

WIE DER MONETARISMUS NACH DEUTSCHLAND KAM
Zum Paradigmenwechsel der Geldpolitik in den frühen 1970er Jahren

Beitrag zur Tagung des Dogmenhistorischen Ausschusses
des Vereins für Socialpolitik

Berlin, Mai 2005

Heinz-Peter Spahn, Universität Stuttgart-Hohenheim

Abstract

The paper reviews the controversy between Postkeynesians and Monetarists since the 1960s up to the change in the strategy of monetary policy making in Germany favouring monetary targeting after 1973. It is argued that both issues, the debate and the policy decision, were related by less strong ties than usually assumed in the history of economic thought as well as in the history of economic policy concepts. The slogan "money does not matter" mirrored the abundance of dollars in the Bretton Woods System. The topic of Keynesian policy makers exploiting the Phillips curve is shown to be a monetarist myth, at least in Germany. The Bundesbank took advantage of the monetarist call for money supply control; it helped to come off the unloved fixed exchange rate system, restored supremacy of the Bank in financial markets and strengthened its independence from political supervision.

Gliederung

Einleitung.....	1
Eine Nachlese zur Keynesianismus-Monetarismus-Kontroverse.....	2
(1) <i>Abhängigkeit des Nominaleinkommens von der Geldmenge.....</i>	3
(2) <i>Transmissionsmechanismus der relativen Preise</i>	6
(3) <i>Stabilität des privaten Sektors</i>	9
(4) <i>Irrelevanz allokativer Details für die Entwicklung von Makroaggregaten.....</i>	11
(5) <i>Irrelevanz von Einzelpreisen für die Entwicklung des Preisniveaus</i>	11
(6) <i>Präferenz für "kleine" hochaggregierte Modelle</i>	11
(7) <i>Verwendung der Geldbasis als Indikator der Geldpolitik.....</i>	12
(8) <i>Verwendung der Geldmenge als Zwischenziel der Geldpolitik</i>	12
(9) <i>Verfolgung einer Wachstumsregel für die Geldmenge.....</i>	13
(10) <i>Ablehnung eines Phillips-Kurven-Trade-off.....</i>	15
(11) <i>Höheres Gewicht für Preisstabilität als für Vollbeschäftigung.....</i>	18
(12) <i>Abneigung gegen Staatsinterventionismus</i>	18
Die Rückgewinnung der Währungshoheit der Bundesbank.....	18
(1) <i>Zur stabilitätspolitischen Vorgeschichte</i>	19
(2) <i>Die liquiditätstheoretische Position in Theorie und Praxis der Geldpolitik</i>	22
(3) <i>Die Gründe für die strategische Wende</i>	25
(4) <i>Der pragmatische Monetarismus.....</i>	31
Resümee.....	32
Literatur	34

Die Lehren Friedmans [...] legen durchaus den Schluß nahe, daß wir [Zentralbanker] an diesem Tisch letztlich überflüssig sind.

Leonhard Gleske (1970)¹

Wer glaubt, man könne die ganze Geldpolitik auf die kurzfristige Beachtung einer einzigen statistischen Größe reduzieren, macht sich das Leben zu leicht. [...] Trotzdem empfand ich selbst die dogmatischen Monetaristen oft als wertvolle Unterstützung, besonders wenn es galt, die Geldpolitik einer breiten Öffentlichkeit leichter verständlich zu machen.

Otmar Emminger (1986: 439)

Ist die Bundesbank am Ende mehr in den neuen Weg, der sich letztlich als richtig erwies, hineingestolpert, als daß sie ihn beschritten hätte?

Jürgen von Hagen (1998: 439)

Einleitung

Die Durchsetzung monetaristischer Lehren in der Geldpolitik gehört zu den mit am besten dokumentierten Themen der Theoriediskussion. Dennoch gibt es Anlaß, sich erneut damit zu beschäftigen. Zum einen provozierte Sargents (1999) Geschichte des Sieges über die amerikanische Inflation Widerspruch aus England: Ein Phillips-Kurven-Konzept, das durch den Monetarismus erfolgreich überwunden und ersetzt worden sei, habe es dort gar nicht gegeben (Nelson 2001). In Deutschland wiederum hat die Bundesbank in der Begründung und Durchführung ihrer Geldpolitik stets eine nicht unwesentliche Distanz zu theoretischen und praktischen Normen des Monetarismus erkennen lassen. Schließlich taucht in den aktuellen Diskussionen um das monetaristische Element in der Strategie der EZB die Frage auf, ob geldpolitische Konzeptionen überhaupt aus zeitlosen Argumenten über die "richtige" Geld- und Makrotheorie gewonnen werden können oder ob nicht vielmehr die wirtschafts- und dogmenhistorischen Rahmenbedingungen zu untersuchen sind, um die *Pfadabhängigkeit* der Karriere eines Paradigmas verstehen zu können (Hagen 1999).

Grundsätzlich sind wir noch weit entfernt von einem allgemeinen Verständnis des Zusammenhangs zwischen der Theorieentwicklung und der Wahl wirtschaftspolitischer Strategien. Einerseits wird auf die Zeitgebundenheit geldtheoretischer Aussagen und auf ihre Abhängigkeit von wirtschaftspolitischen Zielvorstellungen hingewiesen (Claassen 1970: 13ff). Andererseits ist es offensichtlich naiv anzunehmen, daß sich Wirtschaftspolitiker und Notenbanker bei der Entscheidung über Grundlinien und Ausrichtung wirtschaftspolitischer Konzeptionen von der analytischen Brillanz einer neuen Lehre beeindruckt lassen. Bereits in früheren Phasen der Wirtschaftsgeschichte ist deutlich geworden, daß diese Entscheidungen nicht

¹ Zit. nach Neumann (1998: 340n).

zuletzt von Opportunitätsgesichtspunkten sowie vom Eigeninteresse politischer Akteure und Institutionen abhängen (Streißler 1997).

Der folgende Beitrag gliedert sich in zwei Kapitel. Im ersten wird die theoretische Debatte zwischen Postkeynesianismus und Monetarismus in den 60er Jahren entlang einiger wichtiger Streitpunkte nachgezeichnet. Es wird sich dabei zeigen, daß die "Front" zwischen beiden Schulen keineswegs so klar und eindeutig war, wie dies in Medien, Öffentlichkeit und Wissenschaft zuweilen behauptet wird. Ein markanter theoretischer Fortschritt ist nur sehr bedingt auszumachen. Im zweiten Kapitel wird untersucht, welche theoretischen, institutionellen und politischen Gründe für die Neuorientierung der deutschen Geldpolitik ab 1973 ausschlaggebend waren. Die neuen monetaristischen Lehren erwiesen sich dabei vor allem für die Außendarstellung des Kurswechsels als nützlich.

Eine Nachlese zur Keynesianismus-Monetarismus-Kontroverse

Der Erfolg des Monetarismus im Theorienstreit der 60er und 70er Jahre erscheint im Nachhinein betrachtet deshalb als rätselhaft, weil viele seiner Thesen für die Mehrheit der ökonomischen Profession heute kaum strittig sein dürften. Dies gilt zumindest für die Charakterisierung der Inflation als monetäres Phänomen, für die langfristige Neutralität des Geldes und für die Beschreibung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik als Substitutionsprozeß zwischen einem weit gefaßten Spektrum von Vermögens- und Gütermarktaktiva. Unwillkürlich ist man versucht, daran zu zweifeln, daß derartige Kernthesen von einer damals herrschenden Lehre überhaupt bestritten worden sind. Haben die Monetaristen mit ihren Argumenten den Keynesianern implizit Positionen untergeschoben, die von diesen gar nicht vertreten worden sind?

Die *Quantitätstheorie* ruht auf drei Bausteinen (Schumpeter 1954: 859, Skidelski 1995, Svensson 2003):

- Das Geldangebot ist unabhängig von der auf die reale Geldmenge gerichteten Geldnachfrage definierbar und von Seiten der Geldpolitik steuerbar.
- Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist mehr oder weniger konstant (klassische Variante) oder folgt in einem stabilen Funktionszusammenhang mit anderen Variablen einem vorhersehbaren Trend (neoklassisch-monetaristische Variante).
- Produktion, Beschäftigung und reales Wachstum werden langfristig nicht von monetären Impulsen beeinflusst.

Alle drei Bausteine sind notwendig und hinreichend für die inhaltliche Aussage der Quantitätstheorie, wonach die Inflation durch ein übermäßiges Geldangebot seitens der Währungsbehörden verursacht wird. Friedmans teilweise emotionsgeladene Stellungnahmen über Notenbanker und sein Plädoyer für eine unpolitische, regelgebundene Geldversorgung sind vor diesem Hintergrund zu sehen.

Was hat der *Monetarismus* dem hinzugefügt? Zur Strukturierung der Antwort auf diese

Frage bietet es sich an, entlang der zwölf Punkte vorzugehen, die in dem vielbeachteten Beitrag von Mayer (1975) als charakteristisch für den Monetarismus angesehen wurden. Sie werden im folgenden in unterschiedlicher Intensität diskutiert; die ersten vier dieser Punkte waren für Brunner (1968), den Namensschöpfer des Monetarismus, entscheidend. Mayer betonte, daß die zwölf Punkte nicht logisch zwingend zusammenhängen, also z.T. auch unabhängig voneinander akzeptiert oder verworfen werden können. Vor allem seien einzelne Punkte durchaus mit der keynesianischen Lehre vereinbar. Benjamin Friedman (1976) wiederum war der Meinung, daß alle zwölf Punkte nur empirische Streitfälle darstellen. Milton Friedman (1974a: 61) sah dies ähnlich: "The basic differences among economists are empirical, not theoretical." Die Implikation, der Monetarismus biete danach gar keine theoretische Alternative zur keynesianischen Lehre, wird sich im folgenden aber doch als irreführend erweisen.

(1) Abhängigkeit des Nominaleinkommens von der Geldmenge

Die Wurzeln der monetaristischen Lehre werden in einer Reaktion auf den Stand der herrschenden, als keynesianisch bezeichneten Makrotheorie der 40er und 50er Jahre in den USA gesehen. Die monetäre Perspektive war offenbar so in den Hintergrund gedrängt, daß beispielsweise die Geldmenge in den gängigen Lehrbüchern kaum erwähnt worden sei (Cagan 1976, Meltzer 1998). Der Report der amerikanischen Commission on Money and Credit von 1961 wurde ebenso wie der britische Radcliffe-Report von 1959 mit einer Botschaft des "Money does not matter" charakterisiert.

Nun muß eine solche Diagnose der Nichtthematisierung monetärer Faktoren nicht bedeuten, daß sie tatsächlich unwichtig waren. Typischerweise werden in ökonomischen Diskursen Faktoren behandelt, die deshalb ein Problem darstellen, weil man über sie *nicht* verfügt. Geld war jedoch nicht knapp. Man darf nicht übersehen, daß die Geldmenge im Bretton-Woods-System ebenso wie im Goldstandard *endogen* bestimmt war. Der Versuch der Currency-Schule, mit der Peelschen Akte von 1844 tatsächlich eine Geldmengenbeschränkung einzuführen und das beschworene Ideal einer exogenen Geldmenge zu verwirklichen, scheiterte kläglich und wurde durch ein Konzept einer zinspolitischen Steuerung abgelöst, das im Grunde bis heute den Alltag der Zentralbanken kennzeichnet (Blaug 1995, Spahn 2001: 77ff). Insbesondere für Leitwährungsländer wie die USA widersprach die Idee einer quantitativen Begrenzung der Geldmenge den praktischen Normen einer seriösen Bank- und Währungspolitik.

Für die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg wurden zudem deflatorische Gefahren befürchtet, so daß Konzepte zur Geldmengenverknappung – angesichts der soeben überwundenen Weltwirtschaftskrise – riskant erschienen. Die Prognose war zwar falsch, aber gerade im amerikanischen Fall ließ die aufgelaufene riesige Staatsschuld eine Bekämpfung der Inflation über Geldpolitik als fiskalisch zu teuer erscheinen; höhere Zinskosten waren im Staats-

haushalt nicht willkommen. Aus diesem Grund wurde primär die Fiskalpolitik als Instrument gegen inflatorische Tendenzen empfohlen (Johnson 1963, Friedman 1968, Neubauer 1977).

Unter den historisch-institutionellen Rahmenbedingungen einer elastischen Geldversorgung war es naheliegend, daß aktivierende und retardierende Faktoren für die makroökonomische Entwicklung im Realsektor selbst gesucht wurden, wobei man auf die Keynes'schen "animal spirits" Bezug nahm, die für Schwankungen der Investitionsneigung verantwortlich seien. Charakteristisch für die postkeynesianische Sichtweise ist jedoch die Position, daß selbst eine Kontrolle der Geldmenge keine Kontrolle über die Nachfrageentwicklung erlaube:

Some experts consider that the central task of monetary authorities is to keep a tight control on the supply of money. If, it is argued, the central bank has both the will and the means to control the supply of money, and either keeps it fixed or allows it to increase only in step with the growing needs of a growing economy, all will be well. [...] Our view is different. Though we do not regard the supply of money as an unimportant quantity, we view it as only part of a wider structure of liquidity in the economy. [...] It is the whole liquidity position that is relevant to spending decisions and our interest in the supply of money is due to its significance in the whole liquidity picture. [...] The decision to spend thus depends on liquidity in the broad sense, not upon immediate access to the money. [...] The spending is not limited by the amount of money in existence but it is related to the amount of money people think they can get hold of, whether by receipts of income (for instance from sales), by disposal of capital assets or by borrowing.

Radcliffe-Report (1959: §§ 388-390)²

Die Einbettung der Geldmenge in das Spektrum finanzieller Assets führt naheliegenderweise auch zu einem weiten bzw. "weich" definierten Geldbegriff:

The money-quality of assets is something imposed by the business habits of people; it is attached in varying degree to various assets [...]. To label something as 'money', the supply of which is to behave according to rules laid down by legal authority, is to build on shifting sand.

Richard S. Sayers (1957: 5)

Once interest-bearing financial assets are admitted as part of the 'money supply' (and [...] it is impossible to exclude them if the notion of 'controlling the money supply' is to have any credibility) there is no clear demarcation line to be drawn between 'monetary' and 'non-monetary' financial assets. Any *broad* definition of the money supply is therefore arbitrary since it is invariably surrounded by a spectrum of 'liquid assets' which are not comprised in it but which are close substitutes to it.

Nicolas Kaldor (1982: 72)

Geldmenge und Sozialprodukt galten im Radcliffe-Report als praktisch völlig unabhängig voneinander, so daß ihre Relation, die Umlaufgeschwindigkeit, jeden beliebigen Wert annehmen könne und deshalb eine inhaltslose Kategorie sei:

The fact that spending is not limited by the amount of money in existence is sometimes argued by reference to the velocity of circulation of money. It is possible for example to demonstrate statistically that during the last few years the volume of spending has greatly increased while the supply of money has hardly changed; the velocity of circulation of money has increased. We

² Zit. nach Kaldor 1982: 8.

have not made more use of this concept because we cannot find any reason for supposing, or any experience in monetary history indicating, that there is any limit to the velocity of circulation; it is a statistical concept that tells us nothing directly of the motivation that influences the level of total demand.

*Radcliffe-Report (1959: § 391)*³

Das Bild einer erratisch schwankenden Umlaufgeschwindigkeit bei endogener Geldmenge bedeutet, wie Kaldor (1982: 9) zustimmend anmerkte, eine deutliche Zurückweisung der Quantitätstheorie. Jedoch beruht die scheinbar plausible Vorstellung der Substitution einer knappen (Zentralbank-) Geldmenge durch reichlich verfügbare liquide Assets, so daß Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit gleichsam als technische Substitute anzusehen seien und sich gegenläufig bewegen (Kaldor 1982: 29), letztlich auf einer Verwechslung von Geld und Kredit und schließt somit eine Erklärung des Zinses aus (Johnson 1972: 36). Die Bestimmung des Geldmarktzinssatzes durch die Notenbank spricht im übrigen für einen engen Geldbegriff.

Geldsubstitute können sich [...] keineswegs bilden, weil eine Nachfrage nach Zentralbankgeld nicht befriedigt wird. Ihre markttheoretische Funktion kann allein darin bestehen, ein Ansteigen des Zinssatzes zu konterkarieren. [...] Die Stabilität der Geldnachfrage wird nicht dadurch erschüttert, daß plötzlich in größerem Umfang Kreditkarten verwendet werden, sondern dann bestätigt, wenn der Zinssatz steigt und sich als Folge die Geldhaltung vermindert.

Hajo Riese (1986: 38f)

Die These einer mechanischen Gegenläufigkeit von Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit unterstellt Friedman (1970) auch Keynes – was sich so allerdings nicht belegen läßt – und betont dagegen, daß in der Weltwirtschaftskrise Geldmenge *und* Umlaufgeschwindigkeit gesunken sind. Dieses Phänomen läßt sich aber ohne Schwierigkeit mit der Keyneschen Theorie vereinbaren, da eine unangemessen restriktive und von Bankzusammenbrüchen begleitete Geldpolitik naheliegenderweise auch die Liquiditätspräferenz erhöht.

Zwar bezog sich Friedman zuweilen auf die alte "oral tradition" der Quantitätstheorie Chicagos, faktisch entwickelte er jedoch die Keynesische Liquiditätspräferenzfunktion weiter (Pattinkin 1969, 1974). Friedman (1974a: 8) selbst hob den Unterschied zur alten Quantitätstheorie hervor: "For the transactions version [of the quantity theory], the most important thing about money is that it is transferred. For the income version, the most important thing is that it is held." Auch auf mehrfache Kritik hielt Friedman (1974b) daran fest, daß bei Keynes die Liquiditätsfalle eine entscheidende Rolle spiele. Die empirische und theoretische Zurückweisung eines solchen Elastizitätspessimismus war für die monetaristische Seite die Grundlage für die propagierte Renaissance der Geldpolitik (Brunner/Meltzer 1968, Monissen 1971). Die stabile Geldnachfragefunktion übernahm eine ähnlich strategisch wichtige Rolle im Gesamtkonzept wie die Idee einer stabilen Konsumfunktion im Postkeynesianismus. Zwar wurde auch bei jeder Konstruktion des IS-LM-Modells zunächst eine stabile Geldnachfragefunktion

³ Zit. nach Kaldor 1982: 9.

angenommen; aber diese Funktion wurde deshalb zum Markenzeichen des *Monetarismus*, weil man die keynesianische Orthodoxie mit den Behauptungen identifizierte, "daß es auf Geld nicht ankomme und daß die Umlaufgeschwindigkeit entweder höchst instabil oder unendlich zinselastisch sei" (Johnson 1971: 210).

