

Wertheimer, Robert G.

**Article — Digitized Version**

## Geldpolitik im Umbruch

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Wertheimer, Robert G. (1970) : Geldpolitik im Umbruch, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 50, Iss. 5, pp. 325-328

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134124>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# WISSENSCHAFT FÜR DIE PRAXIS

## Geldpolitik im Umbruch

Prof. Robert G. Wertheimer, Cambridge/Mass.

Die Ideen Prof. Milton Friedmans von der Chicagoer Universität finden nicht nur in den USA, sondern in der gesamten westlichen Welt ein lebhaftes Echo. Es gibt kein heikles Thema, das er nicht anzufassen wagt, sei es im Bereich der Zahlungsbilanz- oder Budgetpolitik, der Sozial- und Finanzpolitik oder des Außenhandels.

Dreh- und Angelpunkt seiner Vorstellungen ist sein geldpolitisches Konzept: Immer wieder fordert er die Vermehrung der Geldmenge mit einer im voraus festgesetzten jährlichen Wachstumsrate von 4–5%. Er würde viel lieber den Federal Reserve Board \*) – zusammen mit dessen geld- und kreditpolitischen Möglichkeiten – abschaffen, als auch nur ein Quentchen von seiner Theorie abzurücken – einer Theorie, die insoweit an das System des automatischen Gold-Standards erinnert, als das geldpolitische Urteils- und Entscheidungsvermögen der verantwortlichen Instanzen bei Friedman auf tiefes Mißtrauen stößt.

### Verfehlt Geldpolitik des Federal Reserve Board

Seine strengen Ansichten erhielt der neue amerikanische Wundermann durch das Studium der amerikanischen Wirtschaftsgeschichte, insbesondere der verfehlten Geld- und Kreditpolitik des Federal Reserve Board in den 20er und 30er Jahren. In einem grundlegenden Werk über die Geschichte der Geldpolitik in den USA versuchte er zusammen mit seinem Kollegen Schwartz, den unwiderlegbaren Beweis dafür zu liefern, daß der Federal Reserve Board durch falsche Politik und durch zu spätes oder zu frühes Eingreifen Pate für den spekulativen Boom in den späten 20er Jahren und der darauffolgenden Depression stand. Denn der Board zügelte weder den Boom von 1927 durch geldpolitische Restriktionen, noch bekämpfte er die Depression durch eine Ausweitung der Geldmenge. Je stärker die Wirtschaft nach 1930 in die Depression abglitt, um so mehr bestand der Board sogar auf seiner restriktiven

\*) Etwa der Deutschen Bundesbank gleichzusetzen – allerdings weisungsgebunden.

Geld- und Kreditpolitik – solange bis die Geldmenge um ein Drittel reduziert war und die Wirtschaft vollständig zusammenbrach.

### Nichts dazu gelernt

Nach Ansicht Friedmans hat der Federal Reserve Board aus diesen Erfahrungen anscheinend bis heute nichts gelernt: Nach dem Rückschlag von 1966 werden die USA bald den Preis für die übertriebenen Restriktionen des Jahres 1969 zu zahlen haben. Eine übersteigerte Geldpolitik mit schlechtem „timing“ wird das wirtschaftliche Ungleichgewicht verschärfen, dessen Beseitigung eigentlich anvisiert wird.

In dem von der Inflation geprägten Jahr 1969 wurde dem traditionellen Alarmruf Friedmans – den Geldhahn nicht zu lange abzudrehen, wenn man nicht offenen Auges in eine wirtschaftliche Katastrophe schliddern wolle – erstmals größere Aufmerksamkeit geschenkt. Nach Friedman hat das Federal Reserve System durch seine lange restriktive Geld- und Kreditpolitik einen nicht mehr aufzuhaltenden konjunkturellen Abschwung für das Jahr 1970 eingeleitet. Die langen und unbestimmbaren Verzögerungen von 6–9 Monaten (und noch länger) zwischen dem Einsatz geldpolitischer Instrumente und deren Auswirkungen auf die Volkswirtschaft verhindern ihre wirksame Ausrichtung auf bestimmte ökonomische Ziele. Im ersten Quartal 1970 waren denn auch schon ein scharfer Anstieg der Arbeitslosenquote, sinkende Unternehmensgewinne und ein immer noch daniederliegender Kapitalmarkt zu verzeichnen, während exzessive Zinsraten den Druck

*Prof. Robert G. Wertheimer lehrt am Babson College for Management Education in Babson Park/Mass. Der vielfach als Regierungsberater herangezogene Wissenschaftler ist außerdem Direktor des Mediterranean Investment Fund.*

noch verstärkten – wenn auch die „prime rate“ kürzlich von 8,5% auf 8% gesenkt wurde.

