

Jakob Steffen

---

Von der Notwendigkeit einer aktiven Zinspolitik ó  
eine Kritik der monetaristischen Theorie

---

Juni 2007

Copyright J.S. Research KG

Vertreten durch Jakob Steffen, Geschäftsführer

Alle Rechte der Vervielfältigung und/oder Veröffentlichung,

auch von Auszügen aus dieser Arbeit vorbehalten.

Bei diesbezüglichen Anfragen nehmen Sie bitte Kontakt unter [office@j-s-research.org](mailto:office@j-s-research.org) auf.

Für alle in dieser Arbeit gemachten empirisch-statistischen Angaben

kann keinerlei Gewähr übernommen werden.

## - INHALTSVERZEICHNIS -

<b>1</b>	<b>Einleitung .....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>Die ökonomische Kritik .....</b>	<b>2</b>
2.1	Ist die Geldmenge steuerbar? Zur Stabilität der Geldnachfrage.....	2
2.2	Das fragwürdige Konzept des permanenten Einkommens.....	7
2.3	Die monokausale Inflationstheorie des Monetarismus: eine Kritik der (Neo-) Quantitätstheorie .....	9
<b>3</b>	<b>Beiträge der Politökonomie und der Bürokratietheorie.....</b>	<b>13</b>
<b>4</b>	<b>Ergebnisse .....</b>	<b>14</b>
	Literaturverzeichnis .....	16

**- SYMBOLVERZEICHNIS -**

M	Nominale Geldmenge .....	5, 7, 10, 11
$M^D(Y)$	Geldnachfrage (vom Volkseinkommen abhängig).....	5
$M^S$	Geldangebot.....	5
$M^*$	Gleichgewichtige Geldmenge .....	5
r	Zinssatz .....	5
$\bar{r}$	Von der Zentralbank festgelegter Zinssatz .....	5
N	Größe der Bevölkerung .....	7, 11
$P^P$	Permanentes Preisniveau.....	7, 11
$Y^P$	Permanentes Einkommen.....	7, 11
	Einkommenselastizität der Geldnachfrage.....	7, 11
	Parameter der Nachfrage nach Realkasse .....	7, 11
P	Preisniveau .....	10
$\Sigma p$	Summe der Güterpreise.....	10
Q	Gesamte Gütermenge.....	10
v	Umlaufgeschwindigkeit des Geldes .....	10
Y	Reales Volkseinkommen.....	10

## 1 Einleitung

Über die Bedeutung des Geldes und folglich der Geldpolitik schrieb der große britische Ökonom und Philosoph JOHN STUART MILL (1848):

„There cannot, in short, be intrinsically a more insignificant thing, in the economy of society, than money. It is a machine for doing quickly and commodiously, what would be done, though less quickly and commodiously, without it: and like many other kinds of machinery, it only exerts a distinct and independent influence of its own when it gets out of order.“<sup>1</sup>

Gleichviel, ob man dem ersten Teil von Mills Standpunkt zustimmt, wonach implizit das Geld keine realen Auswirkungen hat (was im weiteren Verlauf dieses Aufsatzes noch bestritten werden wird), so ist fraglos der zweite Teil von besonderem geldpolitischem Interesse: die Gefahr also, dass das Geld außer Kontrolle geraten und damit zu einem stark schwankenden Preisniveau führen kann. Nun ist Preisniveaustabilität in einer Volkswirtschaft sicherlich von großem Wert; doch in den dafür zu ergreifenden Mitteln und folglich den Ursachen vor allem von inflatorischen Prozessen gehen die Meinungen auseinander. Die monetaristische Theorie der Geldpolitik, die sich ganz auf die Geldmenge als maßgebliche Bestimmungsgröße von Preisniveauänderungen konzentriert, fordert auf dieser Grundlage gar die Reduzierung der Geldpolitik auf eine regelgebundene Ausdehnung der Geldmenge, verbunden mit einer völligen Entmachtung der Zentralbank.<sup>2</sup> MILTON FRIEDMAN (1992) hat dies klar und deutlich formuliert:

„Money is much too serious a matter to be left to the central bankers.“<sup>3</sup>

Dieser Auffassung wird hier allerdings entschieden entgegengetreten. Es ist daher das Ziel des vorliegenden Aufsatzes, eine kritische Betrachtung der Theorie zu leisten, die in den letzten Jahrzehnten die Diskussion um die richtige Geldpolitik beherrscht hat. Wollte man die Teilnehmer dieser Debatte in zwei Lager einteilen, dann stünde dem Lager der Monetaristen das der Neokeynesianer gegenüber (mit letzterem verbindet sich auch die sogenannte *New View* mit ihrem Hauptvertreter James Tobin). Der Streit zwischen diesen beiden Lagern dreht sich im Kern um die Frage, die bereits über die 150 Jahre zuvor die Kontroverse zwischen der Currency- und der Banking-Schule bestimmt hatte: die Frage nach der exogenen

---

<sup>1</sup> MILL, J.S., *Principles*, 1909 (1848), Buch III, Kapitel 7, §3.

<sup>2</sup> Vgl. BIBOW, J., *Geldpolitik*, 1998, S. 41f.

<sup>3</sup> FRIEDMAN, M., *Money*, 1992, S. 261; zitiert in BIBOW, J., *Geldpolitik*, 1998, S. 42.

Steuerbarkeit der Geldmenge und ihrer Bedeutung für die Bestimmung des Geldwerts.<sup>4</sup> Die Anhänger der Currency-Schule bejahten die Exogenität der Geldmenge, während diejenigen der Banking-Schule sie bestritten und im Gegenteil davon ausgingen, dass die Geldmenge in einer Volkswirtschaft durch die Interaktion zwischen den Wirtschaftssubjekten endogen bestimmt werde.<sup>5</sup> In der Fortführung dieses historischen Streits steht die monetaristische Theorie ganz in der Tradition der Currency-Schule; der vorliegende Aufsatz jedoch folgt einer dezidiert bankingtheoretischen Linie und stellt auf dieser Grundlage neben die Kritik der monetaristischen Theorie das alternative geldpolitische Konzept der aktiven Zinssteuerung.

Im Folgenden werden die Prämissen und die praktische Durchführbarkeit der monetaristischen Theorie der Geldpolitik aus zwei Perspektiven kritisch betrachtet: Abschnitt 2 beschäftigt sich mit den ausschließlich ökonomischen Kritikpunkten, nämlich den Annahmen einer stabilen Geldnachfrage und der exogenen Steuerbarkeit des Geldes (2.1), dem Konzept des permanenten Einkommens (2.2) und zuletzt vor allem mit dem Kern der monetaristischen Theorie, der Neoquantitätstheorie (2.3). In Abschnitt 3 schließt sich dann eine politökonomische Argumentation an, die sich vor allem mit der praktischen Durchführbarkeit der monetaristischen Geldpolitikempfehlungen beschäftigt. Abschnitt 4 fasst schließlich die Ergebnisse zusammen.

## **2 Die ökonomische Kritik**

### **2.1 Ist die Geldmenge steuerbar? Zur Stabilität der Geldnachfrage**

Das Postulat einer stabilen Geldnachfrage steht im Zentrum des monetaristischen Theoriegebäudes zur Geldpolitik.<sup>6</sup> Denn nur dann ist die eingangs dargelegte zentrale These der monetaristischen Theorie haltbar, wonach die Geldmenge exogen und damit durch die Geldpolitik exakt steuerbar sei. Diese These wiederum ist aber entscheidend für einen direkten Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau, wie ihn die monetaristische Schule unterstellt. Nur bei Vorliegen einer stabilen Geldnachfrage kann mit Sicherheit davon ausgegangen werden, dass eine Geldmengenänderung nicht in einer sich plötzlich ändernden Kasenhaltung der Wirtschaftssubjekte  $\checkmark$ erschwindet $\checkmark$  anstatt Nachfragewirkung auf dem Gütermarkt und damit Druck auf das Preisniveau zu entfalten (letzteren Aspekt wird Abschnitt 2.3 noch vertiefen).