Zudem warf Friedman (1974a) den Keynesianern vor, Änderungen der nominalen Geldmenge grundsätzlich mit realen Geldmengenänderungen gleichzusetzen und darüber Zins- und Realeinkommenseffekte zu "begründen". Möglicherweise hatten die theoretisch und wirtschaftspolitisch herrschenden Keynesianer größere Schwierigkeiten, den Übergang vom Regime des Goldstandards mit einem – in England – über 300 Jahre trendmäßig konstanten Preisniveau zum Regime des Lohnstandards mit einem seit Ende des Zweiten Weltkriegs ansteigenden Preisniveau mental nachzuvollziehen. Jenseits dieser empirischen Frage ist allerdings die Unterstellung, Keynes' Theorie beruhe auf einem Fixpreismodell, verfehlt. Gerade weil er produktionstheoretisch an sinkenden Erträgen festhält, variiert das Preisniveau mit dem Output; er hat auch eingehend dargelegt, daß sinkende Löhne an seiner Theorie nichts ändern (Keynes 1936: 219ff, Hahn 1983).⁴

Grundsätzlich haben makroökonomische Modelle stets einen nominalen Freiheitsgrad. Üblicherweise, nicht nur in der monetaristischen Theorie, wird dieser durch die Vorgabe der Geldmenge geschlossen; damit erscheint eine Rigidität des Nominallohns zwangsläufig als Verletzung der Marktkräfte (das System ist dann überbestimmt). Gerade wenn man aber das neoklassische Credo einer Irrelevanz des Nominalstandards ernst nimmt, ist die Setzung einer exogenen Geldmenge lediglich eine forschungspolitische Konvention. Realiter wird das System der Nominalgrößen in nicht geringerem Maße durch die Nominallohnsätze in Tarifverhandlungen fortgeschrieben. Der "Lohnstandard" definiert dann die keynesianische Variante der Quantitätstheorie (Hicks 1974: 73, Riese 1986: 16, 28). Damit wird insoweit die Geldmenge zu einer endogenen Größe, was in der modernen Makrotheorie auch zunehmend anerkannt wird; ihre (indirekte) Variation über den Zins stellt dann ebenfalls eine Störung des Marktprozesses dar, eben eine geldpolitische Intervention.

(2) *Transmissionsmechanismus der relativen Preise*

In Friedmans Welt spielt es scheinbar keine Rolle, ob ein monetärer Impuls per Offenmarktpolitik oder per "Hubschrauber" ausgelöst wird. Stets laufen derartige Störungen auf eine proportionale Änderungen aller Nominalwerte hinaus. Tobin (1974) monierte deshalb, daß

⁴ Es ist interessant, daß sich Friedman (1989: 256) später durchaus verständnisvoll über das Thema der Lohnrigidität äußerte: "Classical and neoclassical economists had long recognized that price and wage rigidity existed and contributed to unemployment during cyclical contractions [...]. But to them, wage rigidity was a defect of the market; to Keynes, it was a rational response [!] to the possibility of underemployment equilibrium." Bei rationalen Erwartungen ist es für die Gewerkschaften in der Tat sinnvoll, sich gegen Lohnkürzungen zu wehren, weil dies keinen Beschäftigungsgewinn, sondern nur nutzlose relative Einkommensänderungen zwischen einzelnen Lohnarbeitergruppen bringt.

Monetaristen geldpolitische Kursänderungen letztlich analog zu einer Neufestsetzung des Währungsstandards behandelten, die trivialerweise realwirtschaftlich neutral ist. Tatsächlich gehen geldpolitische Operationen aber stets mit *relativen* Mengen- und Preisänderungen auf den Finanzmärkten einher. Aufgrund dieser Struktureffekte ist Neutralität sehr viel schwieriger nachzuweisen. Die Allokationseffekte monetärer Impulse markieren das Gerüst des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. Friedmans (1956) Weiterentwicklung der Keyneschen Geldnachfragetheorie führt zu einem Portfoliomodell, das eine direkte Wahl zwischen Geld- und Güternachfrage beinhaltet und damit einen unmittelbaren Bezug zu den Stromgrößen der Produktionsebene herstellt.⁵ Die Investitionsnachfrage wird nicht erst über den Umweg von Zinseffekten berührt; es gibt vielmehr eine direkte Substitution zwischen allen Arten von Assets, finanzieller und realer Art. Aber dies sei keine grundsätzliche Abgrenzung zu Keynes: "The difference between us and the Keynesians is less in the nature of the process than in the range of assets considered" (Friedman 1974a: 28).

Nicht zuletzt aufgrund dieses Gradualismus fand Tobin (1974) es rätselhaft, daß Friedman glauben konnte, mit seinem Bild des Transmissionsmechanismus weitergehende monetaristische Schlußfolgerungen beweisen zu können. Auch Brunner/Meltzer (1974) gingen an diesem Punkt auf Distanz zu Friedman; er habe sich nicht zureichend mit der Wiederentdeckung der Preistheorie zur Erklärung makroökonomischer Prozesse auseinandergesetzt. Brunner/Meltzer folgen hier Leijonhufvud (1968), der das preistheoretische Fundament der Keyneschen Vermögensmarkttheorie freigelegt hatte. Es gehe um eine "grundlegende Neuformulierung des ursprünglichen Programmes von Keynes" (Brunner 1970a: 5). Der entscheidende Punkt ist Keynes' Aggregationsverfahren, das Bonds und Kapitalgüter zu einem Aggregat "nichtmonetäre Vermögenswerte" zusammenfaßt. Im Gegensatz zum späteren postkeynesianischen Ein-Gut-Modell werden so Konsum- und Kapitalgüter unterschieden; damit wird ein relativer Preis sichtbar, der im Transmissionsprozeß eine große Rolle spielt. Eine Zinsänderung berührt über die Definition der nichtmonetären Vermögenswerte als diskontierte Ertragsströme unmittelbar den relativen Preis von Kapitalgütern und zieht so portfoliotheoretische Anpassungsvorgänge nach sich; die postkeynesianische Fixierung auf die Kreditkosten erscheint als irreführende Verengung des Blickwinkels. Entscheidend ist die Vermögensstruktur der privaten Bilanzen, nicht der Grad ihrer Kreditfinanzierung.

Auf quantitätstheoretische Traditionen legen Brunner/Meltzer keinen übergroßen Wert. Zwar wird der Notenbank ein entscheidender Einfluß auf die Geldmenge zugebilligt; diese erscheint jedoch schon aufgrund der genaueren Behandlung des Finanzsektors, insbesondere des Kreditmarktes, weniger als (exogener) Ausgangspunkt, sondern eher als (endogener) Indikator der über Finanzmärkte, Banken und Vermögensbesitzer laufenden Marktprozesse; freilich schließt die Endogenität der Geldmenge für sie nicht die Kausalität in Bezug auf das Einkommen aus (Kalmbach 1973, Gebauer 1973, Laidler 1995). Das Forschungsprogramm

⁵ Dabei betrachtet Friedman allerdings nicht den Zins, sondern den Kehrwert des Preisniveaus als den "Preis des Geldes".

von Brunner/Meltzer zielte darauf ab, das einfache, aus nur wenigen Assets bestehende Keynesische Modell zu einer reichhaltigen Vermögens-, Güter- und Arbeitsmarkttheorie auszubauen, die Bestands- und Stromgrößen sowie die Budgetbeschränkungen aller Akteure und dabei die Fortschritte der Informationsökonomie berücksichtigt. Friedmans punktuelles Festhalten am einfachen IS-LM-Modell, das die vielfältigen Effekte im Transmissionsprozeß nur unvollkommen oder gar nicht erfassen kann, wurde dementsprechend als "veraltet" gerügt. Sein "Theoretical Framework" liefere keine adäquate Grundlage für die Geldtheorie und die empirische Analyse (Brunner 1968, 1970a, 1970b, Brunner/Meltzer 1968, 1974).

Friedmans Reaktion auf diese Kritik war höflich, aber reserviert. Er zeigte sich an den mikrotheoretischen Überlegungen zur Erklärung der Geldverwendung (Brunner/Meltzer 1971) weniger interessiert und erklärte, die Fortschritte bei der Informationsökonomie seien "irrelevant to my limited purpose"; er akzeptiere die komplexe Transmissionstheorie keineswegs in allen Details (Friedman 1974b: 136ff). Diese Distanzierung läßt sich möglicherweise mit einer unfreiwilligen Eigenschaft des Brunner-Meltzer-Ansatzes erklären: Aufgrund seiner reichhaltigen Struktur können hier vielfältige Effekte auftreten, z.B. auch "keynesianische" Wirkungen der Fiskalpolitik (Brunner/Meltzer 1974), die Friedman zuweilen aus Gründen eines methodischen und wirtschaftspolitischen Rigorismus ausblenden wollte.⁶ Der Transmissionsmechanismus der relativen Preise entspricht im Kern auch der keynesianischen Portfoliotheorie (Tobin 1974). Damit aber wird das Brunner-Meltzer-Modell für "Friedmanianer" weniger geeignet: Es ist einerseits viel zu detailliert, zudem abhängig von den institutionellen Gegebenheiten der nationalen Finanzmärkte und letztlich zu unbestimmt, um einfache wirtschaftspolitische Dogmen absichern zu können.⁷

Brunner and Meltzer provided an analytical framework capable of yielding either side's predictions, about for example, the significance of monetary impulses in generating inflation, or the effects of fiscal policy on aggregate demand, thus establishing that these issues were empirical rather than theoretical.

The simple fact remains that a further 30 years of monetarist analysis has not been able to demonstrate the empirical existence of a structurally stable transmission mechanism between money and inflation to the satisfaction of its own practitioners, let alone its critics.

David Laidler (1995: 331, 1989: 1157)

Der monetaristische Transmissionsprozeß der relativen Preise ist methodisch zwar eleganter als der simple keynesianische Kreditkostenansatz, steht jedoch inhaltlich vor dem gleichen Problem, ein wirtschaftspolitisch erwünschtes Resultat a priori nur über eine geeignete Wahl der Annahmen sicherstellen zu können. Wenn trotz sinkender Kreditzinsen die Investition

⁶ Anzumerken ist an dieser Stelle, daß damaligen Studien zur relativen Wirksamkeit der Geld- und Fiskalpolitik (Andersen/Jordan 1968, Cassel/Thieme 1971) eher die monetaristische Position bestätigten – ein aus heutiger Sicht wenig erstaunliches Ergebnis.

⁷ Es ist kein Zufall, daß sich der ambitionierte Ansatz von Brunner/Meltzer letztlich nicht durchsetzen konnte, während Friedmans einfaches Makromodell später, ergänzt um die Annahme rationaler Erwartungen, als "neuklassisches" Paradigma reüssierte.

nicht zunimmt, so bedeutet das eben im monetaristischen Ansatz, daß die Kapitalgüterpreise relativ zu den Konsumgüterpreisen eben *nicht* steigen, weil gesunkene Ertragserwartungen den Diskontierungseffekt kompensieren. Durch die bloße Wahl einer anderen Theoriesprache lassen sich keine inhaltlichen Reaktionsprobleme im Marktbereich lösen.

Die Monetaristen *postulieren*, daß Geld ein gutes Substitut für alle übrigen finanziellen *und* realen Aktiva ist. Ein geldpolitischer Impuls, z.B. ein Offenmarktkauf, wirkt dann zwangsläufig auf alle Märkte. Die privaten Akteure nehmen die damit verbundene Veränderung der Geld-Bonds-Relation in ihren Portfolios nicht einfach hin, sondern streben bei konstanten Präferenzen auch eine Anpassung der Geld-Güter-Relation an. Keynesianer halten dagegen, daß die Vermögenshaltung in besonderer Weise vom Gesichtspunkt der Liquidität geprägt ist.⁸ Der Liquiditätsgrad von Realaktiva ist aber i.d.R. gering; insbesondere für die von monetaristischer Seite betonten langlebigen Konsumgüter gibt es keine organisierten Bestandsmärkte. Damit könnten geldpolitische Impulse durchaus im Bereich der Finanzmärkte "hängenbleiben"; das ist letztlich eine empirische Frage (Goodhart 1970, Claassen 1970: 48ff, Pohl 1975, 1976). Die Entwicklung seit der damaligen Kontroverse und die heutigen Tendenzen auf den Vermögensmärkten geben wenig Anlaß zu der Hoffnung, an diesem Punkt zu stabilen, wirtschaftspolitisch nutzbaren Erkenntnissen gelangen zu können.

(3) Stabilität des privaten Sektors

Trotz Keynes' quantitativ-theoretischer Wurzeln (Kregel 1985, Skidelski 1995) hätte er wohl kaum in den 60er Jahren an vorderster Front der Gegenrevolution gestanden, wie Friedman (1970) versicherte. Keynes war monetärer Ökonom in dem Sinne, daß er monetäre Probleme wie z.B. Englands Überbewertung in den 20er Jahren als solche erkannte und nicht, wie es heute üblich geworden ist, mit einer realwirtschaftlich-mikroökonomischen Analyse und Therapie zu lösen versucht hätte. Die Frage der Stabilität eines Vollbeschäftigungsgleichgewichts ist der zentrale Punkt, der Keynesianer und Monetaristen trennt. Brunner (1968) *glaubt* an die Selbststabilisierungskräfte des Marktes; Keynes' These einer instabilen Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals wird schlicht "verworfen" (Brunner 1970b: 77).

Brunner/Meltzer (1974) kamen Keynes zunächst verständnisvoll entgegen: Er habe völlig zurecht erkannt, daß die zeitgenössische neoklassische Preistheorie (?) dem Phänomen Arbeitslosigkeit hilflos gegenüberstand, und daraufhin eine *makroökonomische* Erklärung konstruiert. Dieser Irrweg könne nun korrigiert werden. Die neuformulierte Preistheorie könne aufgrund der Berücksichtigung von Informationsproblemen auch Arbeitslosigkeit erklären: "Uausgenutzte Ressourcen erscheinen [...] als ein rationaler Versuch, die Informations- und

⁸ Die Keynesische Liquiditätsprämie ist ein zentrales Element der Vermögenshaltung unter Unsicherheit: "There is thus a probability that a portfolio choice, once made, is not optimal in light of what will be learned. This consideration, when combined with transaction costs, leads to a premium on 'liquid' or low-transaction-cost assets. This premium is in nature of an option purchase" (Hahn/Solow 1995: 144, vgl. Davidson 1974, Hicks 1974: 31ff, Kregel 1998).

Änderungskosten angesichts von Nachfrage- und Angebotsverschiebungen zu minimieren." Die Trennung von Mikro- und Makrotheorie kann aufgehoben werden: "Es gibt nur noch eine ökonomische Theorie, die Preistheorie" (Brunner 1970a: 24, 6). Mit diesen rudimentären Überlegungen zu dem Phänomen der Sucharbeitslosigkeit bleiben Brunner/Meltzer allerdings weit hinter der Keynes'schen Theorie der Unterbeschäftigung zurück – sie erfassen nicht einmal das Problem.

Friedman wiederum offenbart an diesem Punkt seine Neigung, ganz unbefangenen theoretische Versatzstücke in opportunistischer Leichtigkeit so zusammensetzen, daß eine a priori gewählte Position eine scheinbare Fundierung erhält. Dies zeigt sich bei seinem "Common Model", einem makroökonomischen Zwei-Gleichungs-System in den Variablen Realeinkommen, Preisniveau und Zins, dessen Freiheitsgrad auf verschiedene Weise geschlossen werden kann. Friedman hält sich die Option offen, dieses einfache IS-LM-Modell nach Bedarf durch einen ad-hoc-Verweis auf "das walrasianische Gleichgewicht" zu vervollständigen. In der quantitätstheoretischen Modellvariante "real income is determined outside [!?] the system. [...] It appends [!?] to this system the Walrasian equations of general equilibrium" (Friedman 1974a: 31, vgl. Friedman 1968).

Ein derartig oberflächliches Hantieren mit theoretischen Modulen unterschiedlicher methodologischer Herkunft verletzte die Berufsehre eines Theoretikers des Allgemeinen Gleichgewichts wie Frank Hahn (1971), der bei Friedman schlicht ein "lack of seriousness" konstatierte; niemand habe bislang gezeigt, wie die "natural rate of employment" konsistent aus einem walrasianischen Ansatz abgeleitet werden könne. Das IS-LM-Modell, das in seinen Verhaltensfunktionen das Einkommen als unabhängige Größe vorgibt, ist zudem inkompatibel mit dem walrasianischen Modell, das durch eine reine Preisabhängigkeit der Marktfunktionen charakterisiert ist.⁹ Überhaupt sei das Festhalten an diesem Ansatz forschungspolitisch verfehlt, da er a priori die Notwendigkeit wirtschaftspolitischer Interventionen ausblendet. "The Walrasian model does not capture any of the market failures macroeconomists have been concerned with for forty-five years" (Hahn 1980: 6).

Nun dürfte diese Kritik an Friedman schon deshalb abgeprallt sein, weil er sich in einer anderen Variante seines "Common Model" explizit auf Marshall bezieht, dessen Sicht des ökonomischen Prozesses substantiell vom walrasianischen Ansatz abweicht (De Vroey 1999). Friedman sieht sich hier ganz in einer Linie mit Keynes, der – wie Leijonhufvuds brillantes Buch gezeigt habe – gegenüber Marshall lediglich die relativen Anpassungsgeschwindigkeiten von Mengen und Preisen vertauscht habe. Dieser Spur folgt nun auch Friedman (1974a) in seiner Theorie des Nominaleinkommens, die temporär durchaus Mengeneffekte bei monetären Impulsen zuläßt. Aber auch diese Anlehnung an theoretische Autoritäten ist inkonsequent, weil die von Leijonhufvud und Clower vertretene Keynes-Interpretation über ein "false trading" Realeinkommenseffekte aufzeigt, die die Stabilität eines *Unterbeschäfti-*

⁹ Es scheint, daß – um eine spöttische Bemerkung über Keynes zu paraphrasieren –, daß auch Friedman nicht die 20 Minuten Zeit gefunden hat, um die allgemeine Werttheorie zu verstehen.

gungsgleichgewichts begründen. Es bleibt unklar, wieso Friedman nach der Bezugnahme auf die Linie Marshall–Keynes–Leijonhufvud seinerseits eine Stabilität bei Vollbeschäftigung postuliert, gerade wenn er explizit dem Realkasseneffekt keine große empirische Bedeutung zubilligt (Friedman 1974b, vgl. Burchardt 1976, Laidler 1995).¹⁰

(4) *Irrelevanz allokativer Details für die Entwicklung von Makroaggregaten*

(5) *Irrelevanz von Einzelpreisen für die Entwicklung des Preisniveaus*

(6) *Präferenz für "kleine" hochaggregierte Modelle*

Diese Thesen richten sich eigentlich weniger gegen die Keynesianer, sondern unterstreichen den *makroökonomischen* Anspruch des Monetarismus, trotz der Vielfalt der Transmissionswege am globalen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Nominaleinkommen festzuhalten. Besondere kreditpolitische Maßnahmen haben danach lediglich allokativer, aber wenig aggregativer Wirkungen (Brunner 1970b). Zu einem anderen Urteil kommt man freilich, wenn man unvollkommene Kapitalmärkte annimmt und Phänomene der Kreditrationierung berücksichtigt. Die forschungspraktische Devise der Monetaristen, kleine ökonometrische Modelle gegen den etablierten Großbetrieb der Keynesianer zu setzen, unterstreicht ihr mangelndes Interesse an allokativen Details, zollt aber auch dem Effizienzgedanken Tribut, mit einem möglichst geringen Aufwand zu eindeutigen Ergebnissen zu gelangen.¹¹

Die Unterscheidung zwischen einem Preisniveauschub und einer Inflation gehört zum Grundlagenwissen der Ökonomie; ihre Mißachtung kann der keynesianischen Schule wohl nicht ernsthaft angelastet werden.¹² Letztlich geht es bei diesem Punkt wieder um die institutionellen Rahmenbedingungen der Geld- und Währungspolitik in der Nachkriegszeit. Bei ei-

¹⁰ Die Bezugnahme auf verschiedene neoklassische Wurzeln im Monetarismus ist somit durchaus verwirrend. Generell wird er aufgrund des Vollbeschäftigungspostulats objektiv dem walrasianischen Ansatz zugeordnet. "I [...] do not think that you can be a Keynesian on the basis of a Walrasian world, and I do not think that you can be a Monetarist [...] on the basis of a non-Walrasian world" (Hahn 1980: 15, vgl. Kaldor 1982: 45). Friedman sieht sich selbst jedoch – mit Ausnahme der "importierten" natürlichen Rate der Arbeitslosigkeit – als Marshallianer und kann damit die allgemeine Markträumung und die Stabilität des Gleichgewichts nur *behaupten*. Brunner/Meltzer setzen sich explizit vom walrasianischen Ansatz ab; die informationstheoretische Rolle des Geldes in dezentralen Transaktionen wird damit deutlicher als bei Friedman. Auch sie akzeptieren die Hypothese einer gegenüber Marshall geänderten Reihenfolge von Mengen- und Preisanpassungen. Der betonte Gesichtspunkt der allgemeinen Interdependenz in ihrem mikrofundierten Totalmodell rückt sie methodisch jedoch wieder an die walrasianische Ökonomie heran (Kalmbach 1973, Davidson 1974, Laidler 1991, 1995).