### Geldpolitik versus Finanzpolitik

Mit seiner Ansicht focht Friedman aber gleichzeitig auch gegen die bisherige Vorrangstellung der Finanzpolitik im Rahmen der Konjunkturpolitik. Einer der Höhepunkte in dem Streit um die Vorrangstellung zwischen der Geld- und Finanzpolitik war sein Dialog mit Walter Heller im letzten Jahre. In dieser Diskussion hatte Friedman Gelegenheit, die Bedeutung der Geldmenge für Einkommen und Preisniveau in aller Öffentlichkeit herauszustellen und damit die Geldpolitik von dem Abstellgleis zurückzuholen, auf das sie die Keynesche Theorie geschoben hatte. Für Friedman ist vor allem die Entwicklung der nominalen Größen von Interesse und nicht die der realen. Wirklicher Wohlstand beruht zwar – auch nach Friedman – nicht auf dem Gelde, sondern auf den Investitionsmöglichkeiten, der Technologie, dem institutionellen Rahmen usw., aber Geld ist für ihn letztlich die entscheidende Einheit zur Bewertung aller realen Größen.

Friedman weist darauf hin, daß sowohl die Geld- als auch die Finanzpolitik insbesondere hinsichtlich der „Feinststeuerung“ überschätzt worden sind, und er gibt bereitwillig zu, daß auch eine konstante Wachstumsrate der Geldmenge das vollkommene wirtschaftliche Gleichgewicht und die Preisstabilität nicht garantiert – obwohl sie nach seiner Meinung mehr dazu beitragen würde als jedes andere Instrument. Er betont jedoch, daß einer diskretionären Geldpolitik, wie sie in den USA und anderen Ländern gegenwärtig praktiziert wird, enge Grenzen gesetzt sind, daß diese Politik die Sache eher verschlechtern als verbessern kann. Denn letztlich kann man auch im Zeitalter der Ökonometrie und der Computer noch immer keine präzisen Voraussagen über das wirtschaftliche Geschehen treffen. Das aber wäre nötig, wenn die Geldpolitik wirksam zur Verwirklichung bestimmter Ziele, wie z. B. der Inflationsbekämpfung, eingesetzt werden soll, ohne die Volkswirtschaft zu schädigen. Auf der anderen Seite haben aber Veränderungen in der Geldmenge einen eindeutigen und vorhersehbaren Einfluß – sowohl auf die langfristige Entwicklung des Nominaleinkommens und der Preise als auch auf deren kurzfristige Schwankungen.

### Unbedeutende Finanzpolitik

Der Finanzpolitik räumt Friedman dagegen keinen signifikanten Einfluß auf die Entwicklung des Nominaleinkommens, auf Inflation oder Deflation oder auf zyklische Schwankungen ein. Nach seiner Ansicht haben auch die relativ starken Steuerensenkungen von 1964 keinen nennenswerten Effekt

auf den Einkommensstrom gehabt. Ohne eine unterstützende Geldpolitik wären diese Steuererleichterungen ohne expansive Wirkung auf das Nominaleinkommen geblieben.

1963 wuchs die Geldmenge, und 6 bis 10 Monate danach – bevor die Steuersenkungen überhaupt irgendwelche Wirkungen hätten haben können – expandierte die Wirtschaft, und damit auch das Einkommen, mit einer größeren Rate als zuvor. Hier argumentiert Friedman: Würde man diesen Effekt auf die Steueränderung zurückführen, so wäre das genauso, als wenn man den Hahenschrei für den Sonnenaufgang verantwortlich machte.

Anfang 1966 stoppte der Board die Geldexpansion wieder. Prompt folgte der Abschwung Anfang 1967, obwohl das Budget Ende 1966 ein Defizit aufwies, von dem allgemein eine expansive Wirkung erwartet wurde. 1967 wechselte der Board dann wiederum seine Politik und schaltete auf Expansion um: Nach 6 bis 9 Monaten folgte der wirtschaftliche Aufschwung! Hinsichtlich des Einflusses der Geldpolitik auf das wirtschaftliche Geschehen können sich also Friedman und seine Chicagoer Geldtheoretiker durchaus auf empirisch nachweisbare Fälle berufen.