---

<sup>4</sup> Vgl. EHRLICHER, W., Monetarismus, 1984, S. 3.

<sup>5</sup> Vgl. EHRLICHER, W., Monetarismus, 1978, S. 231-234.

<sup>6</sup> Mit  $\checkmark$ stabil $\checkmark$  ist nicht etwa  $\checkmark$ konstant $\checkmark$  gemeint, sondern vielmehr ein stabiler Zusammenhang der Geldnachfrage mit einigen Variablen und damit eine gute Prognostizierbarkeit; vgl. EHRLICHER, W., Monetarismus, 1984, S. 3.

Die Stabilität der Geldnachfrage wurde und wird jedoch empirisch immer wieder angezweifelt. So ist beispielsweise RAM (1982) in seiner Untersuchung für Deutschland, Frankreich, Kanada, die USA und das Vereinigte Königreich zu dem Ergebnis gekommen, dass über Stabilität oder Instabilität der Geldnachfrage keine statistisch signifikanten Aussagen getroffen werden können;<sup>7</sup> seine Arbeit ist von BOUGHTON (1982) ergänzt und unterstützt worden.<sup>8</sup> FACKLER und WHEELER (1982) haben schließlich sogar eine signifikante Instabilität der Geldnachfrage in den USA nachgewiesen, bezogen auf das enge Geldmengenaggregat M1.<sup>9</sup> Auch für Deutschland ist für den Zeitraum 1969-1995 festgestellt worden, dass die Geldnachfrage sogar in Bezug auf das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 instabil war; dabei haben auch die langfristigen Zinsen als unabhängige Variable in der Geldnachfragefunktion Berücksichtigung gefunden.<sup>10</sup> Selbst in einer Metastudie, die zahlreiche verschiedene Geldnachfragestudien und deren Ergebnisse miteinander vergleicht, ist FASE (1994) zu dem Ergebnis gekommen, dass es keine Anzeichen für eine Stabilität der Geldnachfrage gibt.<sup>11</sup> Ein aktuelles Diskussionspapier der BANQUE DE FRANCE (2007) schließlich zeigt eine Instabilität der Geldnachfrage im Euro-Währungsgebiet.<sup>12</sup>

Diese Erkenntnisse ziehen damit die zu Beginn des Abschnitts dargelegten Grundaussagen des Monetarismus in Zweifel, wonach die Geldmenge exogen sei. Allein der Gebrauch des bestimmten Artikels im Zusammenhang mit *der* Geldmenge bereitet jedoch schon Schwierigkeiten. Wie bei der Darstellung der empirischen Studien oben bereits anklang, gibt es keine einheitliche Definition der Geldmenge; manche umfasst nur das Bargeld und die Sichtguthaben bei den Geschäftsbanken (z.B. M1 der Europäischen Zentralbank), eine andere beinhaltet sogar Spar- und Termineinlagen (z.B. M3 der Europäischen Zentralbank). Diese sehr unterschiedlichen Konzepte sind darüber hinaus im Zeitablauf immer wieder Änderungen unterworfen, ihnen haftet daher stets ein Element der Willkür an. JAMES TOBIN (1981) hat das noch etwas pointierter ausgedrückt:

śí Friedman and other monetarists were impatient with requests to define conceptually the money whose quantity was the alleged fulcrum of the economy.<sup>13</sup>

---

<sup>7</sup> Vgl. RAM, R., Instability, 1982.

<sup>8</sup> Vgl. BOUGHTON, J.M., Instability, 1982.

<sup>9</sup> Vgl. FACKLER, J.; WHEELER, M., Instability, 1982.

<sup>10</sup> Vgl. BAHMANI-OSKOOEE, M.; BOHL, M.T., Monetary Unification, 2000.

<sup>11</sup> Vgl. FASE, M.M., Stability, 1994. Er bestreitet allerdings aus rätselhaften Gründen die Bedeutung einer stabilen Geldnachfrage für die Durchführbarkeit einer Geldpolitik monetaristischer Prägung (vgl. S. 437); das sei hier der Vollständigkeit halber angeführt.

<sup>12</sup> Vgl. BORDES, C. et al., Structural Break, 2007.

<sup>13</sup> TOBIN, J., Counter-Revolution, 1981, S. 40.

Doch selbst eine enge Definition des zu steuernden Geldmengenaggregats ändert nichts an der zweifelhaften Vorstellung einer exogenen Geldmenge. Denn die von den Vertretern der monetaristischen Schule geforderte Verwendung der Zentralbankgeldmenge oder auch  $\checkmark$ Geldbasis $\emptyset$  als Steuerungsgröße des von der Geldpolitik verfolgten Geldmengenaggregats<sup>14</sup> fußt auf der Überzeugung, die Geldbasis selbst als denkbar engste Geldmengendefinition sei exogen durch die Zentralbank steuerbar. Das aber wird verschiedentlich in Zweifel gezogen. So hat unter anderem NEUBAUER (1978) festgestellt, dass die Zentralbankgeldmenge in der Bundesrepublik zu keinem Zeitpunkt exogen gewesen sei; vielmehr sei die Geldbasis nachweislich stets dem betrachteten Geldmengenaggregat gefolgt.<sup>15</sup>

MILTON FRIEDMAN (1948, 1984, 1985) selbst hat die Problematik der Steuerbarkeit *der* Geldmenge anerkannt  $\acute{o}$  und einen sehr konsequenten, obgleich irritierenden Schluss daraus gezogen. Er forderte eine tief greifende Regulierung des Geschäftsbankensektors, um die Kontrollierbarkeit der Geldmenge auf der Entstehungsseite zu gewährleisten;<sup>16</sup> in dieser Auffassung sind ihm weite Teile der monetaristischen Schule gefolgt.<sup>17</sup> Es liegt schon eine gewisse Ironie darin, dass ausgerechnet ein Verfechter freier Märkte wie Milton Friedman im Rahmen seiner eigenen Theorie derartige staatliche Eingriffe verlangt.

Gegenüber der fragwürdigen exogenen Steuerbarkeit der Geldmenge haben die Banking-Schule und in ihrer Fortführung die neokeynesianische Theorie der Geldpolitik stets postuliert, die (instabile) Geldnachfrage ziehe in einer Volkswirtschaft mit einem entwickelten Banken- und Kreditwesen das Geldangebot nach sich, die Geldmenge sei mithin *endogen*.<sup>18</sup> Der private Finanzsektor, der heutzutage neben den Geschäftsbanken auch Kreditkartenanbieter und andere Finanzintermediäre umfasst, schafft nach dieser Auffassung Buch- oder auch  $\checkmark$ Federgeld $\emptyset$  (da es mit einem Federstrich geschaffen werden kann) in Höhe der Nachfrage; diese Geldschöpfung des privaten Sektors wird natürlich durch geldpolitische Instrumente wie

---

<sup>14</sup> Diese Forderung beruht zudem auf der Annahme einer stabilen Beziehung zwischen der Zentralbankgeldmenge und dem zu steuernden Geldmengenaggregat, also eines stabilen *Geldschöpfungsmultiplikators*; vgl. EHRLICHER, W., *Monetarismus*, 1984, S. 12f; NEUBAUER, W., *Unmöglichkeit*, 1978, S. 154. Die Zentralbankgeldmenge bzw. Geldbasis wird gewöhnlich definiert als Bargeldumlauf plus Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken; vgl. NEUBAUER, W., *Unmöglichkeit*, 1978, S. 155.

<sup>15</sup> Vgl. NEUBAUER, W., *Unmöglichkeit*, 1978, S. 154-157; vgl. auch HOLTEMÖLLER, O., *Monetary Base*, 2003 sowie NAUTZ, D., *Multiplikatorprognosen*, 1998, S. 185f.