¹¹ Die monetaristische Konterrevolution verfolgte "die Methodologie der positiven Ökonomie, deren Wesen nicht darin besteht, deskriptiven Realismus – repräsentiert durch das größtmögliche Gleichungssystem – anzustreben, sondern darin, die wesentlichen Beziehungen auszuwählen, die es erlauben, etwas Großes aus etwas Kleinem zu prognostizieren, ohne daß man sich um die dazwischenliegenden Kausalketten kümmern müßte. Diese Methodologie bedeutete eine ganz offensichtliche Erleichterung für den intellektuellen Mittelstand, denn sie befreite ihn aus der Abhängigkeit von großen Forschungsteams und großen und teuren Computerprogrammen" (Johnson 1971: 209).

¹² Meltzers (1998: 13) Behauptung "Nonmonetarists often explain inflation as the result of individual price changes" muß wohl eher als üble Nachrede interpretiert werden.

ner *elastischen* Geldversorgung erhöht eine autonome Einzelpreissteigerung das Preisniveau. Mayer (1975) weist zurecht darauf hin, daß damit auch eine positive Beeinflussung der Investitionsneigung verbunden sein kann, die dann noch einen (sektoralen) Nachfrageschub auslöst. Aber auch die Idee, daß eine *konstante* Geldmenge wie eine Budgetbeschränkung wirke und eine kompensierende Preissenkung an anderer Stelle erzwingen, wurde in der zeitgenössischen Lehrbuchliteratur (Ackley 1961: 442) angesichts einer flexiblen Umlaufgeschwindigkeit zurecht als realitätsfern angesehen. Allerdings waren Tradition und Erfahrung eines elastischen Geldangebots offenbar so tief verwurzelt, daß in der Tat Kostendruck- und Nachfragesogtheorien der Inflation vertreten wurden, ohne noch stets explizit auf ihre monetären Voraussetzungen hinzuweisen; die Wiederentdeckung dieser verdrängten Zusammenhänge wurde dann als "neue" Inflationstheorie wahrgenommen (Johnson 1963).

(7) *Verwendung der Geldbasis als Indikator der Geldpolitik*

(8) *Verwendung der Geldmenge als Zwischenziel der Geldpolitik*

Mit der Annahme eines stabilen Verhältnisses zwischen Geld und anderen Finanzaktiva wird die Geldmenge naheliegenderweise zu einem guten Indikator für das Verhalten der Geldpolitik. Dabei präferierten Brunner/Meltzer ein eng definiertes Aggregat, weil sie die Tauschmittelrolle des Geldes im Zentrum sahen, während Friedman zuweilen eine weite Geldmenge im Auge hatte, die auch eine Wertaufbewahrungsfunktion erfüllt (Brunner 1968, Claassen 1970: 34ff, Laidler 1995). Die postulierte Stabilität zwischen Geld und Realaktiva (einschließlich der Produktion) macht die Geldmenge auch zu einem guten Zwischenziel der Notenbanken. Demgegenüber wurde aus keynesianischer Sicht eher das Kreditvolumen oder der langfristige Zins als Zwischenziel¹³ empfohlen (Mayer 1975), ersteres, weil die Geldmenge als nicht gut steuerbar oder in variabler Relation zur Güternachfrage gesehen wurde, letzterer, weil die Transmission über die Kreditkosten verlaufe.

Der letztgenannte Punkt bot eine offene Flanke für die monetaristische Kritik, die gestützt auf Irving Fishers Nominalzinstheorem den Keynesianern vorwerfen konnte, diese verwechselten Nominal- und Realzins (Friedman 1968). Steigende Nominalzinsen können Liquiditätsengpässe oder aber Inflationserwartungen anzeigen und so zu Fehlreaktionen der Zinspolitik führen. Bei näherer Betrachtung wird Fishers Zinstheorem aber fragwürdig, wenn man nach den Optionen der Geldvermögensbesitzer bei drohender Inflation fragt. Kaldor (1982: 97) hielt das Theorem für falsch, weil sämtliche Finanzassets unter der Inflation leiden und

¹³ In einer verkürzten Redeweise wurde der Keynesianismus-Monetarismus-Streit oft darauf zugespitzt, ob nun die Geldmenge oder der (langfristige) Zins das *Instrument* der Geldpolitik sein solle. Keynes und Friedman wußten jedoch beide, daß Notenbankpolitik in der Praxis stets über die Manipulation der kurzfristigen Zinsen verläuft. Beide betrachteten in ihren makroökonomischen Modellen jedoch vereinfachend die Geldmenge als exogen veränderbare Policy-Variable (Goodhart 1989). Friedmans Empfehlung, auch praktisch die Geldmenge als Instrumentvariable einzusetzen, ist wegen problematischer Nebenwirkungen nur kurzzeitig praktiziert worden (s.u.).

folglich kein Ausstieg aus der Bondhaltung zu erwarten sei, der dann im Modell zur Zinssteigerung führt. Kaldor erwähnt nicht explizit die Möglichkeit einer Umorientierung zugunsten von Realaktiva, aber Harrod (1973: 76ff) wies auf die engen Märkte für mögliche Realobjekte hin, die bei Inflationserwartungen sofort Preissteigerungen produzieren. Der Anleger zahlt dann bereits im Kaufpreis den Inflationsverlust, dem er durch den rechtzeitigen Verkauf von Bonds zu entgehen hofft (Steindl 1990, Kregel 1998).

Es ist schwierig, aus dieser [Fishers] Theorie [...] einen Sinn abzuleiten, weil es nicht klar ist, ob die Änderung im Geldwert als vorausgesehen oder nicht vorausgesehen angenommen wird. Es gibt keinen Ausweg aus dem Dilemma, daß, wenn sie nicht vorausgesehen wird, sie keinen Einfluß auf die laufenden Angelegenheiten haben wird; während, wenn sie vorausgesehen wird, die Preise von bestehenden Gütern sofort so berichtigt werden, daß die Vorteile, Geld zu halten und Güter zu halten, sich wieder ausgleichen.

John Maynard Keynes (1936: 120)

Die Idee, den Kapitalmarktzins als Zwischenziel der Geldpolitik zu verwenden, ist unabhängig von dem Signalproblem bei Inflation auch bei Keynesianern aus der Mode gekommen. Der Grund liegt allgemein in der Unterscheidung zwischen Geldversorgung und Kreditversorgung, die unterschiedliche ökonomische Vorgänge beschreiben, auf unterschiedlichen Märkten ablaufen und entsprechend auch geldpolitisch voneinander entkoppelt werden sollten, um die Allokationsfunktion des Kapitalmarktes nicht zu beeinträchtigen.

(9) Verfolgung einer Wachstumsregel für die Geldmenge

Diese Politikregel ist eine unmittelbare Konsequenz aus der Diagnose einer stabilen Geldnachfrage. Es handelt sich jedoch weniger um das Konzept einer aktiven Steuerung des nominalen Sozialprodukts als um eine passive Strategie zur Vermeidung von Politikfehlern: Friedman (1970) empfahl eine Geldmengenregel gerade, weil eine feste, mechanische Beziehung zwischen Geldmenge und Einkommen fehlt¹⁴; und für Brunner (1968) waren größere Störungen vor allem auf das erratische Verhalten der Notenbanken zurückzuführen, die auf der Basis falscher Makromodelle eine interventionistische, möglicherweise gutgemeinte Politik praktizieren. Auch der Radcliffe-Report hatte sich schon mit der Idee einer Geldmengensteuerung beschäftigt. Er wies ihn nicht nur aufgrund der zu engen Perspektive im Hinblick auf den Liquiditätsstatus der Finanzmärkte zurück. In der folgenden Passage drückt sich keineswegs – wie üblicherweise interpretiert – lediglich ein "Money does not matter" aus, sondern eine Warnung vor aktivistischen Feinsteuerungsversuchen; dies entspricht bis heute auch der monetaristischen Lehre der Zentralbankkunst:

For the future, we envisage the use of monetary measures as not in ordinary times playing o-

¹⁴ Seine spätere Klage darüber, daß die Notenbanker sich unfähig zeigten, die Geldmenge wirklich exogen zu halten, veranlaßte Kaldor (1982: xvi) zu der polemischen Frage, ob die Quantitätstheorie nur bei kompetenten Notenbankern gelte.

other than a subordinate part in guiding the development of the economy. [...] Monetary measures cannot alone be relied upon to keep in nice balance an economy subject to major strains from both without and within. Monetary measures can help, but that is all. [...] We do not find any solution of the problem of influencing total demand in more violent manipulation of interest rates.

Radcliffe-Report (1959: §§ 511, 514)¹⁵

Die an den Zinsen orientierte Liquiditätspolitik kann – analog zur Geldmengenpolitik – nur global wirken. Versuche einer selektiven Kontrolle bestimmter Finanzierungskanäle würden nur temporäre Ineffizienzen, Umgehungsversuche und schließlich neue Finanzierungsformen entstehen lassen. Der Radcliffe-Report geht insoweit konform mit monetaristischen Positionen und antizipiert die Finanzinnovationen, die später im Gefolge der (restriktiven) Geldmengenpolitik in einigen Ländern auftraten.

The supply of money – whatever that may be made to mean – is not by itself a reliable policy measure, and the authorities must seek rather to influence the general liquidity situation by operating on rates of interest. Given this approach regulation of the banks is required not because they are 'creators of money' but because they are the biggest lenders at the shortest (most liquid) end of the range of credit markets. [However] any severely restrictive control of these operations is certain, over a period of time, to be defeated by the development of rival institutions; during the interim, the community will have suffered loss by interference with the most efficient channels of lending.

The obstruction to particular channels of finance have had no effect on the pressure of total demand, but have made for much inefficiency in financial organisation.

Radcliffe-Report (1959: §§ 504, 469)¹⁶

Meltzer (1998) konstatierte später unter Verweis auf Modigliani (1977), das Festhalten an einer diskretionären Zentralbankpolitik sei die letzte Bastion gewesen, die ein geschlagener Keynesianismus habe aufrechterhalten wollen. "Keynesians began by minimizing the role of monetary policy but shifted eventually to highlighting the use of monetary policy for short-term stabilization" (Meltzer 1998: 25). Nun sei aber allerorten eine klare Tendenz zugunsten einer regelorientierten Politik festzustellen, die im klassischen monetären System schon immer dominiert habe.¹⁷ Die Strategien des Inflation Targeting und der Taylor Rule werden merkwürdigerweise als Umsetzung *monetaristischer* Prinzipien gedeutet, obwohl (oder gerade weil?) hier die Notenbankpolitik immer wieder neuen Marktbedingungen angepaßt werden müsse, zu denen auch Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit (!) gehörten.¹⁸

Meltzer erwähnt jedoch nicht, daß in diesen modernen Politikstrategien die Geldmenge

¹⁵ Zit. nach Kaldor 1982: 6.

¹⁶ Zit. nach Kaldor 1982: 9f, 7.

¹⁷ Das hier gegebene Beispiel des Goldstandards ist dabei nicht überzeugend, da dieses System gerade erst unter der Führerschaft einer diskretionären, allerdings klar am externen Gleichgewicht ausgerichteten Zinspolitik der Bank von England seine Blütezeit erlebte (Eichengreen 1987, Spahn 2001: 97ff).

¹⁸ Allerdings glaubt Meltzer auch nach den Erfahrungen in den USA noch an eine stabile Geldnachfragefunktion.

als endogene Größe gesehen wird. Damit schließt sich der Kreis zur oben skizzierten Debatte, in der Kaldor (1982: 21f) gegen Friedman gewendet die zeitweilige Stabilität der Geldnachfrage ebenfalls mit der Endogenität der Geldmenge erklärt hatte. Die Kausalität verlaufe konträr zur quantitätstheoretischen Sicht vom Nominaleinkommen zum monetären Finanzierungsvolumen.¹⁹ Friedmans empirisches Resultat einer der Einkommensentwicklung vorauslaufenden Geldmenge ließ sich auch i.S. der keynesianischen Theorie erklären (Tobin 1970, Goodhart 1970). In moderner Sichtweise gelten Inflation und Geldmengenwachstum beide als endogene Größen des makroökonomischen Prozesses; weder im Hinblick auf die Frage der Kausalität noch in Bezug auf die Rolle der Geldmenge als Zwischenziel ist noch eine Dominanz monetaristischen Gedankenguts auszumachen. "At the center of this consensus is a rejection of the quantity theory" (Alvarez 2001: 219, vgl. Svensson 2003).

(10) Ablehnung eines Phillips-Kurven-Trade-off

Monetaristen und Neuklassiker feiern die Kritik der "keynesianischen" Konzeption einer wirtschaftspolitisch nutzbaren Phillips-Kurven-Relation als einen ihrer größten Erfolge. Nachdem Samuelson/Solow (1960) eine Inkaufnahme höherer Inflationsraten im Interesse einer niedrigeren Arbeitslosenquote empfohlen hätten, seien die Weichen in der westlichen Welt in Richtung auf Inflation gestellt worden (Sargent 1999: 2f). Friedmans (1968) berühmte "Presidential Address" markiert dann den Punkt der Abkehr von einem verhängnisvollen Weg, der langfristig in einer Zerrüttung der nationalen Währungen geendet hätte.

Laidler (1994) hat sowohl im Radcliffe-Report von 1959, im Report der US Commission on Money and Credit von 1961 und im Report der kanadischen Royal Commission on Banking and Finance von 1964 das Thema eines Zielkonflikts zwischen Vollbeschäftigung und Preisstabilität gefunden; allerdings wurde stets auf einen großen Korridor konstanter Löhne und Preise hingewiesen (in heutiger Diktion: auf den Unbestimmtheitsbereich der NAIRU). Aber schon Samuelson/Solow (1960) geben tatsächlich *keine* Empfehlung, einen kurzfristig gegebenen Trade-off auszunutzen. Erwartungsbedingt könne sich die Phillips-Kurve in beide Richtungen verschieben. Sie sahen auch bereits, daß eine anhaltend schwache Beschäftigung zu einem Aufbau der strukturellen Arbeitslosigkeit führt und darüber die Phillips-Kurve nach rechts verlagert (in heutiger Diktion: der Hysteresis-Effekt). Auch Johnson (1963, 1968) sprach zwar die Idee eines Wohlfahrtsoptimums auf der Kurve an, warnte jedoch vor ihrer Instabilität, wenn man einen bestimmten Punkt fixieren wolle.

Die Vorstellung eines Trade-off scheint zumindest die englische Wirtschaftspolitik in den 60er und 70er Jahren nicht beherrscht zu haben (Laidler 1976, 1989, 2003, Nelson 2001,

¹⁹ Kaldor (1982: xvii) wendet sich mit der Diagnose einer endogenen Geldmenge auch explizit gegen Keynes: "Once we realise that the supply of money is endogenous (it varies automatically with the demand, at a given rate of interest), 'liquidity preference' and the behaviour of the velocity of circulation ceases to be important."

Nelson/Nikolov 2002). Das Bild einer Phillips-Kurve war nicht präsent. Vielmehr wurden Inflation und Arbeitslosigkeit als voneinander unabhängige Probleme begriffen, die auch mit unterschiedlichen Konzepten bekämpft wurden: Arbeitslosigkeit mit makroökonomischer Nachfragepolitik, Inflation mit mikroökonomischer Einkommenspolitik (Monetaristen sahen damals und sehen heute die Zuordnung von Mikro- und Makropolitik zu diesen beiden Problem genau umgekehrt). Mit der Ausblendung monetärer Zusammenhänge galt die Inflation als ein letztlich institutionelles Problem antagonistischer Verteilungskonflikte.²⁰ Nachdem die Aufgabe der Goldbindung des Dollars schließlich eine gewisse psychologische Rigidität der Inflationserwartungen beseitigt hatte, eskalierte die Inflation und die Wirtschaftspolitik zeigte sich hilflos (Kaldor 1982: x).

Popularisiert wurde die Phillips-Kurve durch ihre Widerlegung durch Friedman (1968). Kurz- und mittelfristig diente sie als nützlicher Baustein zur Schließung seines "Common Model", da nun das Splitting-Problem der Aufteilung monetärer Impulse in Real- und Nominaleffekte durch die Elastizität der Angebotsfunktion gelöst werden konnte (Friedman 1974a, vgl. Tobin 1974).²¹ Langfristig verschwindet sie freilich (bzw. wird vertikal) und mündet so in das Standardergebnis der Quantitätstheorie. Im Punkt der Vollbeschäftigung gibt es keinen Disens zwischen Friedman und Keynes:

Mit der Zunahme der wirksamen Nachfrage nimmt [...] die Beschäftigung zu, [...] bis ein Punkt kommt, an dem keine überschüssige Arbeit zum dann bestehenden Reallohn verfügbar ist. [...] Die Bedingungen des strengen Gleichgewichts erfordern daher, daß die Löhne und Preise [...] im gleichen Verhältnis wie die Ausgabe steigen, wenn die [...] Menge der Produktion und der Beschäftigung [...] unverändert bleiben soll. Das heißt, wir haben einen Zustand erreicht, in welchem der rohen Mengentheorie des Geldes [...] völlig genügt wird; denn die Produktion ändert sich nicht, und die Preise steigen im genauen Verhältnis zu *MV* [d.h. zur umlaufenden Geldmenge].

