Rückgriff auf diese Sekundärliquiditätspositionen läuft auf eine Erhöhung der inländischen Zentralbankgeldmenge hinaus und gestattet es den Banken, Liquiditätseinschränkende Maßnahmen der Zentralbank zu unterlaufen. Es ist daher erforderlich, den Sekundärliquiditätscharakter derartiger Guthaben und Verschuldensmöglichkeiten der Banken dann aufzuheben, wenn aus ihm Nachteile für die Wirksamkeit restriktiver Geldpolitik erwachsen. Das kann am besten dadurch geschehen, daß die Auflösung kurzfristiger und wenn notwendig auch langfristiger Auslandsguthaben durch die Banken in vollem Umfang (oder zumindest mit Teilbeträgen) auf ihre Refinanzierungskontingente angerechnet wird. Das gleiche gilt bei der Aufnahme von Krediten⁵⁶ im Ausland⁵⁷. Auf diese Weise würde den Banken die Möglichkeit genommen, durch die Ansammlung von Auslandsguthaben gegen spätere restriktive Maßnahmen der Zentralbank im Inland vorzubauen oder durch Kreditnahme im Ausland die Wirksamkeit dieser Maßnahmen zu beeinträchtigen. Die Sekundärliquidität der Banken bliebe daher auf die (noch nicht ausgenutzten) Refinanzierungskontingente beschränkt.

7. Die Erfahrung zeigt, daß die Unternehmen — vielfach mit Hilfe der Banken — auf eine direkte Kreditnahme im Ausland ausweichen, wenn die Möglichkeiten zur Kreditnahme im Inland eingeengt werden und das Zinsniveau über dem relevanter ausländischer Kreditmärkte

⁵⁶ Auch der Absatz von Kassenobligationen der Banken an das Ausland müßte einbezogen werden, da andernfalls die Banken versuchen, auf diesem Wege auszuweichen. Vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1972, S. 43.

⁵⁷ Kredite, die im Ausland aufgenommen werden, um Guthaben im Ausland anzusammeln, oder die Auflösung von Auslandsguthaben zum Zwecke der Tilgung von im Ausland aufgenommenen Krediten könnten als sich in ihrer Liquiditätswirkung kompensierende Handlungen der Banken unberücksichtigt bleiben.

liegt. Mit der Bardepotpflicht wurde ein neues Mittel gegen diese Art der Kapitalimporte geschaffen, dessen Wirksamkeit jedoch aus den erwähnten Gründen begrenzt ist. Es sollte daher erwogen werden, ob nicht eine Steuerbelastung von im Ausland aufgenommenen Krediten ein effizienteres Instrument wäre. Abgesehen davon, daß in diesem Fall auf Freibeträge verzichtet werden könnte, bestände die Möglichkeit, die effektive Zinsbelastung für im Ausland aufgenommene Kredite soweit hinaufzuschleusen, daß selbst Währungsspekulationen überkompensiert würden.

8. In ähnlicher Weise könnte bei Kapitalimporten in Form des Kaufs inländischer Wertpapiere durch Ausländer oder durch Einlagen bei inländischen Banken verfahren werden. Eine Sondersteuer von beispielsweise 10 % auf den Einlagebetrag dürfte in der Regel genügen, um derartige Kapitalimporte völlig fernzuhalten. Die in der Schweiz im Zusammenhang mit der jüngsten Währungsspekulation erhobene Steuer von 2 % pro Quartal⁵⁸ reicht dagegen nicht aus, um spekulative Devi- senzuflüsse im Zusammenhang mit einer als unmittelbar bevorstehend erachteten Wechselkursänderung zu unterbinden. Noch weniger ist, wie erwähnt, die Couponsteuer geeignet, da sie lediglich an den Erträgen ansetzt und nur in bestimmten Fällen abschreckende Wirkung hat. Die steuerliche Belastung der Kapitalimporte müßte so gestaltet werden, daß sie im Ausland nicht als Vorsteuer anerkannt wird.

9. Das in der Vergangenheit schon wiederholt angewandte Instrument von hundertprozentigen Mindestreserven auf die Einlagen von Ausländern bei inländischen Banken verhindert zwar expansive Geldmengeneffekte, kann aber Währungsspekulationen nicht unterbinden.