<sup>16</sup> Vgl. FRIEDMAN, M., *Stability*, 1948, 1984; FRIEDMAN, M., *Federal Reserve*, 1985; zitiert in: THE NEW SCHOOL FOR SOCIAL RESEARCH, *Policy*, 2007.

<sup>17</sup> Vgl. EHRLICHER, W., *Monetarismus*, 1984, S. 12.

<sup>18</sup> Das Schlüsselwort lautet hier: *Kreditwesen*. In einer Volkswirtschaft hingegen, die auf einem Naturalgeld im weitesten Sinne wie z.B. Edelmetallen beruht, ist die Annahme einer exogenen Geldmenge keineswegs abwegig: Das Geldangebot hängt dann wie das anderer Güter auch von Knappheit ab, in diesem Fall der Knappheit des Edelmetalls; vgl. KALDOR, N., *Monetarism*, 1982, S. 42ff, S. 68f.



die Mindestreservevorschriften beschränkt. Ein gewichtiges Argument für diese Annahme einer endogen bestimmten Geldmenge ist unter anderem die Funktion der Zentralbanken als *lender of last resort*: Bei Gefahr einer Bankenkrise muss die Notenbank notfalls mit großzügigen Krediten die Zahlungsunfähigkeit des Bankensystems und damit eine Katastrophe ähnlich der großen Depression in den 1930er Jahren verhindern. Diese Funktion der Zentralbank passt aber ganz und gar nicht zur von der monetaristischen Theorie unterstellten Exogenität des Geldangebots, die eine Rationierung des Zentralbankgeldes bedingt. Denn wann ist der Krisenfall gegeben? Wie viele Banken müssen bereits insolvent geworden sein, damit man von einer hinreichenden Gefahr für das System sprechen kann, die eine Abweichung von der Rationierung des Zentralbankgeldes erlaubt? KALDOR (1982) schreibt daher sogar, dass schon alleine diese Zentralbankfunktion des *lender of last resort* die Endogenität des Geldangebotes in einer Kreditwirtschaft zur Folge habe.<sup>19</sup>

Unter den dargelegten Umständen einer mangelhaften exogenen Steuerbarkeit der Geldmenge ergibt sich im Sinne der neokeynesianischen Theorie der Geldpolitik daher einzig eine Zinspolitik der Zentralbank als wirksam:

„Monetary policy is represented *not* by a given quantity of money stock but by a *given rate of interest*; and the amount of money in existence will be demand-determined [Hervorhebungen im Original].“<sup>20</sup>

Dies soll an folgender Abbildung verdeutlicht werden:

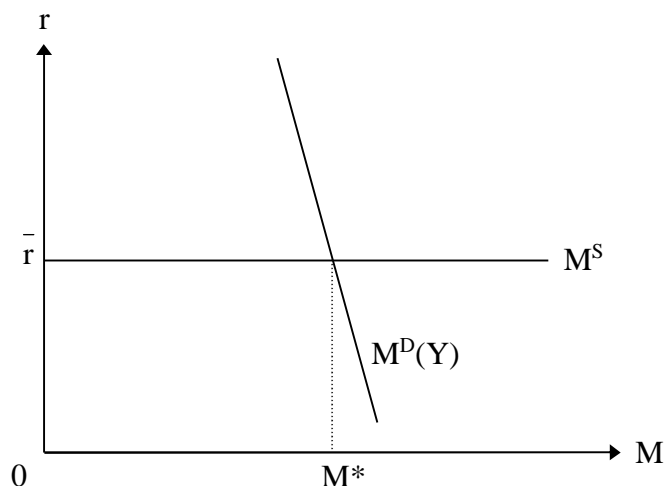


Abb. 1: Geldnachfrage und -angebot in einer kreditfinanzierten Volkswirtschaft<sup>21</sup>

<sup>19</sup> Vgl. *ibid.*, S. 47.

<sup>20</sup> *Ibid.*, S. 24.

<sup>21</sup> Abbildung beruht auf KALDOR, N., *Monetarism*, 1982, S. 24.

Es bezeichnen  $\bar{r}$  den von der Zentralbank gesetzten Zinssatz,  $M^S$  das Geldangebot,  $M^D(Y)$  die vom Volkseinkommen  $Y$  abhängige Geldnachfrage, und  $M^*$  die gleichgewichtige Geldmenge.

Der Wirkungszusammenhang läuft nach diesem Konzept wie folgt: Zunächst setzt die Zentralbank exogen den Zinssatz fest, dessen Niveau auch Einfluss auf die Investitionstätigkeit in der Volkswirtschaft und damit auf das Volkseinkommen ausübt. Die primär vom Volkseinkommen abhängige Geldnachfrage bestimmt auf dieser Grundlage die gleichgewichtige Geldmenge, die vom völlig zinselastischen Geldangebot im gewünschten Umfang bereitgestellt wird. Anhand der Abbildung kann somit der neokeynesianische Ansatz der Geldpolitik verdeutlicht werden: KALDOR (1982) etwa gesteht FRIEDMAN zwar zu, dass langfristig die Geldnachfrage kaum direkt vom Zins abhängt, sondern vor allem vom Einkommen<sup>22</sup>; jedoch laufe der Wirkungsmechanismus daher im keynesianischen Sinne auch vielmehr von den Zinsen über die Investitionstätigkeit der Unternehmen zum Volkseinkommen, und von dort zur Geldnachfrage.<sup>23</sup> Die Zinspolitik der Notenbank wirkt also über die Verwendungsseite des Geldes *indirekt* auf die Geldmenge ó ein entscheidender Aspekt, der im folgenden Abschnitt und im Rahmen der Betrachtung der Quantitätstheorie unter 2.3 noch einmal aufgegriffen wird.<sup>24</sup>

In einem solchem Umfeld der unsicheren Geldnachfrage kann eine ursprünglich auf Stabilität ausgerichtete gleichmäßige Geldmengenausdehnung, wie sie die monetaristische Theorie fordert, im Gegenteil zu schwerer Instabilität führen: Erratische Zinsschläge sind dann die Folge, die wiederum entsprechende Schockwirkungen auf die reale Seite der Volkswirtschaft haben.<sup>25</sup> Empirisch ist dem hinzuzufügen, dass aus den genannten Gründen etwa die Deutsche Bundesbank<sup>26</sup> wie auch das Federal Reserve System der USA<sup>27</sup> zu den Zeiten ihrer

---

<sup>22</sup> Vgl. *ibid.*, S. 25f, S. 75ff. Diese Feststellung hängt allerdings unter anderem wiederum auch an der Definition der Geldmenge: Die auf ein breites Geldmengenaggregat bezogene Geldnachfrage, die dann auch langfristige, verzinsliche Wertpapiere umfasst, reagiert natürlich kaum auf Zinsänderungen; vgl. dazu S. 25f. In der kurzen Frist allerdings ist die rein auf Zentralbankgeld und Sichtguthaben bezogene Geldnachfrage durchaus auch zinsabhängig.

<sup>23</sup> Vgl. KALDOR, N., *Monetarism*, 1982, S. 24f.

<sup>24</sup> Hier ist freilich ein Kommentar zur Unterscheidung des Zinses in Nominal- und Realzins gemäß dem *Fisher'schen Preiserwartungseffekt* nötig; vgl. FISHER, I., *Interest*, 1896: So ist der Realzins gleich dem Nominalzins abzüglich der Inflationserwartungen. Da der Realzins in der Regel der für die Investitionsentscheidungen relevante Zins ist, muss die Geldpolitik folglich den Einfluss der Inflationserwartungen auf ihre Zinssignale beachten.

<sup>25</sup> Vgl. POOLE, W., *Monetary Policy*, 1970; zitiert in: THE NEW SCHOOL FOR SOCIAL RESEARCH, *Policy*, 2007.