In die nunmehr brandaktuelle geldpolitische Kontroverse griff das „Schwarze Schaf“ des Federal Reserve Systems – die Federal Reserve Bank von St. Louis – mit einer eigenen Stellungnahme ein und unterstützte Friedmans Thesen. In einer ihrer letzten Studien für 1968/69 untersuchte die Bank anhand von Quartalsveränderungen die Zusammenhänge zwischen der Entwicklung des Brutto-sozialprodukts, der Geldmenge und dem Ausgabe- und Steuerverhalten des Staates. Es gelang ihr dabei, die Veränderungen der Wachstumsraten des BSP durch die Änderungen monetärer Größen für den relativ langen Zeitraum von 1952 bis 1968 zu erklären. Die Veränderungen finanzpolitischer Größen spielten demgegenüber nur eine untergeordnete Rolle.

### Friedmansches Axiom

Nachdem Friedman somit die Finanzpolitik von dem ökonomischen Mythos befreit, ein wirtschaftspolitisches – wenn nicht sogar das ideale – Allheilmittel zu sein, formuliert er sein eigenes geldpolitisches Axiom:

*Eine vorherbestimmte, konstante, jährliche Wachstumsrate der Geldmenge ist der gegenwärtig betriebenen diskretionären Geldpolitik hinsichtlich der Vermeidung oder Milderung von Rezessionen bzw. inflationären Entwicklungen überlegen.*

Friedman tritt für diese starre Regelung ein, weil er glaubt, daß sie all die großen Fehler vermeiden

würde, die das Federal Reserve System in den vergangenen Jahrzehnten begangen hat. Nach Friedman wurden in der Nachkriegszeit größere Rezessionen gerade deshalb verhindert, weil seine Regel bereits unabweislich befolgt wurde.

Das geht gegen alle Neu-Keynesianer. Während nämlich Keynes selbst die Bedeutung der Geldpolitik noch durchaus sah, indem er eine fort-dauernde Politik des „billigen Geldes“ forderte, wiesen ihr die Politiker nur eine Nebenrolle zu. So legte der Radcliffe-Ausschuß das Geldproblem in den 50er Jahren „endgültig“ mit der Erklärung zu den Akten, „daß es keine Rolle spiele“. Diese Auffassung mußte Friedman im Alleingang überwinden.

#### Fixiertes Wachstum der Geldmenge

Der zweite Schritt seiner Theorie bestand nun in der Frage, „welche Rolle spielt es?“. Dabei stellte er zunächst klar, daß eine „monetaristische Orthodoxie“ genauso abzulehnen ist wie eine „keynesianische Strenggläubigkeit“. Auch Friedman erwartet nicht, daß Geldpolitik „alles leisten kann“. Er übersieht keineswegs die langen und variablen Verzögerungen zwischen den Veränderungen der Geldmenge und der Produktion, der Beschäftigung und Preisentwicklung – vor allem bei kurzfristiger Betrachtung. Er lehnt sowohl die fiskalische „Feinabstimmung“ als auch Veränderungen der Geldmenge als wirtschaftspolitisches Instrument ab und hält an der Regel eines „fixierten Wachstums der Geldmenge“ fest.

Die Auswirkung des Geldes auf die Wirtschaft wird seit Jahrhunderten diskutiert, und die Kontroversen, die mit den Merkantilisten begannen und sich über Ricardo, Fisher und Keynes bis zu Friedman fortsetzen, sind wohlbekannt. Historisch betrachtet teilt Friedman die Meinung der Mehrheit, daß geldpolitische Maßnahmen für Deflation und Inflation eine viel größere Rolle spielen als fiskalische. Ökonometrische Modelle (wie z. B. das der Brookings-Wharton-School) billigen monetären Kräften kurzfristig nur einen geringen Einfluß auf die Gesamtnachfrage zu. Und die Friedman-Meiselman-Studien und das M.I.T.-Modell (in Zusammenarbeit mit dem Federal Reserve Board) schreiben ihnen nur dann einen starken Einfluß zu, wenn es sich um lange und variable (nicht um kurzfristige) Verzögerungen handelt.