Das Ziel des vorliegenden Vorschlags zur Neugestaltung des geldpolitischen Instrumentariums bestand darin, eine Kombination von Instrumenten zu entwickeln, mit deren Hilfe die Zentralbank — unter Voraussetzungen, wie sie in der Bundesrepublik gegeben sind — in die Lage versetzt wird, die Liquidität der Geschäftsbanken und darüber hinaus die des gesamten privaten Bereichs quantitativ zu steuern. Zinsveränderungen sind die Folge, werden aber nur am Rande als Mittel eingesetzt, da es aufgrund der empirischen Erfahrungen zweifelhaft ist, ob über Zinsvariationen ohne quantitativ begrenzte Mittel das gewünschte Verhalten der Wirtschaftssubjekte herbeigeführt werden kann.

⁵⁸ Vgl. die Verordnung des Schweizerischen Bundesrates über die Verzinsung ausländischer Gelder vom 4. Juli 1972.

Das skizzierte Instrumentarium ist insoweit geschlossen, als es beinahe alle potentiellen Quellen von Zentralbankgeld umfaßt und im Gegensatz zum heutigen System Ausweichreaktionen der Banken und Unternehmen weitgehend unterbindet. Eine schwache Stelle bleibt im außenwirtschaftlichen Bereich, da hier eine vollständige Steuerung der Liquidität auf erhebliche Schwierigkeiten stößt. So scheint es nicht möglich, Devisenbewegungen, die durch Änderungen der Zahlungsmodalitäten bei Ex- und Importen und durch Ausweichreaktionen der Unternehmen mit ausländischer Kapitalverflechtung und Tochtergesellschaften im Ausland hervorgerufen werden, zu unterbinden. Zudem lassen sich fundamentale Ungleichgewichte der Wechselkurse mit Hilfe der genannten Instrumente nicht ausgleichen.

Ein wesentlicher Vorzug des vorgeschlagenen Instrumentariums besteht darin, daß es nur Mittel enthält, die als vereinbar mit der marktwirtschaftlichen Ordnung angesehen werden können. Es werden Grenzen gesetzt⁵⁹; im Rahmen dieser Grenzen sind die Banken und Wirtschaftssubjekte frei. Es bleibt eine relativ große Elastizität des monetären Sektors bestehen — ein Vorteil gegenüber allen Plänen der Hundertprozentdeckung. Darüber hinaus erübrigt sich die häufig als letztes Mittel diskutierte Kreditplafondierung, deren erhebliche Nachteile und negative internationale Erfahrungen nicht zu übersehen sind⁶⁰.

Zusammenfassung

Geldpolitik als Liquiditätspolitik

Ein Vorschlag zur Neugestaltung des geldpolitischen Instrumentariums

Die mangelnden Erfolge der Geldpolitik sind vor allem darauf zurückzuführen, daß die Zentralbank die Geldmenge nicht in der Hand hat, Geldmengenveränderungen sich weitgehend endogen vollziehen und das Instrumentarium zu sehr geldmengen- und zins- statt liquiditätsorientiert ist. Unter Liquidität des Geschäftsbankensystems ist dabei die Summe von Primär- und

⁵⁹ Geldpolitik ist seit der Monopolisierung des Rechts der Notenausgabe und der Zentralbankgeldschöpfung bei den Zentralbanken stets in einem gewissen Umfang auf quantitativ begrenzende, direkte Kontrollen gerichtet gewesen. Vgl. Wolfgang Graebner, Direkte Kontrollen als Mittel der Geldpolitik, a.a.O., S. 38 ff.

⁶⁰ Vgl. Kurt Klein, Die Kreditplafondierung, eine geld- und kreditpolitische Notwendigkeit. Berlin 1967, S. 72 ff.; Michael Gal, Erfahrungen der Schweiz mit der Kreditplafondierung. In: Kredit und Kapital, 4. Jg. 1971, S. 195.

Sekundärliquidität zu verstehen, d. h. die Verfügbarkeit über Zentralbankgeld und solche Größen, die jederzeit in Zentralbankgeld umgewandelt werden können. Da in der Vergangenheit die Banken zumeist erhebliche Überschussliquidität besaßen, waren sie in der Lage, eine zusätzliche Geld- und Kreditnachfrage der Wirtschaftssubjekte auch gegen die Intentionen der Zentralbank zu befriedigen. Die Überschussliquidität ist zugleich ein wichtiger Erklärungsfaktor der in der Länge variierenden Time-Lags geldpolitischer Maßnahmen.