<sup>26</sup> Vgl. BIBOW, J., *Geldpolitik*, 1998, S. 44, 72; EHRLICHER, W., *Monetarismus* 1984, S. 14; HOLTE-MÖLLER, O., *Monetary Base*, 2003, S. 276.

<sup>27</sup> Vgl. BRUNNER, K., *Monetarismus*, 1984, S. 36f, 54f.

sogenannten „Geldmengensteuerung“ tatsächlich immer eine Zinspolitik betrieben haben. So hat NAUTZ (1998) sogar explizit geschrieben, die Bundesbank sei nach eigener Aussage gezwungen gewesen, dem Refinanzierungsbedarf der Geschäftsbanken zu folgen und damit eine Endogenität bereits der Geldbasis – wie bereits beschrieben – zuzulassen, um größere Zinsschwankungen zu vermeiden.<sup>28</sup> Im folgenden Abschnitt wird daher weiterhin ausgeführt, weshalb bereits das theoretische Fundament der Annahme einer stabilen Geldnachfrage brüchig ist.

## 2.2 Das fragwürdige Konzept des permanenten Einkommens

Das Konzept des permanenten Einkommens geht auf MILTON FRIEDMAN (1969)<sup>29</sup> zurück und nimmt in der monetaristischen Geldnachfrage- und damit Geldpolitiktheorie einen wichtigen Platz ein, da es die von den Vertretern des Monetarismus postulierte Stabilität der Geldnachfrage theoretisch erst untermauert. Zur Verdeutlichung dieses Zusammenhangs sei hier Milton Friedmans Formulierung der langfristigen Nachfrage nach Realkasse wiedergegeben.<sup>30</sup>

$$\frac{M}{N \times P^P} = \left( \frac{Y^P}{N \times P^P} \right)^\delta \quad (1)$$

M bezeichnet die nominale Geldmenge, N die Größe der Bevölkerung,  $P^P$  das permanente Preisniveau, und  $Y^P$  das permanente, nominale Volkseinkommen;  $\frac{M}{N \times P^P}$  bezeichnet einen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes vergleichbaren Parameter, und  $\delta$  die Einkommenselastizität der Geldnachfrage. Mit dem Konzept des permanenten Preisniveaus wollte Friedman zum Ausdruck bringen, dass sich die Haushalte nicht an kurzfristigen Preisniveauschwankungen orientieren, sondern am geglätteten, langfristigen Trend der Preise.<sup>31</sup>

Das permanente Einkommen eines Haushalts bezeichnet jenes Einkommen, das der Haushalt über seine gesamte Lebensdauer hinweg zu beziehen erwartet. Anders gewendet bedeutet das, dass der Haushalt sein Einkommen und damit seinen Konsum gleichmäßig über seine Lebenszeit hinweg zu verteilen trachtet, um seinen Nutzen zu maximieren – er betreibt Konsumglättung. Konsequenterweise hat das zum Ergebnis, dass die Haushalte auf Än-

<sup>28</sup> Vgl. NAUTZ, D., Multiplikatorprognosen 1998, S. 185f.

<sup>29</sup> Vgl. FRIEDMAN, M., Demand, 1969c (1959), S. 118-121.

<sup>30</sup> Ibid., S. 122.

<sup>31</sup> Vgl. FRIEDMAN, M., Demand, 1969c (1959), S. 120f.

derungen ihres aktuellen Periodeneinkommens kaum oder sogar gar nicht mit einer Anpassung ihres Konsumverhaltens reagieren, da sie lediglich die weit geringeren Auswirkungen auf ihr Lebenseinkommen berücksichtigen.<sup>32</sup> Nimmt man nun wie Friedman an, dass auch die Geldnachfrage vom permanenten Einkommen abhängig ist, dann ist diese als ebenso stabil anzusehen.

Das Konzept des permanenten Einkommens hängt jedoch an einer kritischen Bedingung: Damit die Haushalte ihr Lebenseinkommen beliebig über ihre Lebensdauer verteilen können, müssen vollkommene bzw. perfekte Kreditmärkte gegeben sein. Völlig konsistent mit der monetaristischen Grundannahme eines stabilen, klassisch-walrasianischen Gleichgewichtes, in dem alle Märkte über den Preismechanismus stets in ihr Gleichgewicht finden,<sup>33</sup> werden in der Tat auch die Kreditmärkte als mindestens gut funktionierend angenommen.<sup>34</sup> Diese Annahme mag heutzutage für den äußerst liquiden internationalen Kapitalmarkt zutreffen; der für die privaten Haushalte und insbesondere Kleinunternehmen relevante, nationale oder mitunter sogar lokale Kreditmarkt ist aber sicherlich alles andere als vollkommen.

Diese Marktunvollkommenheiten führen zu *Kreditrationierungen*: Die von den Nachfragern gewünschte Kreditmenge wird, unabhängig vom Preis, nicht angeboten (*credit crunch*). Es ist wichtig herauszustellen, dass diese Unvollkommenheiten nicht etwa Folge (lediglich) staatlicher Eingriffe wären, die die Vertreter des Monetarismus dann ja völlig konsequent abzuschaffen forderten; vielmehr sind sie auf *Marktversagen* infolge unter anderem von Informationsasymmetrien zurückzuführen.<sup>35</sup> Ist das Konzept des permanenten Einkommens allerdings nicht haltbar, so folgt daraus bereits theoretisch, dass die Geldnachfrage der Haushalte instabil sein kann, wie in Abschnitt 2.1 empirisch bereits dargelegt wurde.

Die weiteren Konsequenzen aus den Unvollkommenheiten des Kreditmarktes seien hier mit den Worten von JAMES TOBIN (1978) wiedergegeben:

„Liquidity-constrained consumers behave as if they have *short horizons*, measured in weeks or months or years rather than decades or *lifetimes* [Meine Hervorhebungen].“<sup>36</sup>

---

<sup>32</sup> Vgl. *ibid.*, S. 118.

<sup>33</sup> Vgl. BIBOW, J., Geldpolitik, 1998, S. 38ff; BRUNNER, K., Monetarismus, 1984, S. 20f; KALDOR, N., Monetarismus, 1982, S. 42ff.

<sup>34</sup> Vgl. MAYER, T., Monetarismus, 1978, S. 25f.

<sup>35</sup> Das Stichwort aus der Informationsökonomie lautet hier unter anderem: *moral hazard*. Da die Kreditgeber keine oder eine nur sehr geringe Kontrolle über die tatsächliche Verwendung ihres Kapitals seitens der Kreditnehmer haben, schränken sie aufgrund des damit verbundenen Risikos zu gegebenen Zinsen die Kreditmenge ein.

<sup>36</sup> TOBIN, J., Policies, 1978, S. 427.

Dieses an kurzfristigen Horizonten orientierte Verhalten führt dazu, dass jedwede Erweiterung der Kreditmenge von den eingeschränkten Wirtschaftssubjekten sofort nachgefragt *und* verausgabt wird!<sup>37</sup> Eine Geldpolitik also, die eine Lockerung der Kreditrationierungen bewirkt, ist fast ohne Zeitverzögerung (*lags*) äußerst wirksam und hat direkten Einfluss auf reale Größen einer Volkswirtschaft, vor allem auf die Investitionstätigkeit der Unternehmen und deren maßgebliche Bedeutung für die Produktionskapazitäten.

Konkret kann die Lockerung der Kreditrationierungen wiederum nur durch den Zinskanal der Geldpolitik erreicht werden: Die Kreditgeber reagieren auf eine Senkung des Zentralbankzinssatzes und damit ihrer Refinanzierungskosten mit einer Ausdehnung des rationierten Kreditangebots (freilich gilt dies nur *ceteris paribus*, also unter der Annahme, dass sich das Ausfallrisiko der Kredite nicht geändert hat). Zudem steigt auch die Kreditwürdigkeit jener Nachfrager, die als Sicherheit für ihre Kredite Wertpapiere verwenden, denn auch deren Wert wird durch das Zinsniveau beeinflusst.<sup>38</sup> Eine reine Geldmengensteuerung änderte hingegen nichts an den Kreditrationierungen, da sie ja keinen Einfluss auf das Optimierungskalkül der Kreditgeber ausübte. Wie aber passt nun in die bisher dargestellten Zusammenhänge die monetaristische These, dass die Geldmenge der einzige Bestimmungsgrund für die Entwicklung des Preisniveaus sei?