John Maynard Keynes (1936: 245)

War der Phillips-Kurven-Trade-off wirklich die "weithin akzeptierte Vorstellung der postkey-

²⁰ "In bezug auf 'Kostendruck'-Inflation besteht für Leute, die so naiv sind, das Konzept überhaupt zu akzeptieren, die naheliegende wirtschaftspolitische Empfehlung in dem ebenso naiven Vorschlag, das Drücken zu beenden, indem man entweder an das Anstandsgefühl der Drückenden appelliert oder sie wenn nötig sozialer Disziplinierung aussetzt. Das intellektuelle Aufblühen dieses primitiven Appells zur Verspottung ökonomischer Gesetzmäßigkeiten durch soziale Konventionen und Beschränkungen erfolgt in der feierlichen Feststellung der Notwendigkeit einer Einkommenspolitik durch angesehene Ökonomen" (Johnson 1972: 44, vgl. Kaldor 1982: xi). Eine gewisse Rechtfertigung für die Sichtweise der Inflation als Kostendruckphänomen läßt sich formal aus der Modellierung rigider, d.h. nur sprunghaft sich ändernder Löhne und Preise ableiten. In diesem Fall gibt es keine kontinuierlich ansteigende Angebotsfunktion; Inflation besteht dann in einer Abfolge von Aufwärtsverlagerungen dieser horizontalen Kurve.

²¹ Cassel (1927: 410f) hatte demgegenüber noch geglaubt, daß vom Ausgangspunkt der Quantitätstheorie her keine Lösung dieser Frage möglich sei: "Welche Wirkungen eine Vermehrung der Geldmenge auf die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, auf die Ausdehnung des Gebrauchs von Bankzahlungsmitteln oder auf den Umfang des Realumsatzes hat, und welche also die schließliche Wirkung auf das allgemeine Preisniveau sein wird, das sind alles Fragen, die sich überhaupt nicht mit den Mitteln der Theorie behandeln lassen."

nesianischen Ökonomen" (Kalmbach 1973: 29)? Für den Bereich der Unterbeschäftigung mag dies (wenn man an eine Dynamisierung der Keyneschen Angebotsfunktion denkt) zutreffen – allerdings hatte Friedman über diesen Bereich gar nicht gesprochen. Für das Feld der Überbeschäftigung jedoch kann dies kaum gelten. Die besonders in England tradierte Überzeugung der Keynesianer war ja gerade, daß der Kapitalismus durch Unterbeschäftigung charakterisiert sei; insoweit stand der Bereich links von der Phillips-Kurve nicht im Mittelpunkt des Interesses. Es gab auch keinen theoretischen Grund, die Beschäftigung noch über den Vollbeschäftigungspunkt hinaus zu steigern. Das später von Barro/Gordon (1983) genannte Argument eines externen Effekts, der die individuelle Arbeitsangebotsentscheidung nach unten verzerre, entstammt einer neoklassisch-wohlfahrtstheoretischen und sicher nicht einer postkeynesianischen Gedankenwelt.

It is puzzling to find it put forward as a discovery that a higher inflation rate will not increase the full-employment level of employment: Keynes and Keynesians would not have claimed otherwise. [...] The Lucasians, by denying the possibility of involuntary unemployment – indeed, they profess not to know what it means – have given no reason why anyone should be interested in their trade-off even if it existed. In fact, the world that they describe quite plainly needs no macro-policy. Keynesians were concerned with the problem of pushing the economy to its natural rate, not beyond it. If the economy is already there, we can all go home.

Frank Hahn (1982: 74f)

Friedman (1968) hat mit seiner Phillips-Kurven-Kritik eine überflüssige Diskussion in der ökonomischen Profession ausgelöst; und dies gelang ihm auch nur deshalb, weil er den Ausgangspunkt seiner Schilderung nicht als Vollbeschäftigung, sondern als natürliche Rate der *Arbeitslosigkeit* bezeichnete (Kromphardt 2005). So provozierte er den Widerspruch von manchen Keynesianern, die vor lauter Entrüstung über den angeblichen Angriff auf ihren Säulenheiligen versäumten, Friedmans Modellvoraussetzungen genau zu lesen.

Aber auch Friedman kann man vorwerfen, die Allgemeine Gleichgewichtstheorie im Hinblick auf die natürliche Rate der Arbeitslosigkeit nicht genau genug studiert zu haben. So unterscheidet Tobin (1972) allein vier mögliche Definitionsmöglichkeiten dieser Variablen, die keineswegs zusammenfallen müssen: Es kann sich um die Arbeitslosenrate handeln,

- die die Inflation konstant hält,
- bei der keine unfreiwillige Unterbeschäftigung besteht,
- bei der eine optimale Faktorallokation herrscht, oder
- bei der die Zahl der Arbeitslosen mit der Zahl der freien Stellen übereinstimmt.

Zudem gebe es "keine Berechtigung anzunehmen, daß die natürliche Rate der Arbeitslosigkeit unabhängig von der vorangegangenen Arbeitslosigkeit ist" (Tobin 1972: 238).

Selbst der für Neoklassiker unverdächtigere Phelps (1967, 1972: xxivf, 31), der Friedmans Akzelerationstheorem antizipiert hatte, monierte das nun aufgebaute Schisma zwischen struktureller und konjunktureller Arbeitslosigkeit und wies wie Tobin darauf hin, daß eine nachfragebedingte Beschäftigungssteigerung Allokation und Effizienz verbessere und auch die strukturelle Arbeitslosigkeit vermindere. Im übrigen hatte sogar Brunner (1970a: 27) zu-

gestanden: "Die Erweiterung der Gesamtnachfrage beschleunigt die Wiedereingliederung der Arbeitslosen." Zwar hatte auch Friedman eine *variable* natürlichen Rate aufgrund von mikroökonomisch-institutionellen Faktoren im Auge, aber ihre Abhängigkeit von der *makroökonomischen* Entwicklung unterminiert die Vorstellung der NAIRU als einem realen Anker des Konjunktugeschehens. "The live hand of history produces a hysteresis-effect: the time path to equilibrium partially shapes that equilibrium. [...] Every departure from equilibrium produces irreversible effects of many kinds" (Phelps 1972: 78, 80).

(11) Höheres Gewicht für Preisstabilität als für Vollbeschäftigung

(12) Abneigung gegen Staatsinterventionismus

Die monetaristische Lehre provozierte den Vorwurf einer ideologischen Voreingenommenheit für die Marktgesellschaft (Neldner 1975). Wenn man an eine marktendogene Vollbeschäftigungstendenz glaubt, ist aber eine relativ größere wirtschaftspolitische Präferenz für Preisstabilität naheliegend und muß nicht interessensoziologisch mit einer Parteinahme für die Belange der Banken und Rentiers (Kaldor 1982: xxif, Bhaduri/Steindl 1983) erklärt werden. Richtig ist, daß Postkeynesianer monetäre Antiinflationpolitik als "desastrous for growth" einschätzten (Ackley 1961: 442) und – erfolglos – nach milderer Maßnahmen suchten. Nach der Anerkennung des Hysteresis-Problems in der Wissenschaft und selbst auf Seiten der Bundesbank (2004) sind die monetaristische Präferenz für das Geldwertziel und der Glaube an die langfristige Neutralität der Geldpolitik stärker zu hinterfragen. Auch inkompetente Wirtschaftspolitiker, vor deren Wirken Monetaristen oft zurecht warnen²², können bei Hysteresis mit expansiven Maßnahmen Gutes bewirken. "According to the Monetarists it will make no difference. According to the non-Walrasian view it will. Let the government try it" (Hahn 1980: 16, vgl. Blinder 1987).

Die Rückgewinnung der Währungshegemonie der Bundesbank

Es ist erstaunlich, daß der Monetarismus nicht zuerst in seiner theoretischen Heimat, den USA, wirtschaftspolitisch umgesetzt wurde, obwohl hier gute Bedingungen bestanden hätten: der direkte Einfluß seiner Schöpfer in wissenschaftlichen Zeitschriften und Medien, eine lange keynesianische Tradition in der Wirtschaftspolitik und instrumentelle Voraussetzungen zur

²² Brunner (1983) erklärte den politischen Reiz des Keynesianismus damit, daß dieser Rationalisierung und Deckmantel für aktionistische Umverteilungsprojekte liefere. Derartige Einschätzungen gaben das Material für einen Affekt gegen das Wirken eines staatlichen Leviathan. Andererseits kann man bei Monetaristen durchaus die Bereitschaft zum Glauben an (andere) Autoritäten entdecken. Ein religiöses Element läßt sich bei Friedmans akademischem Lehrer Simons (1962: 169) finden: "We need to design and establish [...] a monetary system good enough so that [...] we may hold to it unrationally – on faith – as a religion". Für Kaldor (1970: 1) waren die Monetaristen eine "growing band of enthusiasts, combining the fervour of early christians with the suavity and selling power of a Madison Avenue executive".

Geldmengensteuerung. Aber im eigenen Land galt der monetaristische Prophet offenbar (noch) wenig²³; erst zwischen 1979 und 1982 gab es in den USA eine (kurze) monetaristische Phase der Geldpolitik (Blanchard 1984), zeitgleich zu einem ähnlichen Experiment in Großbritannien (Healey 1987). Statt dessen war neben der Schweiz (Rich 1997) Deutschland der Ort, an dem der Monetarismus seine ersten praktischen Triumphe feiern konnte. Eine Schlüsselrolle wird dem Konstanzer Seminar für Geldtheorie und Geldpolitik zugesprochen, das seit 1970 zu einem Treffpunkt für Wissenschaftler und Notenbanker von beiden Seiten des Atlantiks geworden war, wobei die ersten Konferenzen von US-Referenten dominiert waren. Viele Teilnehmer wurden später zu einflußreichen Akteuren im Feld von Währung und Politik. Der Initiator des Seminars, Karl Brunner (1972), verfolgte zwei Ziele (Fratianni/Hagen 2001):

- Speziell in Deutschland fehle eine solide Theorie der Geldpolitik. Im Vergleich zu den USA sei eine Rückständigkeit in Forschung und Lehre zu beklagen, letzteres auch wegen der typisch deutschen Trennung zwischen Wirtschaftstheorie und -politik.
- Angestrebt war die Entwicklung einer Alternative zum Keynesianismus; die Geldpolitik sollte zu einem weniger aktivistischen, mehr zukunftsorientierten, langfristigen Kurs mit primärer Orientierung auf die Geldwertstabilität bewegt werden. "The entire thrust of the conference was to get the Europeans to think of their problems in terms of stable growth rates of the monetary aggregates" (Wolman 1970).

Diese Punkte erklären jedoch nicht, warum gerade deutsche und Schweizer Notenbanker so beeindruckt vom Seminar waren, dessen Aktivitäten von den übrigen etablierten Ökonomen in Deutschland zunächst "mehr oder weniger amüsiert zur Kenntnis genommen" wurden (Richter 1999: 41). Deshalb muß etwas weiter ausgeholt werden.

(1) Zur stabilitätspolitischen Vorgeschichte

Auf den ersten Blick könnte Deutschland seit der Währungsreform von 1948 als ein fruchtbarer Boden für die monetaristische Botschaft erscheinen. Mit dem obligaten Hinweis auf die Ordo-Schule wird betont, daß hier schon immer Geldwertstabilität als ordnungspolitisches (und nicht bloß stabilitätspolitisches) Problem gesehen worden sei (Issing 1997). Jedoch gibt die aus der Retrospektive etwas beklemmende Welt von Euckens Ordnungsprinzipien wenig her, was zu einer theoretischen Fundierung der Geldpolitik genutzt werden könnte.²⁴ Zwar

²³ Die Durchsetzung des Monetarismus in der akademischen Landschaft der USA wird üblicherweise erst mit der von Lucas (1972) begründeten Schule der Theorie rationaler Erwartungen verknüpft. Zwar bezeichnete Tobin (1980) diese Schule als "Monetarism Mark II", jedoch darf nicht übersehen werden, daß prinzipiell auch eine keynesianische Theorie rationaler Erwartungen möglich ist, weil "eine Erwartungshypothese keine spezifische Theorie begründen kann, sondern im Kontext einer vorab formulierten Theorie steht" (Riese 1983: 252, vgl. Maddock/Carter 1982, Hahn 1983).

²⁴ Sein Eintreten für einen Warengeldstandard und die historisch schiefe Erklärung monetärer Instabilität – Banken seien seit dem 18. Jahrhundert zu "Münzstätten" geworden, d.h. die geordnete Entstehung des Geld aus der Ware sei durch das Kreditgeld gestört worden (Eucken 1952: 163) – dis-

plädierte auch Eucken für Regelbindungen, aber aus einem tiefen Vertrauen in die Kompetenz und Autorität des Staates, während Friedman geistig eher mit dem "anarchischen" Element in Hayeks Denken verwandt ist. Die Ordo-Schule beförderte jene Abschottung zwischen wirtschaftstheoretischer und -politischer Analyse, die von den Monetaristen gerade für die Rückständigkeit der deutschen monetären Ökonomie verantwortlich gemacht wurde.

Für den Wissenschaftlichen Beirat bei der Verwaltung für Wirtschaft ging es 1949 um die "monetäre Unterstützung der Eingliederung der Arbeitslosen", Regelbindungen für die Geldmenge galten als störend. Die deutsche Geldpolitik steckte mental noch in den Wurzeln des Goldstandards; die Bank Deutscher Länder bekannte sich in ihren frühen Geschäftsberichten zu einer Zinspolitik gemäß den klassischen Spielregeln dieses Systems (Richter 1999: 8f, 20f). Die Norm einer Verteidigung des Wechselkurses stand an erster Stelle; sie dürfte auch bei der Formulierung der geldpolitischen Aufgabe "Währungssicherung" Pate gestanden haben. Das Ziel "Preisstabilität" war in dieser Gedankenwelt zweitrangig.²⁵ Bankpräsident Vocke schien noch an die Banking-Theorie zu glauben und erlag der Real-Bills-Fallacy: Er wandte sich gegen den Begriff der "importierten Inflation" (die auf einer Geldvermehrung infolge eines Exportüberschusses beruht) mit dem Argument, daß dies "durch Gold gedecktes konvertibles Geld" sei (Emminger 1986: 79). Vocke sträubte sich gegen die Anerkennung eines Zielkonflikts; er wollte weder Aufwertung noch Anpassungs-inflation zulassen. Sein Nachfolger Blessing (1963) meinte, Nachfragesog und Kostendruck könnten zwar theoretisch (!) nicht ohne Kreditpolitik Inflation bewirken, aber bei flexibler Umlaufgeschwindigkeit und festen Wechselkursen sei der Inflationsimport nicht zu verhindern; und der Wechselkurs dürfe nicht angetastet werden. Für ihn galt "3 % Inflation p.a. als besser als 3 % D-Mark-Aufwertung" (Holtfrerich 1998: 421, vgl. Emminger 1986: 128, Neumann 1998).

Die Wechselkursorientierung der Geldpolitik ist bemerkenswert, gerade weil die zweimalige Zerstörung der deutschen Geldvermögen in der Bevölkerung zu einer ausgesprochenen Inflationsaversion geführt hatte. Dies wurde auch von Seiten der Politik immer wieder thematisiert. Aber in der Praxis kam es vor allem darauf an, daß die deutsche Inflationsrate niedriger als im Ausland war.²⁶ Der währungspolitische Merkantilismus bei festen Wechselkursen

qualifizieren ihn als möglichen spiritus rector einer monetären Stabilitätspolitik (vgl. Richter 1999: 24, Bibow 2004).

²⁵ "In der guten alten Zeit der Goldwährungen gab es keine Problematik der Geldwertstabilität im heutigen Sinne. [...] Preisveränderungen wurden der Güterseite, nicht der Geldseite zugeschrieben. Die Währung galt als stabil, wenn die Wechselkurse stabil waren [...]. Auch der Goldstandard garantierte kein absolut stabiles Preisniveau. Es gab Zeiten, in denen das allgemeine Preisniveau rückläufig war, und es gab Zeiten, in denen es nach oben ging. [...] Dieses Auf und Ab der Preise wurde unter der Herrschaft des Goldstandards ebenso wie das Auf und Ab der Konjunkturen mehr oder weniger als etwas Gottgegebenes hingenommen [...]. Auf den Gedanken, daß das Geld in Zeiten rückläufiger Preise einen höheren und in Zeiten steigender Preise einen geringeren Wert haben sollte, kam niemand" (Blessing 1962: 159f, vgl. Blessing 1963).

²⁶ Das Konzept des Direktoriums der Bank Deutscher Länder "bestand darin, durch eine restriktive Geldpolitik und größere Preisstabilität in Deutschland als im Ausland die deutsche Wirtschaft in den Export zu treiben und so gleichzeitig die D-Mark zu härten und das Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung zu fördern" (Holtfrerich 1998: 377). Entsprechende Äußerungen von Erhard und Vocke

impliziert eine dem Phillips-Kurven-Konzept *entgegengesetzte* Norm: Günstig für die Beschäftigung war nicht eine steigende, sondern eine sinkende Inflationsrate. Auch der kräftige Wirtschaftsaufschwung nach 1967, der letztlich zur monetaristischen Neuorientierung der Geldpolitik führte, war entstanden, weil sich Deutschland von den steigenden Preisen in der Weltwirtschaft abgekoppelt hatte (Deutsche Bundesbank 1969: 25). Später sprachen europapolitische Gründe gegen wechselkurspolitische Alleingänge: Nach der Etablierung der "Schlange" plädierte Helmut Schmidt noch im Januar 1973 dafür, lieber eine weitere Inflation als eine DM-Aufwertung hinzunehmen (Hagen 1998).

Die auch in Deutschland angestellten Untersuchungen über die Existenz einer Phillips-Kurve (Enke/Maneval 1967, Hoffmann 1969) spielten in der wirtschaftspolitischen Diskussion kaum eine Rolle, weil (mit einer kurzen Unterbrechung) Vollbeschäftigung bestand und die "keynesianische" Strategie, weniger Arbeitslosigkeit gegen mehr Inflation eintauschen zu wollen, insofern irrelevant war. Die Bundesbank (1969: 26) sah keine Bestätigung für die These, daß eine höhere Inflation günstig für das Wachstum sei. Die monetaristische Kritik an einer Konjunkturpolitik über das Budget lief in Bezug auf Deutschland ins Leere, weil die Fiskalpolitik formal erst mit dem Stabilitätsgesetz 1967 dazu ermächtigt wurde und diese Möglichkeit dann nur wenig nutzte.