Restriktiv eingesetzte Geldpolitik kann ihr Ziel somit nur erreichen, wenn es ihr gelingt, die Liquidität des privaten Bankensystems (und der Gesamtwirtschaft) in der erforderlichen Weise zu steuern und sie quantitativ zu begrenzen. Dazu bedarf es einer zieladäquateren Gestaltung des gelpolitischen Instrumentariums. Die derzeitigen Instrumente basieren auf unzulänglichen geldtheoretischen Vorstellungen, sind zu wenig aufeinander abgestimmt und z. T. ungeeignet.

Es wird daher folgender Vorschlag zur Neugestaltung unterbreitet: Im Mittelpunkt des geldpolitischen Instrumentariums sollten einheitliche Refinanzierungskontingente für die Geschäftsbanken stehen; diese Kontingente treten an die Stelle der derzeitigen Rediskontkontingente, der Lombardkredite und der Rückgabemöglichkeiten von Geldmarktpapieren. Die Höhe der Kontingente und der Refinanzierungssatz bilden ein Doppelinstrument für die Zentralbank, das durch die Mindestreservepolitik ergänzt wird. Zur Feinabstimmung sollte die Offenmarktpolitik hinzukommen, die jedoch wegen des Fortfalls der Rückgabemöglichkeit von Geldmarktpapieren ihren Charakter ändern würde.

Auch die finanziellen Beziehungen zwischen Staat und Zentralbank sind neu zu ordnen. An die Stelle von Kassenkrediten sollte die Möglichkeit zu Konjunkturkrediten treten. Auch die Gewinnverwendung der Bundesbank müßte in den Dienst der Geldpolitik gestellt werden.

Zur Kontrolle der außenwirtschaftlich bedingten Einflüsse auf Zentralbankgeldmenge und Liquidität müssen verschiedene Instrumente eingesetzt werden. Die Auflösung von Auslandsguthaben und die Kreditnahme im Ausland durch die Banken können im Bedarfsfall auf die Refinanzierungskontingente angerechnet werden. Die Einlagen von Ausländern lassen sich hohen Mindestreserven unterwerfen. Um die Unzulänglichkeiten der Bardepotpflicht zu beseitigen und die Kapitalimporte zum Kauf inländischer Wertpapiere zu regulieren, können steuerliche Maßnahmen eingesetzt werden, die bei entsprechender Gestaltung in der Lage sind, selbst spekulative Devisenzuflüsse bei erwarteter Wechselkurserhöhung zu unterbinden. Eine vollständige Absicherung der außenwirtschaftlichen Flanke und eine Beseitigung fundamentaler Ungleichgewichte der Wechselkurse ist jedoch mit geldpolitischen Mitteln allein nicht möglich.

Das skizzierte Instrumentarium ist weitgehend geschlossen und kompatibel mit der marktwirtschaftlichen Ordnung. Es beläßt dem privaten Bankensektor eine relativ hohe Elastizität und bedarf nicht des problematischen Mittels der Kreditplafondierung.

Summary

Monetary Policy as Liquidity Policy. A proposal for the reorganization of the instruments of monetary policy

The lacking success of monetary policy is due above all to the fact that the central bank cannot control the quantity of money, changes in the quantity of money take place largely endogenously, and the instrumentarium is oriented too closely to the quantity of money and interest rates, instead of to liquidity. In this connection, liquidity of the commercial banking system must be understood as the sum of primary and secondary liquidity, i. e. the availability of central bank money and such assets as can be converted at any time into central bank money. Since in the past the banks mostly had a substantial amount of surplus liquidity, they were in a position to satisfy additional demand for money and credit even when this ran counter to the intentions of the central bank. The surplus liquidity is simultaneously an important factor for explaining the varying duration of time-lags of monetary policy.

Hence the goal of a restrictive monetary policy can be attained only if that policy succeeds in controlling the liquidity of the private banking system (and of the whole economy) in the necessary manner and in limiting it quantitatively. To this end it is necessary to pattern the instruments of monetary policy, so that they are more adequate for achieving their goals. The present instruments are based on inadequate conceptions of monetary theory, are too ineffectively co-ordinated with each other and, in part, unsuitable.

The following reorganisation proposal is therefore made: The monetary policy instrumentarium should centre around uniform refinancing quotas for the commercial banks; these quotas would replace the present rediscount quotas, collateral credits and facilities for the return of money market papers. The level of the quotas and the refinancing rate constitute a double instrument for the central bank, which is supplement by minimum-reserve policy. For fine adjustment, use should be made of open-market policy, the character of which would change, however, on account of the lack of any possibility to return money market papers.