### 2.3 Die monokausale Inflationstheorie des Monetarismus: eine Kritik der (Neo-) Quantitätstheorie

In der monetaristischen Theorie wird einzig die Geldmenge als Erklärung für Inflation akzeptiert.<sup>39</sup> Damit befindet sich die monetaristische Schule ganz in der Tradition der (neo-)klassischen Quantitätstheorie; nicht ohne Grund werden die Vertreter der monetaristischen Schule in der Literatur oft auch als *Neoquantitätstheoretiker* bezeichnet. Die Fixierung der monetaristischen Schule der Geldpolitik auf die Geldmenge ist auch überhaupt nur sinnvoll, wenn man von der Gültigkeit der Quantitätstheorie ausgeht. Genau das aber ist nur unter ganz bestimmten Umständen zulässig, die im Folgenden kritisch betrachtet werden. Eine Gegenüberstellung der Quantitätstheorie in der Formulierung von IRVING FISHER (1911) mit der

---

<sup>37</sup> Vgl. *ibid.*, S. 427f.

<sup>38</sup> Vgl. TOBIN, J., *Policies*, 1978, S. 428.

<sup>39</sup> Vgl. z.B. EHRLICHER, W., *Monetarismus*, 1978, S. 224; JOHNSON, H.G., *Inflation*, 1972b, S. 325-331.

langfristigen Geldnachfragefunktion von MILTON FRIEDMAN (1969) soll zunächst die quantitätstheoretischen Wurzeln des Monetarismus verdeutlichen.

Die Quantitätstheorie in der Verkehrsgleichung nach IRVING FISHER lautet:<sup>40</sup>

$$M \times v = Y \times P \quad (2)$$

Es bezeichnen M die nominale Geldmenge, v die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, Y das reale Volkseinkommen und P das Preisniveau.

FRIEDMANS schon aus Abschnitt 2.2 bekannte Nachfragefunktion pro Kopf der Bevölkerung nach Realkasse hat die Form:<sup>41</sup>

$$\frac{M}{N \times P^P} = \left( \frac{Y^P}{N \times P^P} \right)^\delta \quad (1)$$

Vernachlässigt man auf beiden Seiten die Bevölkerung N, so verbleibt in gesamtwirtschaftlichen Größen:

$$\frac{M}{P^P} = \left( \frac{Y^P}{P^P} \right)^\delta \quad (3)$$

In dieser Formulierung ist die Ähnlichkeit zwischen den Gleichungen (2) und (3) deutlich zu erkennen. Freilich muss an dieser Stelle unterstrichen werden, dass Friedmans Geldnachfragefunktion mitnichten der Fisher'schen Verkehrsgleichung entspricht, sondern gerade als Weiterentwicklung konzipiert war; es soll hier lediglich die Ähnlichkeit hervorgehoben werden.<sup>42</sup> Doch gerade in der mikroökonomischen Entwicklung von Friedmans Geldnachfragefunktion liegt zugleich auch der Anlass für eine Hauptkritik, traf Friedman doch zugleich die Aussage, dass seine Geldnachfragefunktion auch makroökonomisch Geltung besäße.<sup>43</sup> TOBIN (1981) schreibt ergänzend:

---

<sup>40</sup> Fishers Gleichung lautet im Original:  $MV = \sum pQ$ , wobei M die Geldmenge, V die Umlaufgeschwindigkeit,  $\sum p$  die Summe der Güterpreise und Q die Gütermenge darstellen; vgl. FISHER, I., Money, 1922 (1911), Kapitel 2, §4.

<sup>41</sup> FRIEDMAN, M., Demand, 1969c (1959), S. 122.

<sup>42</sup> Während die Verkehrsgleichung rein makroökonomischer Natur und zudem eine Identität ist (d.h. sie muss in der Mechanik der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung immer erfüllt sein und wird durch keinerlei Verhaltensanalyse unterlegt), ist die Friedman'sche Geldnachfragefunktion mikroökonomisch fundiert. So ist auch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes nicht mehr eine rein mechanische Größe, sondern wird verhaltenstheoretisch erklärt.

<sup>43</sup> Vgl. BIBOW, J., Geldpolitik, 1998, S. 40.

šHow Friedman and Brunner-Meltzer could turn multi-asset systems of equations into single equation monetarism [sic: die Quantitätstheorie] remains a mystery I do not fathom.ö<sup>44</sup>

Denn in der makroökonomischen Interpretation von Friedmans langfristiger Geldnachfragefunktion, die wie bereits dargelegt die Herausarbeitung einer stabilen Geldnachfrage zum Ziel hat, ist die Übereinstimmung in der Kernaussage der klassischen wie auch der monetaristischen Quantitätstheorie unverkennbar. Langfristig kann eine über das Wachstum des Realinkommens ( $Y^P/P^P$  in Friedmans Geldnachfragefunktion) hinaus exogen aufgeblähte nominale Geldmenge (also  $M$ ) nur durch ein gestiegenes Preisniveau (also  $P^P$ ) ausgeglichen werden.<sup>45</sup>

Diese Schlussfolgerung ist aber kritisch von zwei zentralen Annahmen abhängig. Zunächst muss die bereits erwähnte monetaristische Überzeugung vom allgemeinen walrasianischen Gleichgewicht bei Vollbeschäftigung halten, und somit die Volkswirtschaft ihre Kapazitäten voll ausgelastet haben.<sup>46</sup> Nur in diesem Fall erzeugt eine durch Geldmengenausdehnung erzeugte zusätzliche Nachfrage langfristig tatsächlich ausschließlich Preissteigerungen.<sup>47</sup> Wenn aber keine šnatürliche Arbeitslosigkeitö und damit kein walrasianisches Gleichgewicht vorherrschen, und sich die Volkswirtschaft in einem Unterbeschäftigungsgleichgewicht befindet, entfalten das Geld und die Geldpolitik sehr wohl auch langfristige, mindestens aber mittelfristige reale Wirkungen.<sup>48</sup> JOHNSON (1972) hat daher kritisiert, dass die Vertreter der monetaristischen Schule bisher eine Aufschlüsselung der Wirkungen einer Erhöhung des nominellen Einkommens auf Preisniveau und realen Output schuldig geblieben seien.<sup>49</sup> FRIEDMAN (1956) selbst hat dazu eingestanden:

---

<sup>44</sup> TOBIN, J., Counter-Revolution, 1981, S. 40.

<sup>45</sup> Vgl. FRIEDMAN, M., Optimum, 1969a; FRIEDMAN, M., Quantity Theory, 1969b (1956), S. 67.

<sup>46</sup> Statt Vollbeschäftigung sprach der Neoquantitätstheoretiker Milton Friedman von šnatürlicher Arbeitslosigkeitö; damit ist gemeint, dass es nur *freiwillige* Arbeitslosigkeit gibt; vgl. EHRLICHER, W., Monetarismus 1978, S. 238; FRIEDMAN, M., Monetary Policy, 1968, S. 8; JOHNSON, H.G., Inflation, 1972b, S. 330. Diese Konzeption läuft aber letztlich auf Vollbeschäftigung im klassischen Sinne hinaus, da hier wie dort Nachfrageschwankungen keine Outputwirkungen haben können, sondern nur angebotsseitige Veränderungen (zur Kritik an dem Konzept der natürlichen Arbeitslosigkeit vgl. MODIGLIANI, F., Kontroverse, 1978, S. 253f, S. 256-260).