Die Diagnose des Sachverständigenrates zum Problem der schleichenden Inflation lag quer zu den retrospektiv vereinfacht aufgebauten Fronten "Phillips-Kurve vs. Quantitätstheorie". Angesichts der zeitweiligen Überbeschäftigung hätte ein Rekurs auf die Phillips-Kurve durchaus nahegelegen, aber der Rat sah die steigenden Preise nicht durch einen Nachfrageüberschuß verursacht. Jedoch kann man Friedmans Thema einer erwartungsbedingten Verlagerung der Phillips-Kurve bereits zwischen den Zeilen der Ratsdiagnose finden:

In den Lohnforderungen der Gewerkschaften und in den Lohnangeboten der Arbeitgeber kommen die Erwartungen der Tarifpartner über die Geldentwertung unmittelbar zum Ausdruck. Es ist daher nicht verwunderlich, daß die Zuwachsraten von Effektiv- und Tariflöhnen nach wie vor beträchtlich über die Rate des Produktivitätsfortschritts hinausgehen. [...] Die landläufigen Vorstellungen über die Ursachen der Inflation versagen, wenn sich die Gesellschaft daran gewöhnt hat, daß das Preisniveau um drei Prozent im Jahr steigt.

Sachverständigenrat (1966: Zf. 107, 203, vgl. 198)

Charakteristisch für die Position des Rates war das Plädoyer für eine multikausale Inflationserklärung, in der auch Marktmachtüberlegungen sowie vor allem der Inflationsimport über den direkten internationalen Preiszusammenhang eine Rolle spielen. Bemerkenswerterweise wurden die Gewerkschaften von einer Schuldzuweisung freigesprochen. Eine Lohnzurückhaltung hätte den Inflationsdruck nur auf den Exportüberschußeffect verlagert. Die Redeweise von einer Vielfalt von Inflationsursachen erschien modern und aufgeklärt, weil "alte Einseitigkeiten" überwunden wurden. Die Unterscheidung zwischen Kostendruck-, Nachfragesog- und Geldmengeninflation sei überholt, und damit auch die Vorstellung, die Notenbank

trage die ungeteilte Verantwortung für die Geldwertstabilität.

In der 'neuen' Inflation sind die Zusammenhänge komplexer, weil nicht nur die Nachfrager die Preise nach oben ziehen, sondern auch die Anbieter sie nach oben drücken und weil beides in der reichen und daher [?] reichlich mit Liquidität versorgten Wirtschaft auch ohne Geldvermehrung keine Schwierigkeiten bereitet, sofern nur das Ziehen und Drücken einigermaßen im Gleichtakt vor sich geht – im nationalen wie im internationalen Rahmen.

Sachverständigenrat (1966: Zf. 256, vgl. 204ff)

Die stabilitätspolitische Debatte in Deutschland war bis in die 70er Jahre von der Wechselkursproblematik beherrscht (Unterbewertung, importierte Inflation, erzwungene Geldschöpfung), nicht von dem Szenario, das Friedman (1968) so erfolgreich attackierte. Eine "planmäßige Herbeiführung von Überkonjunktur und Übernachfrage am Arbeitsmarkt" war nicht zu beobachten (Stucken 1968: 4). Festzuhalten ist aber der auch in Deutschland vorhandene Konsens, eine angebotsseitig entstandene Inflation nicht über eine monetäre Restriktionspolitik zu bekämpfen, aus wohlfahrtstheoretischen wie aus politischen Gründen (Blessing 1963, Haller 1968, Oberhauser 1976).

(2) Die liquiditätstheoretische Position in Theorie und Praxis der Geldpolitik

Wenn auch die *wirtschaftspolitische* Konstellation nicht so ganz zum Feindbild des monetaristischen Angriffs paßte, so ist nun zu fragen, in welcher Hinsicht der Stand der *Wirtschaftstheorie* Anlaß zur Kritik bot. Richter (1999: 3, 11ff) beklagt das Fehlen einer systematischen wissenschaftlichen Diskussion der anfänglichen Geldpolitik.²⁷ Gesell-Anhänger und Lautenbach forderten ein Preisniveauziel als Versicherung gegen Horten und Deflation; der Wissenschaftliche Beirat, Krelle und Stützel favorisierten ein Zielbündel aus Geldwertstabilität und Zahlungsbilanzausgleich, Beschäftigung und Wachstum, Investitions- und Sparförderung.²⁸ Die weitere Diskussion drehte sich um die Einbeziehung der Geldseite in die Makroökonomie, um Stützels Saldenmechanik und die Finanzierungsrechnung der Bundesbank. Im Wissenschaftsbetrieb hatte Deutschland Richter (1998) zufolge keine führende Position: Stützels Arbeiten waren zwar originell, aber weder er noch andere versuchten, ihre Ideen international einzubringen; Keynesianismus und Monetarismus waren amerikanische Importe.

Die geldtheoretische Diskussion knüpfte allerdings am englischen Radcliffe-Report an. Der liquiditätstheoretische Ansatz dominierte in deutschen Journals. Klassisch-quantitätstheoretisch argumentierende Autoren wie Lutz blieben Außenseiter. Vertreter der Liquiditäts-

²⁷ In den wichtigen deutschen Zeitschriften war auch nichts von der zentralen Debatte um die DM-Aufwertung zu lesen.

²⁸ Das Konzept, Investitionen monetär zu fördern und zugleich mit einer Sparförderung das güterwirtschaftliche Gleichgewicht zu halten, war allerdings der Konstellation der frühen 50er Jahren durchaus angemessen. Richters Polemik (1998, 1999: 10), diese Überlegung als Ausdruck eines hydraulischen keynesianischen Kreislaufdenkens zu brandmarken, in dem es "keine Märkte, keine Steuerung durch Preise, Löhne, Zinsen" gebe, geht am Thema vorbei.

theorie waren Veit, Stützel, Köhler und Jarchow, später auch Pohl, Duwendag, Kath und Oberhauser (Richter 1998, 1999: 24, 50f). Nicht zuletzt infolge der Mitgliedschaft von Köhler vertrat auch der Sachverständigenrat Anfang der 70er Jahre das Liquiditätskonzept. Wie oben ausgeführt, wird in diesem Ansatz das gesamte Spektrum liquider Assets als wichtig für die Güternachfrage angesehen. Die Unzulänglichkeit der Quantitätstheorie bestehe darin, daß sie mit der Geldmenge nur *eine* Finanzierungsmöglichkeit von Güterkäufen berücksichtige (?). Demgegenüber besagt die Liquiditätstheorie: "Die Wirtschaftssubjekte können ihre Aktivitäten entweder mit Hilfe der vorhandenen Geldmenge, insbesondere den Sichteinlagen der Kreditinstitute (Bankengeld), finanzieren oder durch Aufnahme zusätzlicher Kredite" (Sachverständigenrat 1970: Zf. 360, vgl. Köhler 1970, Ketterer/Pohl 1973).

Diese Beschreibung einer Zahlungswirtschaft ist aufgrund der Vermischung von Aktiv- und Passivkategorien dubios. Sie erfaßt auch nicht den im Banksystem mit einer Kreditvergabe auftretenden Liquiditätsbedarf.²⁹ Nach einer entsprechenden Kritik von Brunner/Neumann (1971) gestand Pohl (1972) zwar zu, daß letztlich alle Zahlungen mit Geld zu leisten sind, hielt aber an der Unterscheidung zwischen "vorhandenem" und via Kredit "beschaffbarem" Geld fest. Diese Unterscheidung war für den liquiditätstheoretischen Ansatz zentral. Eine mittelfristig am Produktionspotential der Volkswirtschaft orientierte Geldpolitik müsse auf das Kreditvolumen abzielen, weil nur die Kreditvergabe, d.h. die "beschaffbare", nicht aber die "vorhandene" Geldmenge kontrollierbar sei. Auch dies ist widersprüchlich: Wenn die Banken zur Kreditausweitung zusätzliche Liquidität benötigen (Sachverständigenrat 1970: Zf. 362), eben diese Liquidität, d.h. Zentralbankgeld, aber quantitativ nicht steuerbar ist, dann wäre bei einem festen Link zwischen Kreditvolumen und Geldmenge ersteres auch nicht steuerbar. Zur Lösung dieses Problems rekurriert der liquiditätstheoretische Ansatz wie der Monetarismus auf die Portfoliotheorie:

Zwar geht es letztlich um eine Kontrolle von *Zahlungsströmen*; jedoch beruht der Transmissionsprozeß geldpolitischer Impulse auf einer Anpassung von *Vermögensbeständen*. Angenommen wird eine "Normalstruktur" der Bankbilanzen. Danach seien die Banken bestrebt, eine bestimmte Liquiditätsquote aufrechtzuerhalten. Diese wird definiert als das Verhältnis von liquiden Aktiva zum gesamten Mittelaufkommen (veranschaulicht durch die Relation der beiden schraffierten Flächen in der stilisierten Bankbilanz). Die mangelnde Steuerbarkeit der *Geldmenge* (z.B. M1 oder M3) ergibt sich insbesondere aus der Umstrukturierungsmöglichkeit zwischen Depositen und Geldkapital von Seiten der Nichtbanken. Sie wählen sich ihren gewünschten Kassenbestand und können nicht zu geldpolitisch notwendigen Offenmarkttransaktionen bewegt werden. Die Bundesbank sprach denn auch bis 1971 weniger von

²⁹ Hajo Riese pflegte die Absurdität der Vorstellung einer Zahlungsalternative "Geld oder Kredit" mit der fiktiven Kreditnachfrage einer Oma zu illustrieren, die den noch zögernden Bankangestellten mit der Bescheidenheit signalisierenden Versicherung zu überreden sucht, sie sei durchaus mit einem Kredit in Form von Giralgeld zufrieden.

Bankbilanz

Kasse, Devisen, freie Zentralbankguthaben, Interbankenforderungen, Rediskontkontingente, in- und ausländische Geldmarktpapiere	Depositen
Bonds	
Kredite	Geldkapital

Geld- als von *Kreditpolitik*³⁰; wichtigstes Instrument ist die Variation der Mindestreserven. Damit ändert sich die Struktur der Bilanzaktiva, woraufhin die Banken Bondhaltung und Kreditvergabe so anpassen, daß die alte Liquiditätsquote wiederhergestellt wird. Die kreditpolitischen Instrumente wirken primär auf Liquiditätsstatus und Refinanzierungskosten der Banken. Eine Senkung der Mindestreserven führt ihnen zusätzliche Liquidität zu und bewegt sie, vermehrt weniger liquide, aber rentablere Titel, insbesondere Kreditforderungen, zu erwerben (Deutsche Bundesbank 1971: 19, 1973: 26, Richter 1999: 58).

Kritiker monierten, daß der Liquiditätsansatz über kein preistheoretisch fundiertes Gesamtmodell verfüge (Monissen 1973, Fautz 1975a). Die Anpassungsmechanismen wurden eher unscharf beschrieben und arbeiten wohl auch empirisch sehr "weich". Selbst Vertreter der Liquiditätstheorie unterstellten keine stabile Kreditschöpfungsfunktion; eine bestimmte Liquiditätsquote könne nur schwer aufrechterhalten werden. Selbst bei geschlossener Wirtschaft existierte kein stabiler Zusammenhang zwischen Liquiditätsquote und Kreditvergabe (Deutsche Bundesbank 1971: 26). Die Banken verhielten sich prozyklisch. Trotz höherer Zinsen intensivierten sie das Diskontgeschäft im Boom und verkauften Wertpapiere. Geldmenge und Kredite bewegten sich damit entgegen den geldpolitischen Zielen (Kaldor 1982: 14, Dürr 1968, Siebke/Willms 1970). Veränderungen der Liquiditätsquote können auch Fehlsignale auslösen. So kann eine steigende Kreditnachfrage den Liquiditätssaldo senken, was die Notenbank dazu veranlassen könnte, expansiver und damit prozyklisch zu agieren. Die Bankenliquidität ist ein unzuverlässiger Indikator. Eine bestimmte Liquiditätsquote ist mit verschiedenen hohen Inflationsraten vereinbar (Neumann 1972, Willms 1972, Fautz 1975b, Richter 1999: 50f).

Vor allem aber greift restriktive Kreditpolitik nicht, wenn die Banken überreichlich mit Liquidität versorgt sind oder sich jederzeit fehlendes Zentralbankgeld beschaffen können. Im Gegensatz zu den USA gehörte in Deutschland die Zulassung freier Liquiditätsreserven aus Sorge um die finanzielle Stabilität der Banken zum Grundprinzip der Geldpolitik. Insbesondere

³⁰ Erst ab Ende der 60er Jahre wurden Geldmengendaten in den Monatsberichten veröffentlicht (Emminger 1986: 406, Tewes 1995).

re bei festen Wechselkursen war die Liquidität der Banken nicht zu kontrollieren. Bei jedem Versuch der Bundesbank, Liquidität durch Abgabe von Geldmarktpapieren abzuschöpfen, entstanden neue Reserven, die jederzeit wieder in Zentralbankgeld getauscht werden konnten. Offenmarktpolitik am *Geldmarkt* war so eigentlich sinnlos. Offenmarktpolitik am *Kapitalmarkt* hatte sich aus historischen Gründen nicht als Instrument entwickelt, weil der Bondmarkt nach dem Krieg wegen der Entwertung der Staatsschuld und des hohen Selbstfinanzierungsgrades der Unternehmen zu eng war (Deutsche Bundesbank 1971: 18, 24, 1972: 17, Oberhauser 1972, Irmeler 1972, Bockelmann 1974, Schlesinger 1976). Im Kern war das Konzept der Liquiditätssteuerung schon Mitte der 60er Jahre gescheitert.

Der Z[entral]B[ank]R[at] gab vor, die Preisniveauentwicklung im Griff zu haben. In Wahrheit stand er über weite Strecken fast hilflos der Geldmengenerhöhung gegenüber. Sein größter Beitrag zum 'Wirtschaftswunder' bestand darin, daß er diese nicht als Problem für die Bewahrung der Preisstabilität ansah, sondern entsprechend seiner produktionspolitischen Orientierung als Schmiermittel der 'Mengenkonjunktur', jedenfalls solange die Tarifpartner nicht mit einer entsprechenden Erhöhung des Lohnstückkostenniveaus reagierten.

Carl-Ludwig Holtfrerich (1998: 429)

Die Bundesbank kapitulierte vor der schleichenden Inflation. Es war absehbar, daß die Banken mit ihrem hohen Polster an Sekundärliquidität ab 1967 jede künftige Restriktionspolitik unterlaufen konnten. Hinzu kamen immer neue Wellen spekulativer Kapitalzuflüsse, wodurch die Bankenliquidität (bei festen Wechselkursen) direkt oder indirekt weiter angereichert wurde. Der Sachverständigenrat (1970: Zf. 369) hatte betont, daß die potentialorientierte Kreditpolitik einer außenwirtschaftlichen Absicherung bedürfe.³¹ Der zeitweilig betriebene Ausweg aus dem Doppelproblem von Zahlungsbilanz- und Liquiditätsüberschuß, die Bemühungen um zusätzliche Kapitalexporte zu intensivieren, schien aus Sicht der Bundesbank auch nicht länger vertretbar, da der Kapitalexport gemessen am realen Leistungsverkehr und im Vergleich zu den USA schon viel zu hoch sei. Schließlich war zu beobachten, daß die Banken die Quote ihrer freien Reserven drastisch verringerten und auch darüber die Restriktionsversuche der Bundesbank konterkarierten.³²

(3) Die Gründe für die strategische Wende

Die Notwendigkeit einer Neuausrichtung der Geldpolitik wurde auch von Vertretern der Liquiditätstheorie nicht bestritten. Oberhauser (1972) forderte eine quantitative Begrenzung der Gesamtliquidität der Banken. Sie dürften nicht länger in der Lage sein, den angestrebten

³¹ Allerdings sprach sich Köhler in einem Minderheitsvotum (Sachverständigenrat 1970: Zf. 318) gegen flexible Wechselkurse aus und empfahl damit indirekt notfalls dirigistische Maßnahmen.

³² "Offensichtlich hat sich das Urteil der Banken über die für eine bestimmte Kreditexpansion notwendige Liquiditätsausstattung geändert. [...] Die Vorstellung schien sich durchgesetzt zu haben, daß Liquidität in Form von Zentralbankgeld letztlich doch zur Verfügung gestellt werde" (Deutsche Bundesbank 1972: 20, 57, vgl. 1969: 49, 1970: 13, 18, 90, Oberhauser 1976, Hagen 1998).

Kurs der Notenbank durch Aktivierung ihrer Spielräume bei Diskont- und Lombardgeschäften zu unterlaufen. Alle bisherigen Refinanzierungswege sollten zu einer Art Überziehungskredit zusammengefaßt werden, bei dem sowohl das Mengenkontingent als auch der Refinanzierungssatz als Doppelinstrument einzusetzen seien (dieser Vorschlag entsprach praktisch den später eingeführten Wertpapierpensionsgeschäften der Bundesbank!). Vertreter der monetaristischen Position in Deutschland³³ wie Monissen, Neumann, Siebke und Willms bemühten sich um einen empirischen Nachweis der Überlegenheit der Geldmenge gegenüber dem Liquiditätssaldo als Indikator und plädierten für eine Offenmarktpolitik mit der Menge als Aktionsparameter (Siebke/Willms 1970, Willms 1970, Neumann 1971, Möller u.a. 1972).

Der Sachverständigenrat vollzog – gegen den Willen von Köhler – einen Positionswechsel, bemerkenswerterweise allerdings weniger in theoretischer Hinsicht: Die Expansion der Dollar-Geldmenge sei keine notwendige Bedingung für die (Welt-) Inflation; die These (!), daß Inflation letztlich ohne ein Geldmengenwachstum unmöglich sei, gelte nur langfristig. Auch die Wirkungsweise des Transmissionsmechanismus liege letztlich noch im Dunkeln. Was den Rat faszinierte, war die wirtschaftspolitische Idee einer monetären Budgetbeschränkung im allgemeinen Verteilungskampf. Das Ziel der Geldwertstabilität müsse verselbständigt werden, so daß die Marktinteraktion der Interessengruppen nicht mehr zur Inflation führt. Daher sei eine quantitative Vorgabe des Geldmengenwachstums notwendig.

Das Substrat der wirtschaftlichen Interessen in einer arbeitsteiligen Wirtschaft ist das Geld. Die Menge und damit auf die Dauer auch der Wert des Geldes sollten daher nicht zur Disposition derer stehen, die es begehren – auch nicht zur Disposition des Staates [...]. Die um das Geld Streitenden sollten sich die Menge des insgesamt verfügbaren Geldes also von außen vorgeben lassen. [...] Stabilität des Geldwerts ist dann kein Ziel mehr, sondern eine Spielregel.

Sachverständigenrat (1974: Zf. 372, vgl. 374ff, 1972: Zf. 352ff, 395).