The financial relations between the government and the central bank should also be reorganized. In lieu of central bank cash advances, provision should

be made for cyclical credits. Moreover, central bank profits ought to be used in the service of monetary policy.

To control influences exercised by foreign trade on the quantity of central bank money and liquidity, various instruments must be employed. The liquidation of credit balances abroad and the taking up of credit abroad by banks may, if necessary, be counted as part of the refinancing quota. Deposits of non-residents can be made subject to high minimum reserves. To eliminate the inadequacies of the cash deposit requirements and regulate imports of capital for the purchase of domestic securities, it is possible to employ tax measures which, if appropriately designed, are capable of hindering even speculative inflows of foreign exchange in the event of an anticipated rise in the exchange rate. However, complete protection of the foreign trade flank and elimination of fundamental disequilibrium of exchange rates cannot be attained with the means of monetary policy alone.

The outlined instrumentarium is largely self-contained and compatible with the market economy system. It leaves the private banking sector a relatively high degree of elasticity and makes the problematical expedient of imposing credit ceilings unnecessary.

Résumé

La politique monétaire comme politique de liquidité. Une proposition de remodelage de l'instrumentation de la politique monétaire

Les résultats défectueux de la politique monétaire sont essentiellement dus aux faits suivants: la banque centrale ne maîtrise pas le volume monétaire, les variations de volume se réalisent largement de manière endogène et les instruments sont plus orientés sur les volumes et les intérêts que sur la liquidité. Par liquidité du système bancaire, l'on entend la somme des liquidités primaires et secondaires, c. à. d. la disposition de monnaie de la banque centrale ainsi que les valeurs convertibles à tout moment en cette monnaie. Comme les banques détenaient généralement dans le passé d'importants excédents de liquidités, elles étaient en mesure de satisfaire la demande supplémentaire de monnaie et de crédit des sujets économiques, même à l'encontre des intentions de la banque centrale. Les excédents de liquidités sont simultanément un facteur primordial d'explication des „time-lags“ (décalages dans le temps), de durées variables, des effets des mesures de politique monétaire.

Une politique monétaire restrictive ne peut atteindre ses objectifs que pour autant qu'elle réussisse à diriger de manière appropriée la liquidité du système bancaire privé (et de l'économie globale) et de la contenir quantitativement.

Il convient à cet effet de remodeler les instruments de la politique monétaire afin de mieux les adapter aux objectifs. Les instruments actuels se fondent sur des considérations insuffisantes de théorie monétaire, manquent de synchronisation et sont parfois inadéquats.

L'article propose par conséquent le remodelage suivant: au centre de l'instrumentation de la politique monétaire devraient se trouver des contingents uniformes de refinancement pour les banques commerciales; ces contingents remplaceraient les contingents actuels de réescompte, les avances sur titres et les possibilités de revente de papiers du marché monétaire. Le montant des contingents et le taux de refinancement forment un double instrument à la disposition de la banque centrale, et il se complète de la politique des réserves minimales. La synchronisation intégrale exigerait encore d'y joindre la politique d'„open-market“, dont toutefois le caractère serait modifié du fait de la disparition de la possibilité de revente des titres du marché monétaire. Les relations financières entre l'Etat et la banque centrale devraient également être réorganisées. La possibilité de crédits conjoncturels se substituerait aux crédits de caisse. Et enfin les bénéfices de la Banque fédérale devraient être affectés au service de la politique monétaire.

Divers instruments doivent être utilisés pour contrôler les influences en provenance de l'étranger sur le volume monétaire de la banque centrale et sur la liquidité. Le rappel de dépôts à l'étranger et l'emprunt à l'étranger par les banques peuvent en cas de besoin être imputés aux contingents de refinancement. Les dépôts de non-résidents peuvent être soumis à des réserves minimales élevées. Afin d'éliminer les insuffisances de l'obligation de dépôt en espèces et de réglementer les importations de capitaux se plaçant en valeurs indigènes, des mesures fiscales peuvent être introduites qui, si elles sont appropriées, empêcheront même les afflux spéculatifs de devises liés à un espoir de réévaluation. Les moyens de la politique monétaire sont cependant impuissants à assurer seuls la sécurité des flancs économiques extérieurs et la suppression des déséquilibres fondamentaux entre les parités.

L'instrumentation esquissée constitue un système largement fermé et compatible avec l'économie de marché. Elle laisse au secteur bancaire une souplesse relativement élevée et ne requiert pas l'instrument douteux du plafonnement du crédit.