<sup>47</sup> Soweit Vertreter des Monetarismus darüber hinaus der Hypothese der šrationalen Erwartungenö anhängen, der Vorstellung also, die Wirtschaftssubjekte štrügen jederzeit das korrekte Modell dieser Welt im Hinterkopfö mit sich herum (BIBOW, J., Geldpolitik, 1998, S. 25), leugnen sie sogar kurzfristig jedwede reale Wirkung des Geldes. Schließlich könnten die Wirtschaftssubjekte dann ja jede geldpolitische Maßnahme perfekt antizipieren (vgl. *ibid.*, S. 24f).

<sup>48</sup> Vgl. BIBOW, J., Geldpolitik, 1998, S. 37; SPAHN, H.P., Interest-Rate Policy, 2001.

<sup>49</sup> Vgl. JOHNSON, H.G., Keynesian Revolution, 1972a (1971), S. 67.

„Even under the most favorable conditions it [die Neuformulierung der Quantitätstheorie] then says that changes in money income mirror changes in the nominal quantity of money. But it tells nothing about how much of any change in  $Y$  [dem nominellen Einkommen] is reflected in real output and how much in prices.“<sup>50</sup>

Die zweite Voraussetzung für die Gültigkeit der Quantitätstheorie klassischer wie monetaristischer Prägung ist die bereits in Abschnitt 2.1 abgelehnte Annahme einer exogenen Geldmenge. Die (Neo-)Quantitätstheorie hat lediglich dann Aussagekraft, wenn die Geldmenge tatsächlich exogen gesteuert werden kann, denn nur in diesem Fall kann es überhaupt zu einem Geldüberangebot mit den entsprechenden Wirkungen auf das Preisniveau kommen.<sup>51</sup> Folgt man aber der Ansicht der Banking-Schule, wonach sich die Geldnachfrage ihr Geldangebot schafft, läuft der Kausalzusammenhang zwischen Preisniveau und Geldmenge  $\phi$  im Rahmen der Fisher'schen Verkehrsgleichung ausgedrückt (vgl. Gleichung (2))  $\phi$  von *rechts nach links*. Mit anderen Worten: Die *nominale* Geldmenge (und nicht nur die *reale* Geldnachfrage, wie es Friedman formulieren würde) folgt den Erfordernissen des sich ändernden realen Volkseinkommens *und* des Preisniveaus.<sup>52</sup> Dann freilich hat die (Neo-) Quantitätstheorie ihren umfassenden Erklärungsanspruch für Veränderungen des Preisniveaus eingebüßt.

Auch die Empirie liefert dafür Anhaltspunkte: So ist beispielsweise in der Eurozone seit der Einführung der Gemeinschaftswährung die Geldmenge M3 durchweg sehr stark gewachsen (zeitweise mit zweistelligen Raten), ohne dass sich dies dauerhaft in Inflationsraten abseits einer „normalen“ Rate von um die 3% übertragen hätte. Um Missverständnissen vorzubeugen: Hier soll nicht behauptet werden, dass die Geldmenge keinerlei Einfluss auf das Preisniveau hätte; dies wäre eine törichte Aussage. Jedoch ist sie kaum der einzige zu berücksichtigende Faktor.

Da die monetaristische Begründung für das Auftreten von Inflation nicht überzeugen kann, muss der Blick auf die verbliebenen Erklärungsansätze gerichtet werden, die hier allerdings nur sehr knapp dargestellt werden können.<sup>53</sup> Inflation ist demnach die Folge einzel- und realwirtschaftlicher Effekte, so z.B. des Anstiegs der autonomen (also vom Einkommen unabhängigen) Konsumnachfrage oder aber der Konsumneigung; beides kann zu einem Nach-

---

<sup>50</sup> FRIEDMAN, M., Quantity Theory, 1969b (1956), S. 62.

<sup>51</sup> Vgl. KALDOR, N., Monetarism 1982, S. 70.

<sup>52</sup> Vgl. KALDOR, N., Monetarism 1982, S. 22.

<sup>53</sup> Vgl. ausführlich z.B. EHRLICHER, W., Monetarismus, 1978, S. 224, 230f; GORDON, R.J., Inflation, 1976, S. 186-190.



frageüberhang führen (*demand-pull inflation*), der die Volkswirtschaft nahe an die Vollauslastung ihrer Kapazitäten bringt.

Diese Erklärung von Inflation ruft allerdings erneut nach einer Zinspolitik der Zentralbank. Es soll hier noch einmal die in den vorigen Abschnitten dargestellte mittel- und unmittelbare Wirkung einer Zinspolitik auf die Investitionstätigkeit und damit die Kapazitäten sowie deren Auslastung in einer Volkswirtschaft hervorgehoben werden; insbesondere den *Zinserwartungen* der Investoren schreibt KALDOR (1982) dabei große Bedeutung zu.<sup>54</sup> Ähnlich argumentiert auch JAMES TOBIN (1978), wenn er anhand seines berühmten *Tobin's q* (dem Verhältnis vom Marktwert des Kapitalstocks zu seinen Ersatzkosten) den Einfluss der Zinsen auf die Attraktivität von Neuinvestitionen beschreibt.<sup>55</sup> Empirisch manifestiert sich die Bedeutung dieser einzel- und realwirtschaftlichen Erklärungsfaktoren für Steigerungen des Preisniveaus z.B. an der zweiten Säule im Analyseschema der Europäischen Zentralbank, die im Rahmen der Überprüfung inflationärer Tendenzen explizit auch Elemente wie die Kapazitätsauslastung berücksichtigt.<sup>56</sup>

### 3 Beiträge der Politökonomie und der Bürokratietheorie

Vor allem zur Beurteilung der Durchführbarkeit der Handlungsempfehlungen, die aus der monetaristischen Theorie der Geldpolitik resultieren, ist ein politökonomischer Ansatz sinnvoll. Im politischen Markt geht es um den Wettbewerb von Konzepten zur Erzeugung und Verteilung von Werten und Wohlstand, die die Politiker als Anbieter den Wählern als Nachfrager schmackhaft machen wollen. Natürlich wirken in diesem Wettbewerb diejenigen Konzepte auf die Wähler umso attraktiver, die mit sichtbaren Taten seitens der Politiker verbunden sind. Von diesem Wettbewerb ist auch die Geldpolitik betroffen, da sie wie die anderen Bereiche der Wirtschaftspolitik distributive Wirkungen zur Folge hat (sofern man von einer realen Wirkung der Geldpolitik ausgeht) und damit Gegenstand von Interessenkonflikten ist. Es ist gerade diese Einbindung der formal unabhängigen Zentralbank in den politischen Wettbewerb, die die monetaristische Empfehlung einer Verregulierung der Geldpolitik als besonders geeignetes Gegenmittel erscheinen lässt.<sup>57</sup>

---

<sup>54</sup> Vgl. KALDOR, N., *Monetarism*, 1982, S. 51. Hier ist allerdings eine Einschränkung angezeigt: Ein wichtiger Parameter für eine investitionswirksame Zinspolitik sind die allgemeinen Konjunkturerwartungen der Investoren. Sind diese im Sinne der *Keynes'schen Investitionsfalle* sehr pessimistisch, kann die Investitionstätigkeit völlig zinsunelastisch sein!

<sup>55</sup> Vgl. TOBIN, J., *Policies*, 1978, S. 422-424.

<sup>56</sup> Vgl. EUROPÄISCHE ZENTRALBANK, *Geldpolitik*, 2004, S. 57ff.

<sup>57</sup> Vgl. BRUNNER, K., *Monetarismus*, 1984, S. 29.