Auch die Bundesbank (1970: 11, 55, 1971: 21, 52ff, 1972: 14f) hatte angesichts der "Fehlentwicklungen der Lohnpolitik" und der ungehindert wachsenden Geldmenge auf dem geldpolitischen Grundprinzip insistiert, nach dem zu hohe nominale Ansprüche an das Sozialprodukt nicht monetär alimentiert werden dürften; selbst als phasenweise die Bankkreditschöpfung eingedämmt schien, ging das monetäre Wachstum weiter. Diese Diagnose kann man wie beim Sachverständigenrat als eine – nicht monetaristische – verteilungskampftheoretische Erklärung der Inflation deuten, der nun eine monetäre Schranke gesetzt werden sollte. Inflation wurde von der Bundesbank – verständlicherweise – nie allein auf das Verhalten der Geldpolitik zurückgeführt. Die "Vorgabe" von Geldmengenwachstumszielen ab 1975 wurde als Experiment verstanden, um den Marktakteuren den begrenzten monetären Spielraum vor Augen zu führen und sie von preistreibenden Verteilungskämpfen abzuhalten (Schlesinger 1976, Caesar 1976/77, Tewes 1995).

³³ Die gesamte Debatte fand hauptsächlich in der 1968 neu gegründeten Zeitschrift "Kredit und Kapital" statt. Es ist bemerkenswert, daß sich in der (Vereins-) Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften kein Beitrag findet.

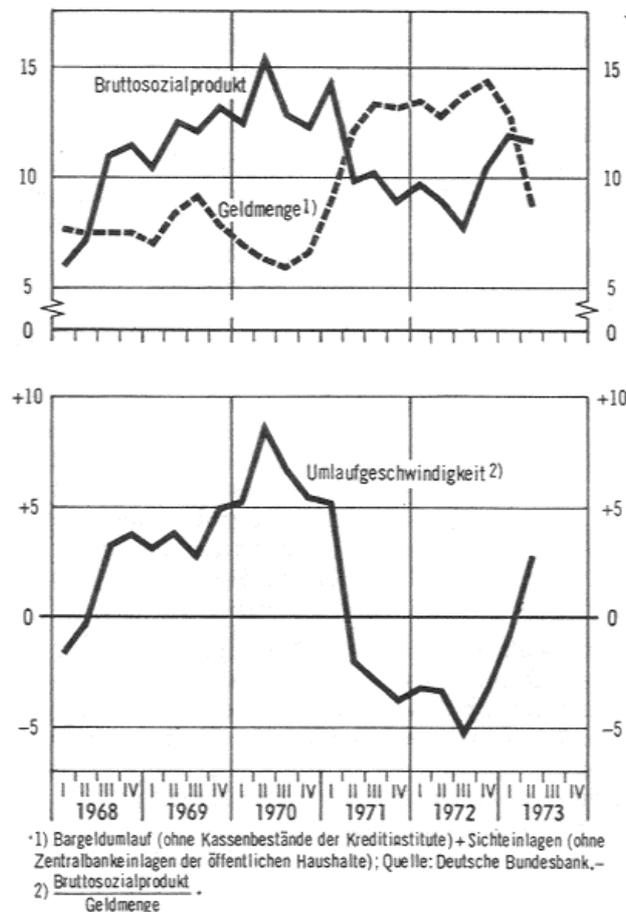


Abbildung 1: Bruttosozialprodukt, Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit
(Sachverständigenrat 1973: 74)

Glaubte die Bundesbank an die monetaristische Theorie? Und ab welchem Zeitpunkt? Auf einer Zentralbankratsitzung im Jahr 1968 stellte Direktoriumsmitglied Gocht ein pro-monetaristisches Memorandum "Ketzerische Gedanken in der Nacht" vor, das sehr befremdlich gewirkt haben soll. Auch spätere interne Debatten verliefen kontrovers (Emminger 1986: 406, Neumann 1998). Empirische "Evidenzen" zugunsten der monetaristischen Lehren können kaum den Ausschlag gegeben haben, bedenkt man die stark schwankende Umlaufgeschwindigkeit in den frühen 70er Jahren (Abbildung 1).³⁴ Noch 1971 hielt die Bundesbank das Geldvolumen für eine "unscharfe" Orientierungsgröße und wies auf das Problem sich ändernder Kassenhaltungsgewohnheiten hin. Aber selbst eine stabile Umlaufgeschwindigkeit hätte wenig ausgesagt, da die Geldmenge bis zu diesem Zeitpunkt nie angebotsseitig beschränkt, d.h. allein durch die Geldnachfrage bestimmt war. Die Banken fühlten sich praktisch niemals beengt. Ein "Vorlauf" der Geldmenge war auch über Multiplikator- und Akzelelatoreffekte erklärbar (Deutsche Bundesbank 1971: 26, 1972: 60, Oberhauser 1976). Imler (1972) hielt auf dem ersten Konstanzer Seminar daran fest, daß die Bundesbank die eigene Geldschöpfung *und* das Kreditangebot der Banken steuern müsse.

³⁴ Spätere Belege für den quantitätstheoretischen Zusammenhang in Deutschland finden sich bei Schlesinger/Jahnke (1987) und in Deutsche Bundesbank (1985, 1992).

Der erste Grund, der die Bundesbank zu einem energischen Kurswechsel zwang, folgte aus der *Verletzung* einer monetaristischen Norm: Den Keynesianern wurde gern vorgeworfen, Nominal- und Realzins zu verwechseln und nicht zu erkennen, daß die Inflation nach dem Fisher-Theorem zu einem entsprechenden Aufschlag auf den Nominalzins führe (Fand 1970, Siebke/Willms 1972). Aber das war eben nicht der Fall. Die Bundesbank sah sich aus währungspolitischen Gründen zu einer Zinspolitik gezwungen, die den Spärserschutz aushebelte und einer Umverteilung zu den Sachvermögensbesitzern Vorschub leistete. Dies war in einem Land, in dem der Geldvermögensbildung eine große Rolle zukam, eine wirtschaftlich und politisch gefährliche Tendenz (Deutsche Bundesbank 1969: 28, 1970: 26f, 1972: 27ff).

Der zweite Grund für die Suche nach einem neuen Konzept ergab sich daraus, daß der fortschreitende Verlust der Kontrolle über die (Zentralbank-) Geldschöpfung die Position der Bundesbank als geld- und währungspolitische Instanz aushöhlte. Dies war nicht (nur) ein Problem der verletzten Eitelkeit. Die Bundesbanker waren sich einig, daß der "Selbstbedienungsladen" für die Geschäftsbanken geschlossen werden mußte. Sie hätten ihre herausgehobene Position im Gefüge der wirtschaftspolitischen Institutionen gefährdet oder verloren, wenn nicht klar war, daß sie die monetären Rahmenbedingungen für die deutsche Wirtschaft überwachen und steuern konnten. Die ordnungspolitisch besondere Stellung der Bundesbank im Finanzmarktsystem war durch die unfreiwillige Geldschöpfung erodiert und ihre Autorität mehr und mehr untergraben worden. Deshalb war der Übergang zur Geldmengensteuerung nicht eine Anschlußbewegung an den in Mode gekommenen Monetarismus; schon im Bundesbankgesetz ist die richtige Dosierung der umlaufenden Geldmenge gefordert (Deutsche Bundesbank 1973: 27, Emminger 1986: 404f, Neumann 1998).

Daß es einer Kontrolle der Geldschöpfung bedarf, kann nicht zweifelhaft sein. Sie ist ein Grund-erfordernis der arbeitsteiligen Wirtschaftsordnung. Es ist nicht eine nach Deutschland mit Verspätung gelangte Modeerscheinung, sich Sorge um die Kontrolle der Geldschöpfung zu machen. Es ist vielmehr von jeher als eine vorrangige Verantwortung des Staates angesehen worden, für 'gutes', wertstabiles Geld zu sorgen.

Horst Bockelmann (1974: 159)

Der Übergang der Bundesbank von einem mehr liquiditätsorientierten Konzept zur Zentralbank-geldsteuerung ist auch nicht nur vor dem Hintergrund der geldtheoretischen Diskussion zu sehen, die schon Jahre vorher einsetzte, sondern auch als Reaktion auf Veränderungen in den institutionellen Gegebenheiten, insbesondere der Aufgabe des Systems fester Wechselkurse.

Helmut Schlesinger (1976: 451)

Allerdings ergibt Schlesingers These – Geldmengensteuerung als Konsequenz aus dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems – auch umgekehrt einen Sinn. Die Klage der Bundesbanker über die "monetäre Nebenregierung" der Devisenmärkte macht deutlich, daß Notenbanken schon wegen der größeren Handlungsautonomie flexible Wechselkurse vorziehen. Die Verantwortlichen hatten offenbar den Eindruck gewonnen, daß Notenbanken mit hoher Reputation ihre Identität nur wahren konnten, wenn sie sich von den Devisenmärkten abkoppelten. Dies erklärt, warum neben der Bundesbank auch die Schweizer Nationalbank

ein so großes Interesse am Konstanzer Seminar zeigte: Geldmengenkontrolle und feste Wechselkurse schließen sich aus; die vom Monetarismus verlangte Geldmengensteuerung war faktisch das Vehikel zum Ausstieg aus dem ungeliebten Festkurssystem. So konnte die Bundesbank die akademische Bewegung um den Monetarismus nutzen, um ihre Stellung als Institution zu konsolidieren und Handlungsfreiheit zurückzugewinnen. Sie wurde wieder "Herr im eigenen Haus" (Emminger 1986: 258).³⁵

Der Aspekt der institutionellen Autonomie prägte auch die Entscheidung zur Geldmengenpolitik als *Instrument*. Die praktische Schwäche des liquiditätstheoretischen Ansatzes hatte schon während der Debatte um das Stabilitätsgesetz zu Überlegungen geführt, der Bundesbank "schärfere" Instrumente wie z.B. eine auf die Kreditvergabe bezogenen Aktivreserve zur Verfügung zu stellen. Die Möglichkeit administrativer Kontrollen über das Kreditgeschäft der Banken wurde nicht in das Gesetz aufgenommen, weil ihre Umsetzung jeweils von einer Regierungszustimmung abhängig gewesen wäre. "The Bundesbank itself was not interested in acquiring the right to impose credit ceilings which would be dependent on government decisions" (Irmiler 1972: 140f, vgl. Dürr 1968, Stucken 1968). Diese Debatte flammte Anfang der 70er Jahre wieder auf (Sachverständigenrat 1972: Zf. 397ff, Deutsche Bundesbank 1973: 28, Ehrlicher 1973). Ein Festhalten an der Liquiditätssteuerung erschien der Bundesbank auch nach der Schließung der außenwirtschaftlichen Flanke als zu unsicher; der von Helmut Schmidt zunächst³⁶ empfohlene Weg, ggf. eine Kreditplafondierung in gemeinsamer Kompetenz mit dem Finanzministerium zu betreiben, war wenig attraktiv, weil dies die organisatorische Selbständigkeit der Bundesbank gefährdet hätte. So kam es der Bundesbank sehr gelegen, daß die Wissenschaft die Alternative einer Geldmengenkontrolle in Eigenregie forderte. Die "Schutzschildfunktion" von Geldmengenzielen, die als finanzmarkttechnische Regeln eine Notenbank vor direkten Endzielwünschen von Seiten der Wirtschaftspolitik abschirmen, wurde sofort erkannt (Hagen 1998, 1999, Neumann 1998). Die der Bundesbank zugefallene politische Unabhängigkeit wurde als ein hohes Gut verteidigt.³⁷

³⁵ Die amerikanische Notenbank konnte im Bretton-Woods-System stets eine unabhängige Geldpolitik praktizieren. Der Übergang zu einem monetaristischen Kurs war hier weniger drängend. Zwar folgte sie der Bundesbank auf Druck des Kongresses und verkündete ab 1975 ebenfalls Geldmengenziele; diese wurden jedoch bis zum Oktober 1979, als die Dollar-Schwäche zu einem grundlegenden Politikwechsel zwang, nicht ernstgenommen (Emminger 1986: 396ff).

³⁶ Er wurde jedoch rasch zu einem Befürworter der Geldmengenpolitik (Emminger 1986: 407).

³⁷ Die Bundesbank (1998) wehrt sich gegen die These, ihre Unabhängigkeit sei ein Oktroi der Alliierten gewesen; vielmehr habe diese Konstruktion auch den deutschen Vorstellungen entsprochen. An dieser Darstellung bleiben Zweifel. Ein eher taktisches Verständnis von Notenbankautonomie wird bei Ludwig Erhard im Januar 1948 deutlich: "Ich halte es für ausgeschlossen, daß sich die Zentralbank – wenn die Arbeitslosenzahlen wieder einmal steigen – wieder auf das hohe Roß setzt und gleichgültig zeigt. Das gibt es natürlich nicht. Insofern zieht in letzter Instanz zweifellos immer die Politik, aber man muß eine Stelle, die wirklich nur zum Schutz der Währung da ist, schon weitgehend unabhängig machen" (zit. nach Deutsche Bundesbank 1998: 25, vgl. Bibow 2004). In der Bevölkerung gab es vermutlich auch keine klare Präferenz für Notenbankautonomie. "Die sogenannte Unabhängigkeit der Notenbank ist in Deutschland nicht populär. Sie ist nicht aus dem Willen des deutschen Volkes hervorgegangen" (Miksch 1949: 517).

Das letzte Hindernis bei der strategischen Wende betraf die Frage der konjunkturpolitischen Ausrichtung der Geldpolitik. Das Interesse an der Stabilisierung der Konjunktur und der Wahrung eines hohen Beschäftigungsstandes hatte in Selbstverständnis und Praxis der Bundesbank, ablesbar aus den Monats- und Geschäftsberichten, stets ein großes Gewicht. Dies war schon unmittelbar nach der Währungsreform so und setzte sich bei den Debatten um die DM-Aufwertung fort. Für den ab 1970 neuen Bundesbankpräsidenten Klasen hatten Wachstum und Preisstabilität gleiches Gewicht. Der Forderung, die Geldpolitik mittelfristig am Produktionspotential zu orientieren und regelgebunden anzulegen, stand die Bundesbank zunächst skeptisch gegenüber. Weil die zyklischen Schwankungen zugenommen hätten, müsse man sich um ihre Stabilisierung kümmern. Gerade bei der kurzfristigen Prozeßpolitik habe die Kreditpolitik einen Vorteil gegenüber anderen konjunkturpolitischen Instrumenten. Man befürchtete auch, daß eine als Begleiterscheinung einer strikt regelgebundenen Geldpolitik auftretende Arbeitslosigkeit politisch nicht toleriert werden könnte (Deutsche Bundesbank 1969: 23, 1970: 28ff, 1971: 23f, Imler 1972, Holtfrerich 1998, Hagen 1998, Richter 1998, 1999: 22, 57).

Jedoch war allen am wirtschaftspolitischen Prozeß Beteiligten klar, daß eine Geldwertsicherung die Aufgabe der von Bundeskanzler Brandt gegebenen Vollbeschäftigungsgarantie verlangte. Die in Abstimmung mit der Regierung durchgeführte scharfe Restriktionspolitik 1973/74 markierte den Einstieg in ein neues Regime. Die "Vorgabe" eines bestimmten Geldmengenwachstums erlaubte (bei gegebener Umlaufgeschwindigkeit) Vollbeschäftigung nur bei der angestrebten Zielinflationsrate. Damit war eine neue Rollenverteilung in der Wirtschaftspolitik verbunden. Ebenso wie die Regierung keine stabilitätspolitische Verantwortung für den Geldwert übernehmen wollte, lehnte die Bundesbank nun grundsätzlich die Zuständigkeit für die allgemeine makroökonomische Stabilität ab. Die Ankündigung eines Geldmengenziels "clarified the rules of the game: monetary policy was no longer to be made responsible for employment" (Hagen 1999: 696, vgl. Cassel/Thieme 1971, Deutsche Bundesbank 1975: 18, Emminger 1986: 258, Holtfrerich 1998, Neumann 1998).³⁸

Es ging also weniger um die Frage der Neutralität der Geldpolitik, sondern um eine organisatorisch und anreiztheoretisch effiziente Absteckung von Zuständigkeitsbereichen. Für die Regierungsseite (und selbst für die Gewerkschaften) war nun eine Art Selbstbindung institutionalisiert, die ausschließen sollte, daß der Verteilungsstreit um Ressourcen und Einkommen zulasten des Geldwerts ging. Diese Bindung war zugleich eine Entlastung, weil das langfristige Ziel der "Währungssicherung" nun an eine eigens dafür geschaffene Instanz delegiert war; man mußte nicht selbst eine permanente Abwägung zwischen kurz- und langfri-

³⁸ Im Zentralbankrat spielte das Beschäftigungsziel in den 70er Jahren intern jedoch weiterhin eine große Rolle. Es gab keine einhellige Zustimmung für das neue Konzept. Die Geldmengenziele in den ersten Jahren waren Kompromißformeln, denen verschiedene Fraktionen mit jeweils unterschiedlicher Problemsicht zustimmen konnten (Hagen 1998, 1999). Im übrigen waren auch die akademischen Anhänger des Monetarismus nicht immer für eine strikte Regelbindung. So plädierte Neumann für eine Notausstiegsklausel bei hoher Arbeitslosigkeit (Richter 1999: 80).

stigen Interessen vornehmen. Für die Bundesbank andererseits war die Arbeit insofern einfacher geworden, weil das Beschäftigungsproblem mit Billigung der Wirtschaftspolitik an den Markt zurückverwiesen, d.h. privatisiert worden war.

(4) Der pragmatische Monetarismus

Faktisch entstand Zentralbankgeld in der Bundesrepublik auf Bedarf, d.h. durch eine entsprechende Nachfrage der Banken. Geldangebot und Geldnachfrage sind damit nicht unabhängig voneinander (Gebauer 1996). Dagegen wird das Geldangebot nach der monetaristischen Theorie z.B. durch regelmäßige Offenmarktgeschäfte in den Wirtschaftskreislauf gegeben und wird dort zum Ausgangspunkt für die oben beschriebenen Portfolioanpassungen. Ab 1974 versuchte man zunächst, dieses Konzept umzusetzen. "Prinzipiell steuert nun die Notenbank unmittelbar die Schaffung von Zentralbankgeld" (Deutsche Bundesbank 1974: 4, vgl. Irmeler 1972, Neubauer 1977). Unter der Nebenbedingung der erfolgten Beseitigung von Liquiditätsreserven mußte dies zu starken Zinsausschlägen am Geldmarkt führen, da die Geldnachfrage der Banken insbesondere für die Mindestreserven zinsunelastisch war. Alle Experimente einer konsequenten Geldangebotssteuerung zeigen dieses Muster einer gestiegenen Zinsvolatilität (*Abbildung 2*), die für die Stabilität der Finanz- und Devisenmärkte abträglich ist. Die Bundesbank kehrte denn auch rasch zu einem moderaten Kurs zurück, bei dem die von der Verwendung her definierte Zentralbankgeldmenge kurzfristig auf den geschätzten Bedarf hin kalkuliert wurde.³⁹ Verständlicherweise provozierte dies die Kritik der Monetaristen (Neumann 1975, Hagen 1998).