Diese Argumentation ist aber letztlich im höchsten Grade *normativ*; denn im Wettbewerb um *Šattraktiveø* weil umverteilungswirksame Konzepte auf dem politischen Markt ist das Konzept einer strikt regelgebundenen Geldpolitik äußerst unattraktiv. Kein Politiker wird mit der Selbstbeschränkung seiner Handlungsoptionen Wahlkampf machen. Ein weitergehendes, spezielles Interesse der Regierung an einer möglichst ungebundenen Geldpolitik liegt in dem Begriff *Seigniorage* (Geldschöpfung). Die Nutzung der Geldpolitik als Mittel zur Finanzierung von staatlichen Budgetdefiziten auf direktem (also mittels *Seigniorage*) oder indirektem Wege (also mittels der Inflation als indirekte Steuer) ist nicht nur historisch betrachtet gängige Praxis ó selbst in den 1970er Jahren hat die US-amerikanische Notenbank auf diese Weise der Regierung Unterstützung geleistet.<sup>58</sup> Laut KARL BRUNNER (1984) ist daher das eigentliche *ŠVersagen des Monetarismusø*<sup>59</sup>, diese Realität des politischen Systems nicht überwinden zu können.

Weniger auf die mangelnde Durchführbarkeit der Handlungsempfehlungen der monetaristischen Theorie der Geldpolitik bezogen, und mehr positiv für die Unabhängigkeit der Notenbanken spricht auch ein Argument aus der Bürokratietheorie: Ganz im Geiste von Adam Smiths *šunsichtbarer Handø* ist es nämlich gerade die auf die Sicherung ihres Einflusses in der Wirtschaftspolitik ausgerichtete Eigennutzmaximierung seitens der Zentralbankrepräsentanten, die letztlich die Preisniveaustabilität gleichsam als Nebeneffekt garantiert.<sup>60</sup>

#### 4 Ergebnisse

Von den modelltheoretischen Annahmen der monetaristischen Schule wie dem permanenten Einkommen bis zu den in ihrem Kern liegenden Aussagen der exogenen Steuerbarkeit der Geldmenge und der Neoquantitätstheorie wurde gezeigt, dass in allen Fällen berechtigte, große Zweifel an diesen Konzepten angebracht sind. Vom politökonomischen Standpunkt aus betrachtet ist zudem besonders auch die Durchführbarkeit der monetaristischen Empfehlungen zur Geldpolitik äußerst fragwürdig. Aus den im Laufe dieses Aufsatzes entwickelten Gründen hat kaum je eine Zentralbank ó sogar die für ihre vorgeblich monetaristische Geldpolitik so gerühmte Deutsche Bundesbank ó tatsächlich das monetaristische Konzept in seiner *ŠReinformø* umgesetzt (vgl. Abschnitt 2.1).

---

<sup>58</sup> Vgl. ENGEL, G., Unabhängigkeit, 1984, S. 542.

<sup>59</sup> BRUNNER, K., Monetarismus, 1984, S. 60.

<sup>60</sup> Vgl. allgemein BUCHANAN, J.M., Bureaucracy, 1965, S. 2.

Natürlich hat die monetaristische Schule auch ihre Verdienste, die der Autor nicht bestreiten will: Besonders Milton Friedmans Widerlegung der *Phillipskurve* ist hier zu nennen. Die Phillipskurve propagierte eine stabile Beziehung zwischen den beiden Übeln Inflation und Arbeitslosigkeit, deren gewünschte Kombination die Wirtschaftspolitik also vorgeblich bestimmen konnte.<sup>61</sup> FRIEDMAN (1968, 1969) (ebenso wie unabhängig von ihm Edmund Phelps) arbeitete aber heraus, dass diese stabile Beziehung nur bei Geldillusion der Wirtschaftssubjekte gegeben wäre. Die tatsächlich existierenden Inflationserwartungen aber machten den Mechanismus zunichte: Eine Wirtschaftspolitik, die versucht, zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation zu wählen, ruft letztlich nur beides hervor.<sup>62</sup> Die Herausarbeitung der Wichtigkeit der Inflationserwartungen allgemein für die Planungssicherheit in einer Volkswirtschaft und damit die Stabilität der wirtschaftlichen Entwicklung ist ein weiterer wichtiger Beitrag der monetaristischen Theorie zur geldpolitischen Diskussion.<sup>63</sup> Dieser Aufsatz folgt daher der Auffassung Friedmans und anderer Vertreter des Monetarismus, wonach die Geldpolitik zuerst der Preisniveaustabilität verpflichtet und damit stabil und verlässlich sein sollte. Eine instabile Geldpolitik liefe hingegen Gefahr, die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte anzuheizen und damit über den Fisher'schen Preiserwartungseffekt auch die Zinssignale der Notenbank selbst zu entwerten.

Die Zinspolitik aber ist in einer modernen Volkswirtschaft mit entwickeltem privatem Finanzsektor das wirksamste Instrument der Notenbanken: Sie wirkt am effektivsten auf die Kreditschöpfung, deren Überschäumen rasch Inflationsdruck aufbauen kann, und ist speziell dazu in der Lage, die Entstehung von *credit crunches* mit deren schweren Folgen für die Investitionstätigkeit in einer Volkswirtschaft zu verhindern. Gerade mit Blick auf letzteren Punkt ist die Zinspolitik mitunter auch unmittelbar und nahezu ohne *lags* auf der realen Seite der Volkswirtschaft wirksam und kann so eine Vollauslastung des volkswirtschaftlichen Produktionspotentials mit entsprechendem Druck auf das Preisniveau rasch vermeiden helfen. Dann aber ist es nicht vertretbar, an die Stelle der unabhängigen Zentralbanken eine starre Geldmengenregel monetaristischer Prägung zu setzen. Unter den hier dargestellten Umständen kann nur eine behutsame und gleichwohl aktive Zinspolitik das Ziel der Preisniveaustabilität sichern.

---

<sup>61</sup> Vgl. EHRLICHER, W., *Monetarismus*, 1978, S. 226.

<sup>62</sup> Vgl. FRIEDMAN, M., *Monetary Policy*, 1968, S. 8-11; FRIEDMAN, M., *Optimum*, 1969a, S. 45; JOHNSON, H.G., *Inflation*, 1972b, S. 329f.

<sup>63</sup> Vgl. FRIEDMAN, M., *Monetary Policy*, 1968, S. 13f; EHRLICHER, W., *Monetarismus*, 1984, S. 15.