Das Geldmengenwachstum fungierte nun formal als monetäres Zwischenziel, das mit Hilfe der Variation der kurzfristigen Zinsen angesteuert werden sollte (Deutsche Bundesbank 1975, 42, 1976: 9ff, Schlesinger 1976). Faktisch orientierte sich die Zinspolitik aber nur sehr vage an der durch das Wachstumsziel gegebenen Restriktion. Bundesbankpräsident Emminger (1986: 417) hielt im Nachhinein die dabei auftretenden Zielverfehlungen für unwichtig, solange die monetäre Stabilität gewahrt blieb. Die Zielüberschreitungen waren jedoch so erheblich, daß interne Stimmen davor warnten, die Bundesbank würde sich mit ihrem Geldmengenkonzept lächerlich machen. Ein Abrücken von der Geldmengensteuerung erschien wiederum politisch inopportun, da Regierung und Öffentlichkeit dieses Konzept positiv aufgenommen hatten.

Schließlich wurde die Geldmengenpolitik durch die Etablierung des Europäischen Währungssystems gerettet: Da die Bundesbank hier aufgrund der symmetrischen Interventionsverpflichtungen im Festkurssystem abermals den Verlust der monetären Kontrolle befürchtete, war es geboten, neben dem Wechselkurs die Geldmengensteuerung als internen Anker

³⁹ "Es wäre falsch anzunehmen, daß die Geldmenge – auch die von uns anvisierte Zentralbankgeldmenge – kurzfristig und exakt gesteuert werden könnte" (Klasen 1975: 4, vgl. Deutsche Bundesbank 1974: 26, Bockelmann 1974, Caesar 1976/77, Emminger 1986: 402, Richter 1999: 90).

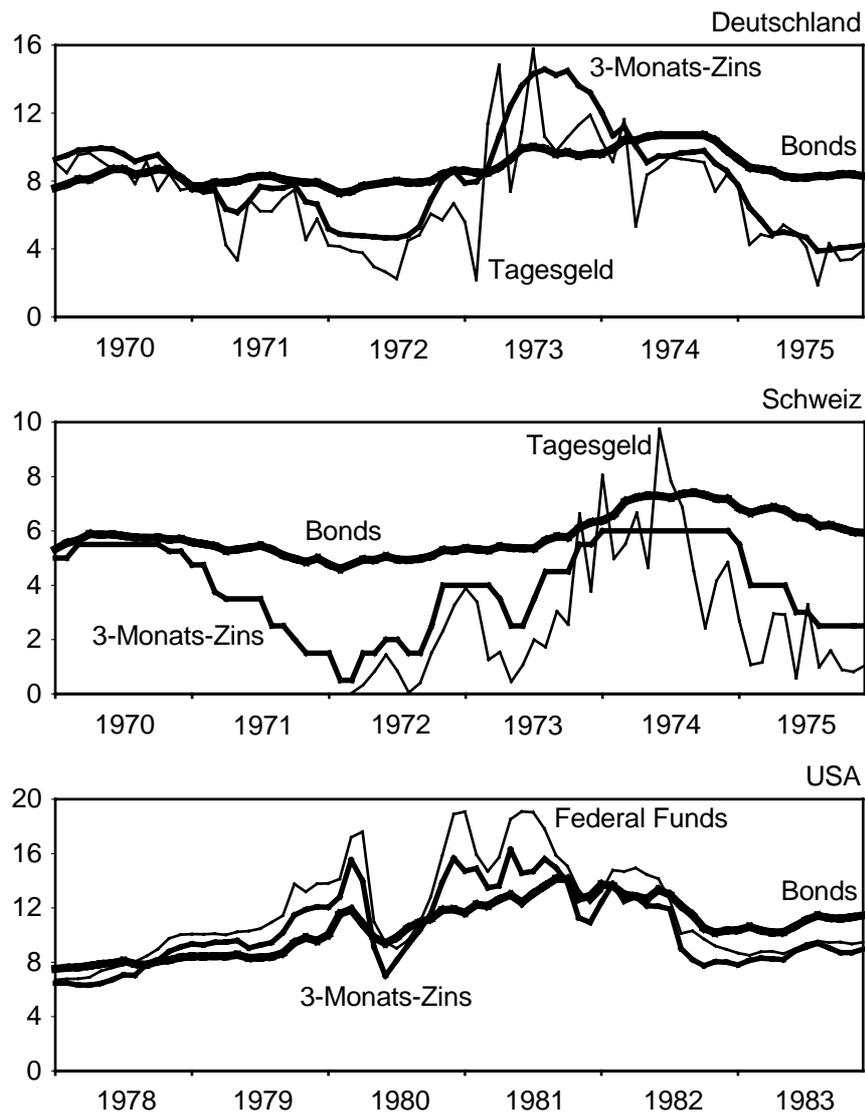


Abbildung 2: Zinsvolatilität in Phasen strikter Geldmengenkontrolle

für die Geldpolitik beizubehalten (Hagen 1998, 1999). Dieser konnte dann im Konfliktfall als unverzichtbar für die Wahrung der Geldwertstabilität dargestellt und als Argument für ein Abrücken von der Wechselkursbindung genutzt werden. Die Bundesbank ließ sich in einem internen Papier eine derartige Notausstiegsklausel aus dem EWS zusichern. Die Existenz dieses "Emminger-Briefes" hat dann Anfang der 90er Jahre die Spekulanten zu erfolgreichen Angriffen auf die Schwachwährungen im EWS ermuntert (Kenen 1995, Eichengreen 1996: 212ff, Neumann 1998).

Resümee

Die theoretische Debatte zwischen Postkeynesianismus und Monetarismus war nicht sehr ergiebig. Vieles wurde zu einem konzeptionellen Gegensatz aufgebauscht, was in Wahrheit nur ein Reflex unterschiedlicher Theoriesprachen oder divergierender empirischer Einschät-

zungen war. Beide Schulen konnten sich theoretische Mängel in der Argumentation vorwerfen. Partielle Stärken des Monetarismus in analytischer Hinsicht bedeuteten nicht unbedingt auch eine hohe wirtschaftspolitische Relevanz. Die währungspolitischen Gegebenheiten des Bretton-Woods-Systems mit ihren Konsequenzen für die nationale Geldschöpfung wurden von beiden Schulen kaum angemessen berücksichtigt. Die Kritik am Radcliffe-Report muß von daher relativiert werden. Schließlich ist es als ein Mythos anzusehen, daß die Keynesianer eine Überbeschäftigungspolitik vor dem Hintergrund der Phillips-Kurve favorisiert oder betrieben hätten.

Insbesondere in Deutschland unterschied sich die makroökonomische und wirtschaftspolitische Konstellation von dem Szenario, das Friedman in seiner berühmten Rede über die Rolle der Geldpolitik skizziert hatte. Dagegen war es das Verdienst der Monetaristen, die theoretischen Schwächen der herrschenden deutschen Schule in der Geldtheorie herausgearbeitet zu haben, denen entsprechende Mängel im geldpolitischen Konzept der Bundesbank gegenüberstanden. Dennoch hat nicht die Anerkennung der theoretischen Überlegenheit des Monetarismus den Kurswechsel in der deutschen Geldpolitik bewirkt.⁴⁰ In stabilitätspolitischer Hinsicht war der entscheidende Punkt der aus der Verzweiflung gewachsene politische Mut, eine starre Geldversorgung als makroökonomische "Budgetbeschränkung" gegen den inflationären Verteilungskampf einzusetzen, den man analytisch noch ganz im Denkmuster des Keynesianismus sah. Die Bundesbank nutzte die monetaristische Konterrevolution in der Wissenschaft, um interne und externe Strategieprobleme zu lösen (Hagen 1999). Das Konzept der Geldmengensteuerung beförderte wegen seiner Inkompatibilität mit einem Festkurssystem den Ausstieg aus dem Bretton-Woods-System, befreite darüber die Bundesbank vom Druck der Devisenmärkte⁴¹, stellte ihre Autorität im Banksystem wieder her und festigte ihre Unabhängigkeit von der Regierung.

Wirtschaftspolitische Strategien werden nicht in zeitloser Perspektive nach dem Ergebnis eines theoretischen Wettstreits um das "beste" Modell gewählt. Bei Kuhn (1962: 131, 150) findet sich vielmehr umgekehrt die These, daß ein Theorienstreit auch durch wissenschafts-externe Faktoren entschieden werden kann; dazu können auch gesellschaftliche und wirtschaftspolitische Kräfte gehören. Wirtschaftliche Krisen – verstanden als gesellschaftliche Entscheidungssituationen – sind aus wirtschaftshistorischer Sicht stets einmalige Ereignisse, obwohl es inhaltlich um ähnlich gelagerte Fragen gehen kann. Der drohende Verlust der währungspolitischen Autonomie mit der Folge einer eskalierenden Inflation in Deutschland hatte einen historischen Vorläufer in der Dilemmasituation Englands nach dem Ersten Welt-

⁴⁰ Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt eine Studie über die Hintergründe des strategischen Wechsels der amerikanischen Geldpolitik. "The available record does not suggest that the [Federal] O[pen] M[arket] C[ommittee] was converted to monetarist ideology. The 'monetarist experiment' of October 1979 was not really monetarist! Rather, the new techniques were conditionally adopted for pragmatic reasons" (Lindsey u.a. 2005: 77).

⁴¹ Nur Stützel hatte schon in den 60er Jahren geahnt, daß die folgende Epoche flexibler Kurse die Notenbanken vor mindestens ebenso große Probleme stellen würde (Stützel 1983, Richter 1999: 46).

krieg, als die anstehende Wiederherstellung der währungspolitischen Bindung das spiegelverkehrte Szenario einer drohenden Deflation erwarten ließ. Keynes' (1923: 143ff) *erfolgloses* Werben um eine Politik, die nationale Preisniveaustabilität als Ziel an die Stelle von Wechselkursstabilität setzen sollte, fand fünfzig Jahre später eine Parallele in der *erfolgreichen* Kampagne zugunsten der Stabilisierung des nationalen Wertstandards. In beiden Fällen ging es um die Herstellung der institutionellen Autonomie der Geldpolitik. In beiden Fällen war die Entscheidung zu der jeweils gewählten Strategie pfadabhängig, d.h. geprägt von den historisch gegebenen Problempereptionen und Interessen.

Eben dies spricht gegen eine verschiedentlich geforderte Rückkehr zur Geldmengenpolitik in der gegenwärtigen Lage. Die Zentralbanken haben in der Politik und auf den Finanzmärkten eine starke Position, die Inflation ist unter Kontrolle. Dabei wird zwar in Europa nach wie vor auf den engen Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung hingewiesen. Aber es fällt eben auch immer mehr auf, daß bei diesen Nachweisen die "Geldmenge" so lange umdefiniert und gefiltert wird, bis sich das gewünschte empirische Resultat einstellt.⁴² Die erkenntnistheoretische Problematik eines solchen Vorgehens muß hier nicht weiter ausgeführt werden (Bofinger 2001: 14f). Die Geschichte der Quantitätstheorie wurde stets von der Diskussion um den Geldbegriff begleitet. Die im Laufe der Zeit immer weiter gefaßte Geldmenge bestätigt letztendlich insofern den Radcliffe-Report, als Notenbanken sich um die Erfassung der Gesamtliquidität in einer Volkswirtschaft bemühen.

Die Quantitätstheorie gerät so von mehreren Seiten in Bedrängnis. Nicht nur der Geldbegriff, auch die Definition des Preisniveaus wird mit der aktuellen Debatte um die Einbeziehung der Vermögenspreise undeutlich. Der Streit um die Frage von Exogenität oder Endogenität der Geldmenge ist zugunsten der letztgenannten Position entschieden (Schefold 2002); schließlich war ja schon die Goldmenge im 16. Jahrhundert eine endogene Größe, ein Reflex der vorangegangenen Deflation, die die Suche nach dem gelben Metall zu einer lukrativen Investition machte. Der Monetarismus war im Weltmaßstab gesehen eine historische Reaktion, die wissenschaftliche Antwort auf die Geldpolitik in den USA, "deren Währungsbehörden im wesentlichen die Rolle spielten, welche die Geldtheorie des 19. Jahrhunderts den Goldgräbern zuschrieb" (Laidler/Nobay 1976: 142).

⁴² Das jüngste Beispiel ist das Konzept des "core money", bei dem aber ebenfalls Schwankungen des Geldmengenwachstums mit einem Zyklus bis zu 8 Jahren (!) als nicht relevant für die Inflation gewertet werden (Neumann/Greiber 2004, Deutsche Bundesbank 2005). Inwieweit eine derartige Erkenntnis für Notenbanken noch hilfreich ist, sei dahingestellt.

Literatur

- Ackley, G. (1961): *Macroeconomic Theory*. New York.
- Alvarez, F. u.a. (2001): Interest Rates and Inflation. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 91, 219-225.
- Andersen, L. C. / Jordan, J. L. (1968): Geld- und fiskalpolitische Maßnahmen – Ein Test ihrer relativen Bedeutung. In: Kalmbach, P., Hg.: *Der neue Monetarismus*. München 1973, 217-253.
- Barro, R. J. / Gordon, D. B. (1983): A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. *Journal of Political Economy*, 91, 589-610.
- Bhaduri, A. / Steindl, J. (1983): The Rise of Monetarism as a Social Doctrine. In: Arestis, P. / Skouras, T., Hg.: *Post Keynesian Economic Theory*. New York 1985, 56-78.
- Bibow, J. (2004): Investigating the Intellectual Origins of Euroland's Macroeconomic Policy Regime: Central Banking Institutions and Traditions in West Germany After the War. The Levy Economics Institute, Working Paper No. 406, New York.
- Blanchard, O. J. (1984): The Lucas Critique and the Volcker Deflation. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 74, 211-215.
- Blaug, M. (1995): Why Is the Quantity Theory of Money the Oldest Surviving Theory in Economics. In: Ders. u.a.: *The Quantity Theory of Money – From Locke to Keynes and Friedman*. Aldershot, 27-49.
- Blessing, K. (1962): Das Problem der Geldwertstabilität. In: Erbe, W. u.a., Hg.: *Währung zwischen Politik und Wirtschaft*. Stuttgart, 159-177.
- Blessing, K. (1963): Notenbank, Staat und Wirtschaft. *Schmollers Jahrbuch für Gesetzgebung, Verwaltung und Volkswirtschaft*, 83, 657-667.
- Blinder, A. S. (1987): The Rules-versus-Discretion Debate in the Light of Recent Experience. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 123, 399-414.
- Bockelmann, H. (1974): Die Rolle der Banken in der Geldpolitik. *Kredit und Kapital*, 7, 145-164.
- Bofinger, P. (2001): *Monetary Policy – Goals, Institutions, Strategies, and Instruments*. Oxford.
- Brunner, K. (1968): The Role of Money and Monetary Policy. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 50, Juli, 9-24.
- Brunner, K. (1970): Die "Monetaristische Revolution" der Geldtheorie. In: Kalmbach, P., Hg.: *Der neue Monetarismus*. München 1973, 70-103.
- Brunner, K. (1970): Eine Neuformulierung der Quantitätstheorie des Geldes – Die Theorie relativer Preise, des Geldes, des Outputs und der Beschäftigung. *Kredit und Kapital*, 3, 1-30.
- Brunner, K. (1983): Has Monetarism Failed? *Cato Journal*, 1, 23-62.
- Brunner, K. / Meltzer, A. H. (1968): Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates. *Journal of Political Economy*, 76, 1-37.
- Brunner, K. / Meltzer, A. H. (1971): The Uses of Money – Money in the Theory of an Exchange Economy. *American Economic Review*, 61, 784-805.
- Brunner, K. / Meltzer, A. H. (1974): Friedman's Monetary Theory. In: Gordon, R. J., Hg.: *Milton Friedman's Monetary Framework – A Debate with His Critics*. Chicago, 63-76.
- Brunner, K. / Neumann, M. J. M. (1971): Analyse monetärer Hypothesen des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. *Kyklos*, 24, 223-238.
- Brunner, K., Hg. (1972): *Proceedings of the First Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy*. Beihefte zu *Kredit und Kapital*, 1, Berlin.
- Burchardt, M. (1976): Die Scheinrevolution der Geldtheorie durch Milton Friedman. *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 132, 489-512.
- Caesar, R. (1976/77): Die Rolle der Mindestreservepolitik im Rahmen der Geldbasiskonzeption des Bundesbank. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 191, 229-250.
- Cagan, P. (1976): Monetarism in Historical Perspective. *Kredit und Kapital*, 9, 154-163.
- Cassel, D. / Thieme, H.-J. (1971): Die US-Inflationsbekämpfung 1966-1970 – Einige Konsequenzen für die Bundesrepublik Deutschland. *Kredit und Kapital*, 4, 264-288.
- Cassel, G. (1927): *Theoretische Sozialökonomie*. 4. Aufl. Leipzig.
- Claassen, E.-M. (1970): *Probleme der Geldtheorie*. Berlin u.a.
- Davidson, P. (1974): A Keynesian View of Friedman's Theoretical Framework for Monetary Analysis. In: Gordon, R. J., Hg.: *Milton Friedman's Monetary Framework – A Debate with His Critics*. Chicago, 90-110.
- De Vroey, M. (1999): The Marshallian Market and the Walrasian Economy – Two Incompatible Bedfellows. *Scottish Journal of Political Economy*, 46, 319-338.