## - LITERATURVERZEICHNIS -

- Bahmani-Oskooee, Mohsen; Bohl, Martin T. (Monetary Unification, 2000):** šGerman Monetary Unification and the Stability of the German M3 Money Demand Functionö, in: *Economics Letters*, 66 (2), 2000, 203-208.
- Bibow, Jörg (Geldpolitik, 1998):** šGeldpolitik als Inflationsursache? Anmerkungen zum Ende des Monetarismusö, in: Priddat, Birger P.; Vilks, Arnis (Hrsg.): *Wirtschaftswissenschaft und Wirtschaftswirklichkeit*, Marburg: Metropolis-Verlag, 1998, 15-78.
- Bordes, Christian; Clerc, Laurent; Marimoutou, Vélayoudom (Structural Break, 2007):** *Is There a Structural Break in Equilibrium Velocity in the Euro Area?*, Notes d'Études et de Recherche, Nr. 165, Banque de France, 2007, zu finden unter: <http://www.banque-france.fr/gb/publications/telechar/ner/ner165.pdf>.
- Boughton, James M. (Instability, 1982):** šRecent Instability of the Demand for Money: Reply and Further Resultsö, in: *Southern Economic Journal*, 48 (4), 1982, 1091-1093.
- Brunner, Karl (Monetarismus, 1984):** šHat der Monetarismus versagt?ö, in: *Kredit und Kapital*, 17 (1), 1984, 18-63.
- Buchanan, James M. (Bureaucracy, 1965):** šForewordö, in: Tullock, Gordon (Hrsg.): *The Politics of Bureaucracy*, Washington: Public Affairs Press, 1965, 1-9.
- Ehrlicher, Werner (Monetarismus, 1978):** šZur Monetarismus-Diskussion in ŠKredit und Kapitalö, in: Ehrlicher, Werner; Becker, Wolf-Dieter (Hrsg.): *Die Monetarismus-Kontroverse, Beihefte zu šKredit und Kapitalö, Heft 4*, Berlin: Duncker & Humblot, 1978, 217-246.
- Ehrlicher, Werner (Monetarismus, 1984):** šMonetarismus und Keynesianismus in der ŠNeuen Geldpolitikö, in: *Kredit und Kapital*, 17 (1), 1984, 1-17.
- Engel, Günther (Unabhängigkeit, 1984):** šVerstetigung des Geldmengenwachstums und politische Unabhängigkeit der Zentralbankö, in: *Kredit und Kapital*, 17 (4), 1984, 540-555.
- Europäische Zentralbank (Geldpolitik, 2004):** *Die Geldpolitik der EZB 2004*, zu finden unter: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/geldpolitik2004de.pdf>.
- Fackler, James; Wheeler, Mark (Instability, 1982):** öRecent Instability of the Demand for Money: Some Further Estimatesö, in: *Southern Economic Journal*, 48 (4), 1982, 1088-1089.
- Fase, M. M. G. (Stability, 1994):** šIn Search for Stability: an Empirical Appraisal of the Demand for Money in the G7 and EC Countriesö, in: *De Economist*, 142 (4), 1994, 421-454.
- Fisher, Irving (Interest, 1896):** *Appreciation and Interest*, Publications of the American Economic Association, Third Series, Vol. XI, No. 4, 1896, 331-442.
- Fisher, Irving (Money, 1922):** *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest, and Crises*, New York: The Macmillan Company, 1922 (1911), zu finden unter: Library of Economics and Liberty, <http://www.econlib.org/library/YPDBooks/Fisher/fshPPM.html> (Zugriff: 19.05.2007).
- Friedman, Milton (Stability, 1948):** šA Monetary and Fiscal Framework for Economic Stabilityö, in: *The American Economic Review*, 38 (3), 1948, 245-64.

- Friedman, Milton (Monetary Policy, 1968):** §The Role of Monetary Policyö, in: *The American Economic Review*, 63 (1), 1968, 1-17.
- Friedman, Milton (Optimum, 1969a):** §The Optimum Quantity of Moneyö, in: Friedman, Milton (Hrsg.): *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine Publishing Company, 1969, 1-50.
- Friedman, Milton (Quantity Theory, 1969b):** §The Quantity Theory of Money: A Restatementö, in: Friedman, Milton (Hrsg.): *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine Publishing Company, 1969 (1956), 51-67. Wiederabdruck von: Friedman, Milton (Hrsg.): *Studies in the Quantity Theory of Money*, Chicago: University of Chicago Press, 1956.
- Friedman, Milton (Demand, 1969c):** §The Demand for Money: Some Theoretical and Empirical Resultsö, in: Friedman, Milton (Hrsg.): *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine Publishing Company, 1969, 111-139. Wiederabdruck von: *The Journal of Political Economy*, 67 (4), 1959, 327-351.
- Friedman, Milton (Stability, 1984):** §Monetary Policy: Tactics versus Strategyö, in: Moore (Hrsg.): *To Promote Prosperity*, Stanford, CA: Hoover Institute, 1984.
- Friedman, Milton (Federal Reserve, 1985):** §The Case for Overhauling the Federal Reserveö, in: *Challenge*, Juli/August 1985, 4-12.
- Friedman, Milton (Money, 1992):** *Money Mischief - Episodes in Monetary History*, New York: Harcourt Brace, 1992.
- Gordon, Robert J. (Inflation, 1976):** §Recent Developments in the Theory of Inflation and Unemploymentö, in: *Journal of Monetary Economics*, 2 (2), 1976, 185-219.
- Holtemöller, Oliver (Monetary Base, 2003):** §Money Stock, Monetary Base and Bank Behavior in Germanyö, in: *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik*, 223 (3), 2003, 257-278.
- Johnson, Harry G. (Keynesian Revolution, 1972a):** §The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolutionö, in: Johnson, Harry G. (Hrsg.): *Further Essays in Monetary Economics*, London: George Allen & Unwin Ltd., 1972, 50-69. Wiederabdruck von: *The American Economic Review*, 61 (2), 1971, S. 1-14.
- Johnson, Harry G. (Inflation, 1972b):** §Inflation: A Monetarist Viewö, in: Johnson, Harry G. (Hrsg.): *Further Essays in Monetary Economics*, London: George Allen & Unwin Ltd., 1972, 325-337. Wiederabdruck von: *Discussion Paper No. 1*, Rowe, Rudd & Co., London, 1972.
- Kaldor, Nicholas (Monetarism, 1982):** *The Scourge of Monetarism*, Oxford et al.: Oxford University Press, 1982.
- Mayer, Thomas (Monetarismus, 1978):** §Die Struktur des Monetarismusö, in: Ehrlicher, Werner; Becker, Wolf-Dieter (Hrsg.): *Die Monetarismus-Kontroverse, Beihefte zu §Kredit und Kapitalö, Heft 4*, Berlin: Duncker & Humblot, 1978, 9-55.
- Mill, John S. (Principles, 1909):** *Principles of Political Economy*, London: Longmans, Green and Co., 1909 (1848), zu finden unter: Library of Economics and Liberty, <http://www.econlib.org/library/Mill/mlP.html> (Zugriff: 19.05.2007).

- Modigliani, Franco (Kontroverse, 1978):** šDie monetaristische Kontroverse. Oder: Sollten wir auf Stabilitätspolitik verzichten?ö, in: Ehrlicher, Werner; Becker, Wolf-Dieter (Hrsg.): *Die Monetarismus-Kontroverse, Beihefte zu š Kredit und Kapitalö, Heft 4*, Berlin: Duncker & Humblot, 1978, 247-279.
- Nautz, Dieter (Multiplikatorprognosen, 1998):** šWie brauchbar sind Multiplikatorprognosen für die Geldmengensteuerung der Bundesbank?ö, in: *Kredit und Kapital*, 31 (2), 1998, 171-189.
- Neubauer, Werner (Unmöglichkeit, 1978):** šÜber die Unmöglichkeit einer monetaristischen Geldpolitikö, in: Ehrlicher, Werner; Becker, Wolf-Dieter (Hrsg.): *Die Monetarismus-Kontroverse, Beihefte zu š Kredit und Kapitalö, Heft 4*, Berlin: Duncker & Humblot, 1978, 149-170.
- Poole, William (Monetary Policy, 1970):** šOptimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Modelö, in: *Quarterly Journal of Economics*, 84 (2), 1970, 197-216.
- Ram, Rati (Instability, 1982):** šRecent Instability of the Demand for Money: Another Test of Stabilityö, in: *Southern Economic Journal*, 48 (4), 1982, 1083-1087.
- Spahn, Heinz-Peter (Interest-Rate Policy, 2001):** *On the Theory of Interest-Rate Policy*, Diskussionsbeiträge aus dem Institut für Volkswirtschaftslehre - Universität Hohenheim, Nr. 193, Universität Hohenheim, Stuttgart, 2001.
- The New School for Social Research (Policy, 2007):** šMonetarist Economic Policyö, zu finden unter: <http://homepage.newschool.edu/het/essays/monetarism/mpolicy.htm> (Zugriff: 12.04.2007).
- Tobin, James (Policies, 1978):** šMonetary Policies and the Economy: The Transmission Mechanismö, Cowles Foundation Paper, Nr. 462, 421-431.  
Wiederabdruck von: *Southern Economic Journal*, 44 (3), 1978, 422-31.
- Tobin, James (Counter-Revolution, 1981):** šThe Monetarist Counter-Revolution Today - An Appraisalö, in: *The Economic Journal*, 91 (361), 1981, 29-42.