- Deutsche Bundesbank (1969): Geschäftsbericht 1968. Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (1970): Geschäftsbericht 1969. Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (1971): Geschäftsbericht 1970. Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (1972): Geschäftsbericht 1971. Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (1973): Geschäftsbericht 1972. Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (1974): Geschäftsbericht 1973. Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (1975): Geschäftsbericht 1974. Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (1976): Geschäftsbericht 1975. Frankfurt.
- Deutsche Bundesbank (1985): Zur längerfristigen Entwicklung und Kontrolle des Geldvolumens. Monatsbericht Januar, 14-28.
- Deutsche Bundesbank (1992): Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland. Monatsbericht Januar, 20-29.
- Deutsche Bundesbank (1998): Der Zentralbankrat vor fünfzig Jahren. Monatsbericht März, 17-31.
- Deutsche Bundesbank (2004): Mehr Flexibilität am deutschen Arbeitsmarkt. Monatsbericht September, 43-58.
- Deutsche Bundesbank (2005): Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen. Monatsbericht Januar, 15-27.
- Dürr, E. (1968): Die Ausgestaltung der Geldpolitik aufgrund der neueren geldtheoretischen Erkenntnisse und wirtschaftspolitischen Erfahrungen. In: Andreae, C. A. u.a., Hg.: Geldtheorie und Geldpolitik. Berlin, 77-94.
- Ehrlicher, W. (1973): Zur Neuordnung des Instrumentariums der Deutschen Bundesbank. Kredit und Kapital, 6, 111-133.
- Eichengreen, B. (1987): Conducting the International Orchestra – Bank of England Leadership under the Classical Gold Standard. Journal of International Money and Finance, 6, 5-29.
- Eichengreen, B. (1996): Vom Goldstandard zum Euro – Die Geschichte des internationalen Währungssystems. Berlin 1999.
- Emminger, O. (1986): D-Mark, Dollar, Währungskrisen. Stuttgart.
- Enke, H. / Maneval, H. (1967): Die Einflüsse des Beschäftigungsgrades und der Preisentwicklung auf die Lohnentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland. Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 180, 485-506.
- Eucken, W. (1952): Grundsätze der Wirtschaftspolitik. Reinbek 1977.
- Fand, D. I. (1970): Ein monetaristisches Modell des Geldwirkungsprozesses. Kredit und Kapital, 3, 361-385.
- Fautz, W. M. (1975a): Eine Analyse von Claus Köhlers "Theorie der Liquiditätssalden". Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 189, 476-497.
- Fautz, W. M. (1975b): Analyse einer geld- und kreditpolitischen Konzeption der Deutschen Bundesbank für die Jahre 1958 bis etwa 1970. Kredit und Kapital, 8, 450-472.
- Fratianni, M. / Hagen, J. von (2001): The Konstanz Seminar on Monetary Theory and Policy at Thirty. ZEI Working Paper, B 02, Bonn.
- Friedman, B. M. (1976): The Theoretical Nondebate about Monetarism. Kredit und Kapital, 9, 347-367.
- Friedman, M. (1956): Die Quantitätstheorie des Geldes – Eine Neuformulierung. In: Ders.: Die optimale Geldmenge und andere Essays. Frankfurt 1976, 77-99.
- Friedman, M. (1968): The Role of Monetary Policy. American Economic Review, 58, 1-17.
- Friedman, M. (1970): Die Gegenrevolution in der Geldtheorie. In: Kalmbach, P., Hg.: Der neue Monetarismus. München 1973, 47-69.
- Friedman, M. (1974a): A Theoretical Framework for Monetary Analysis. In: Gordon, R. J., Hg.: Milton Friedman's Monetary Framework – A Debate with His Critics. Chicago, 1-62.
- Friedman, M. (1974b): Comments on the Critics. In: Gordon, R. J., Hg.: Milton Friedman's Monetary Framework – A Debate with His Critics. Chicago, 132-185.
- Friedman, M. (1989): Quantity Theory of Money. In: Eatwell, J., u.a., Hg.: The New Palgrave Dictionary of Money and Finance. London / Basingstoke, 247-264.
- Gebauer, W. (1973): The Theory of Monetarism. Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, 129, 23-45.
- Gebauer, W. (1996): Geld – Angebot versus Nachfrage. In: Bofinger, P. / Ketterer, K.-H., Hg.: Neuere Entwicklungen in Geldtheorie und Geldpolitik – Implikationen für die Europäische Währungsunion. Tübingen, 243-262.
- Goodhart, C. A. E. (1970): The Importance of Money. Bank of England, Quarterly Bulletin, 10, 159-198.

- Goodhart, C. A. E. (1989): The Conduct of Monetary Policy. *Economic Journal*, 99, 293-346.
- Hagen, J. von (1998): Geldpolitik auf neuen Wegen 1971-1978. In: Deutsche Bundesbank, Hg.: Fünfzig Jahre Deutsche Mark – Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948. München, 439-473.
- Hagen, J. von (1999): Money Growth Targeting by the Bundesbank. *Journal of Monetary Economics*, 43, 681-701.
- Hahn, F. H. (1971): Professor Friedman's Views on Money. *Economica*, 38, 61-80.
- Hahn, F. H. (1980): Monetarism and Economic Theory. *Economica*, 47, 1-17.
- Hahn, F. H. (1982): Money and Inflation. Oxford.
- Hahn, F. H. (1983): Some Keynesian Reflections on Monetarism. In: Vicarelli, F., Hg.: Keynes's Relevance Today. London / Basingstoke 1985, 1-20.
- Hahn, F. H. / Solow, R. M. (1995): A Critical Essay on Modern Macroeconomic Theory. Oxford.
- Haller, H. (1968): Geldpolitik und Geldwertstabilisierung. *Kredit und Kapital*, 1, 367-389.
- Harrod, R. F. (1973): Dynamische Wirtschaftstheorie. Frankfurt / New York 1976.
- Healey, N. M. (1987): The UK 1979-82 "Monetarist Experiment" – Why Economists Still Disagree. *Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review*, 43, 471-499.
- Hicks, J. (1974): The Crisis in Keynesian Economics. Oxford.
- Hoffmann, W. (1969): Die Phillips-Kurve in Deutschland. *Kyklos*, 22, 219-231.
- Holtfrerich, C.-L. (1998): Geldpolitik bei festen Wechselkursen 1948-1970. In: Deutsche Bundesbank, Hg.: Fünfzig Jahre Deutsche Mark – Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948. München, 347-438.
- Irmeler, H. (1972): The Deutsche Bundesbank's Concept of Monetary Theory and Monetary Policy. In: Brunner, K., Hg.: Proceedings of the First Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy. Beihefte zu *Kredit und Kapital*, 1, Berlin, 137-164.
- Issing, O. (1997): Geldwertstabilität als ordnungspolitisches Problem. *Ordo*, 48, 167-178.
- Johnson, H. G. (1963): Ein Überblick über die Inflationstheorie. In: Ders.: Beiträge zur Geldtheorie und Geldpolitik. Berlin 1969, 115-154.
- Johnson, H. G. (1968): Probleme der Effizienz der Geldpolitik. *Kredit und Kapital*, 1, 127-151.
- Johnson, H. G. (1971): Die Keynesianische Revolution und die monetaristische Konterrevolution. In: Kalmbach, P., Hg.: Der neue Monetarismus. München 1973, 196-216.
- Johnson, H. G. (1972): Inflationstheorie und die Kontroverse um den Monetarismus. In: Ders.: Inflation – Theorie und Politik. München 1975, 27-56.
- Kaldor, N. (1970): The New Monetarism. *Lloyds Bank Review*, 97, 1-18.
- Kaldor, N. (1982): The Scourge of Monetarism. 2. Aufl. New York 1985.
- Kalmbach, P. (1973): Einleitung – Der neue Monetarismus. In: Ders., Hg.: Der neue Monetarismus. München, 9-46.
- Kenen, P. B. (1995): Capital Controls, the EMS and the EMU. *Economic Journal*, 105, 181-192.
- Ketterer, K. H. / Pohl, R. (1973): Das Konzept der potentialorientierten Kreditpolitik – Zu einem kritischen Aufsatz von H. G. Monissen. *Kredit und Kapital*, 6, 157-186.
- Keynes, J. M. (1923): Ein Traktat über Währungsreform. München / Leipzig 1924.
- Keynes, J. M. (1936): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes. Berlin.
- Klasen, K. (1975): Probleme der Währungspolitik an der Jahreswende 1975/76. In: Deutsche Bundesbank, Hg.: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 1, Frankfurt, 5.1.76.
- Köhler, C. (1970): Thesen und Gegenthesen – Bemerkungen zu Milton Friedmans monetärem Konzept des "New Liberalism". *Weltwirtschaftliches Archiv*, 105, 31-47.
- Kregel, J. A. (1985): Hamlet Without the Prince – Cambridge Macroeconomics Without Money. *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 75, 133-139.
- Kregel, J. A. (1998): Aspects of a Post Keynesian Theory of Finance. *Journal of Post Keynesian Economics*, 21, 111-133.
- Kromphardt, J. (2005): Von der Globalsteuerung der Nachfrage zur Verbesserung der Angebotsbedingungen – Zu den Ursachen des Bedeutungsverlusts des Keynesianismus. Mimeo.
- Kuhn, T. S. (1962): Die Struktur wissenschaftlicher Revolutionen. Frankfurt 1973.
- Laidler, D. (1976): Mayer on Monetarism – Comments from a British Point of View. *Kredit und Kapital*, 9, 56-69.
- Laidler, D. (1989): Dow and Saville's "Critique of Monetary Policy" – A Review Article. *Journal of Economic Literature*, 27, 1147-1159.
- Laidler, D. (1991): Karl Brunner's Monetary Economics – An Appreciation. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 23, 633-658.
- Laidler, D. (1994): The Emergence of the Phillips Curve as a Policy Menu. Mimeo.
- Laidler, D. (1995): Some Aspects of Monetarism Circa 1970 – A View from 1994. *Kredit und Kapital*,

- 28, 324-345.
- Laidler, D. (2003): The Role of the History of Economic Thought in Modern Macroeconomics. In: Mizen, P., Hg.: Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets. Practice. Cheltenham / Northampton, 12-29.
- Laidler, D. / Nobay, A. R. (1976): Weltinflation bei festen Wechselkursen. In: Claassen, E.-M., Hg.: Kompendium der Währungstheorie. München 1977, 129-144.
- Leijonhufvud, A. (1968): Über Keynes und den Keynesianismus. Köln 1973.
- Lindsey, D. E. u.a. (2005): The Reform of October 1979 – How It Happened and Why. CEPR Discussion Paper 4866, London.
- Lucas, R. E. (1972): Expectations and the Neutrality of Money. *Journal of Economic Theory*, 4, 103-124.
- Maddock, R. / Carter, M. (1982): A Child's Guide to Rational Expectations. *Journal of Economic Literature*, 20, 39-51.
- Mayer, T. (1975): The Structure of Monetarism (I, II). *Kredit und Kapital*, 8, 191-218, 293-316.
- Meltzer, A. H. (1998): Monetarism – The Issue and the Outcome. *Atlantic Economic Journal*, 26, 8-24.
- Miksch, L. (1949): Die künftige Bundes-Bank. *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 2, 517-519.
- Modigliani, F. (1977): The Monetarist Controversy or: Should We Forsake Stabilization Policies. *American Economic Review*, 67, 1-19.
- Möller, W. u.a. (1972): Moderne Quantitäts- versus Liquiditätstheorie – Ein Test konkurrierender Hypothesen. *Kredit und Kapital*, 5, 156-167.
- Monissen, H. G. (1971): Analyse der keynesianischen Liquiditätspräferenzfunktion. *Kredit und Kapital*, 4, 27-56.
- Monissen, H. G. (1973): Geldversorgung und Kreditpolitik – Kritische Anmerkungen zur monetären Konzeption von Claus Köhler. *Kredit und Kapital*, 6, 134-156.
- Neldner, M. (1975): Zum Verhältnis von Ideologie und Theorie bei Milton Friedman. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 189, 365-377.
- Nelson, E. (2001): What Does the UK's Monetary Policy and Inflation Experience Tell Us about the Transmission Mechanism? CEPR Discussion Paper 3047, London.
- Nelson, E. / Nikolov, K. (2002): Monetary Policy and Stagflation in the UK. CEPR Discussion Paper 3458, London.
- Neubauer, W. (1977): Über die Unmöglichkeit einer monetaristischen Geldpolitik. *Kredit und Kapital*, 10, 65-90.
- Neumann, M. J. M. (1971): Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik. *Kredit und Kapital*, 4, 398-420.
- Neumann, M. J. M. (1972): Bank Liquidity and the Extended Monetary Base as Indicators of German Monetary Policy. In: Brunner, K., Hg.: Proceedings of the First Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy. Beihefte zu *Kredit und Kapital*, 1, Berlin, 165-217.
- Neumann, M. J. M. (1975): Konstrukte der Zentralbankgeldmenge. *Kredit und Kapital*, 5, 317-345.
- Neumann, M. J. M. (1998): Geldwertstabilität – Bedrohung und Bewährung. In: Deutsche Bundesbank, Hg.: Fünfzig Jahre Deutsche Mark – Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948. München, 309-346.
- Neumann, M. J. M. / Greiber, C. (2004): Inflation and Core Money Growth in the Euro Area. Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, Series 1: Studies of the Economic Research Centre, No. 36, Frankfurt.
- Oberhauser, A. (1972): Geldpolitik als Liquiditätspolitik – Ein Vorschlag zur Neugestaltung des geldpolitischen Instrumentariums. *Kredit und Kapital*, 5, 373-406.
- Oberhauser, A. (1976): Geld und Kreditpolitik bei weitgehender Vollbeschäftigung und mäßigem Preisanstieg (1958-1968). In: Deutsche Bundesbank, Hg.: Währung und Wirtschaft in Deutschland 1876-1975. Frankfurt, 609-642.
- Patinkin, D. (1969): The Chicago Tradition, the Quantity Theory, and Friedman. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1, 46-70.
- Patinkin, D. (1974): Friedman on the Quantity Theory and Keynesian Economics. In: Gordon, R. J., Hg.: Milton Friedman's Monetary Framework – A Debate with His Critics. Chicago, 111-131.
- Phelps, E. H. (1967): Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica*, 34, 254-281.
- Phelps, E. S. (1972): Inflation Policy and Unemployment Theory – The Cost-Benefit Approach to Monetary Planning. London.
- Pohl, R. (1972): Monetäre Analyse des Sachverständigen Gutachtens – Ein Kommentar. *Kyklos*, 25, 119-127.

- Pohl, R. (1975): Zur Kritik der Theorie der Vermögensstruktur und der relativen Preise. *Kredit und Kapital*, 8, 219-244.
- Pohl, R. (1976): Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 190, 1-28.
- Rich, G. (1997): Monetary Targets as a Policy Rule – Lessons from the Swiss Experience. *Journal of Monetary Economics*, 39, 113-141.
- Richter, R. (1998): Die Geldpolitik im Spiegel der wissenschaftlichen Diskussion. In: Deutsche Bundesbank, Hg.: Fünfzig Jahre Deutsche Mark – Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948. München, 561-606.
- Richter, R. (1999): Deutsche Geldpolitik 1948-1998. Tübingen.
- Riese, H. (1983): Zur Theorie rationaler Erwartungen – Neoklassische Grundlage und keynesianischer Gegenentwurf. In: Bombach, G. u.a., Hg.: Makroökonomik heute – Gemeinsamkeiten und Gegensätze. Tübingen, 249-277.
- Riese, H. (1986): Theorie der Inflation. Tübingen.
- Sachverständigenrat (1966): Expansion und Stabilität. Jahresgutachten 1966/67. Bonn.
- Sachverständigenrat (1970): Konjunktur im Umbruch – Risiken und Chancen. Jahresgutachten 1970/71. Bonn.
- Sachverständigenrat (1972): Gleicher Rang für den Geldwert. Jahresgutachten 1972/73. Bonn.
- Sachverständigenrat (1973): Mut zur Stabilisierung. Jahresgutachten 1973/74. Bonn.
- Sachverständigenrat (1974): Vollbeschäftigung für morgen. Jahresgutachten 1974/75. Bonn.
- Samuelson, P. A. / Solow, R. M. (1960): Analytische Aspekte einer Anti-Inflations-Politik. In: Nowotny, E., Hg.: Löhne, Preise, Beschäftigung. Frankfurt 1974, 197-207.
- Sargent, T. J. (1999): *The Conquest of American Inflation*. Princeton.
- Sayers, R. S. (1957): *Central Banking after Bagehot*. London.
- Schefold, B., Hg. (2002): Exogenität und Endogenität – Die Geldmenge in der Geschichte des ökonomischen Denkens und in der modernen Politik. Marburg.
- Schlesinger, H. (1976): Neue Erfahrungen der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland. *Kredit und Kapital*, 9, 433-454.
- Schlesinger, H. / Jahnke, W. (1987): Geldmenge, Preise und Sozialprodukt – Interdependenzzusammenhänge im Lichte ökonometrischer Forschungsergebnisse für die Bundesrepublik Deutschland. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 203, 576-590.
- Schumpeter, J. A. (1954): *Geschichte der ökonomischen Analyse*. Göttingen 1965.
- Siebke, J. / Willms, M. (1970): Das Geldangebot in der Bundesrepublik Deutschland – Eine empirische Analyse für die Periode 1958 bis 1968. *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 126, 55-74.
- Siebke, J. / Willms, M. (1972): Zinsniveau, Geldpolitik und Inflation. *Kredit und Kapital*, 5, 171-205.
- Simons, H. (1962): *Economic Policy for a Free Society*. 4. Aufl. Chicago.
- Skidelski, R. (1995): J. M. Keynes and the Quantity Theory of Money. In: Blaug, M. u.a.: *The Quantity Theory of Money – From Locke to Keynes and Friedman*. Aldershot, 80-96.
- Spahn, H.-P. (2001): *From Gold to Euro – On Monetary Theory and the History of Currency Systems*. Berlin / Heidelberg.
- Steindl, F. G. (1990): The Fisher Effect in General Equilibrium Models. *Kredit und Kapital*, 23, 215-227.
- Streißler, E. W., Hg. (1997): Die Umsetzung wirtschaftspolitischer Grundkonzeptionen in die kontinentaleuropäische Praxis des 19. und 20. Jahrhunderts, I. Teil. *Studien zur Entwicklung der ökonomischen Theorie XVI*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 115/XVI, Berlin.
- Stucken, R. (1968): Zu den Aufgaben einer Zeitschrift "Kredit und Kapital". *Kredit und Kapital*, 1, 1-6.
- Stützel, W. (1983): Über unsere Währungsverhältnisse. Tübingen.
- Svensson, L. E. O. (2003): Comment on "The Future of Monetary Aggregates in Monetary Policy Analysis". *Journal of Monetary Economics*, 50, 1061-1070.
- Tewes, T. (1995): Anmerkungen zur Notenbankstrategie – Sollte die Notenbank Geldwertstabilität direkt oder über ein Zwischenziel ansteuern? *Konjunkturpolitik*, 41, 244-267.
- Tobin, J. (1970): Money and Income – Post hoc ergo propter hoc? *Quarterly Journal of Economics*, 84, 301-317.
- Tobin, J. (1972): Inflation und Arbeitslosigkeit. In: Nowotny, E., Hg.: Löhne, Preise, Beschäftigung. Frankfurt 1974, 213-241.
- Tobin, J. (1974): Friedman's Theoretical Framework. In: Gordon, R. J., Hg.: *Milton Friedman's Monetary Framework – A Debate with His Critics*. Chicago, 77-89.
- Tobin, J. (1980): *Vermögensakkumulation und wirtschaftliche Aktivität*. München / Wien 1981.

- Willms, M. (1970): Bankenverhalten und Offenmarktpolitik. *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 184, 159-172.
- Willms, M. (1972): Monetary Targets and Economic Stabilization Policy of the Deutsche Bundesbank. In: Brunner, K., Hg.: *Proceedings of the First Konstanzer Seminar on Monetary Theory and Monetary Policy*. Beihefte zu *Kredit und Kapital*, 1, Berlin, 219-242.
- Wolman, W. (1970): Is Europe Ready for Friedman? *New York Times*, 1.11.1970.