Inzwischen wenden sich immer mehr Keynesianer der Geldpolitik zu und zweifeln den Wert des Multiplikatorprinzips und steuerlicher Maßnahmen an. Man sucht zunehmend nach aussagekräftigen, wenn auch simpleren geldlichen Zusammenhängen. Friedmans Grundgedanke, willkürliche geldpolitische und fiskalische Maßnahmen durch die einfache Regel eines „Schrittmachers“ – das heißt

durch eine stetige Wachstumsrate der Geldmenge – zu ersetzen, stößt heute auf weniger Ablehnung als je zuvor. Überall sind sich die „Monetaristen“ darüber einig, daß Geld für das Funktionieren der Wirtschaft eine sehr große Rolle spielt und daß das Federal Reserve System über das Instrumentarium verfügt, um kurzfristig Veränderungen der Geldmenge zu steuern und zu kontrollieren.

#### Lehren aus der Geschichte

In den 30er Jahren führte die offen zugegebene Unfähigkeit der Geldpolitik, die Depression zu überwinden, zu einer wachsenden Verbreitung der Lehren von Keynes und zu einem Übergewicht fiskalpolitischen Denkens. Besonders Keynes war der Ansicht, daß die geldpolitischen Instanzen der USA gut daran taten, eine aggressive Expansionspolitik durchzuführen und „billiges Geld“ zur Verfügung zu stellen – ohne jedoch Erfolg damit zu haben!

Im Gegensatz dazu versuchte Friedman zu beweisen, daß der große wirtschaftliche Schrumpungsprozeß gerade für die Macht der Geldpolitik ein tragisches Zeugnis ablegte, da in erster Linie die geldpolitischen Instanzen die Deflation verursachten, als sie die Geldmenge bis 1933 um ein Drittel schrumpfen ließen. Der Board argumentierte damals, daß er der Rezession gegenüber machtlos sei, da andere Kräfte zu stark geworden wären. Gleichzeitig tat er aber alles, um diese Situation herbeizuführen, obwohl ein ungeheurer Liquiditätsbedarf bestand. Nach Friedmans Ansicht war die Restriktionspolitik von 1928 zwar nutzlos, richtete aber noch keinen Schaden an. Monetäre Bremsmaßnahmen schränkten damals bereits das Wirtschaftsleben ein, stoppten aber nicht den Börsenboom. Doch in der Folge wurde die Verknappung der Geldmenge fortgesetzt, obwohl der Liquiditätsbedarf eine verzweifelte Dringlichkeit angenommen hatte. Der Federal Reserve Board ließ sich durch den Zinssatz irreführen, den er als Indikator dafür betrachtete, ob eine Politik des „knappen“ oder „billigen Geldes“ zu betreiben sei. Ob Geld „knapp“ oder „billig“ ist, wird aber (nach Friedman) allein durch Veränderungen der Geldmenge, nicht durch den Zinssatz nachgewiesen.

#### Anti-Depressions-Gesetz . . .

Während Keynes gegen die Depression die Kur der effektiven Nachfrage auf der Grundlage fiskalpolitischer Maßnahmen und billigen Geldes entwickelte, baut Friedman auf die rechtzeitige Verhütung. Mit Eifer setzt er sich dafür ein, es gar nicht erst so weit kommen zu lassen, daß durch übertriebene Expansion oder Verknappung der Geldmenge Inflations- oder Deflationsprozesse

verursacht werden. Sein grundlegendes „Anti-Depressions-Gesetz“, das aus den Erfahrungen der 20er und 30er Jahre entwickelt wurde, stellt fest, daß „Geldpolitik das Geld daran hindern kann, selbst eine der Hauptursachen wirtschaftlicher Störungen zu werden“. „Was wir gelernt haben“, so fügt er hinzu, „ist das Vermeiden von Fehlern, wenn wir diese Erkenntnisse anwenden.“ Gleichzeitig empfiehlt er, drastische und sprunghafte Änderungen zur Vergrößerung oder Verringerung der Geldmenge zu vermeiden.

Das Geld soll der Wirtschaft sozusagen nur einen soliden Hintergrund bieten. Fehlt das Wachstum der Geldmenge, so schlägt für die Wirtschaft die „Stunde Null“ – d. h. der Beginn einer Rezession.

### ... verletzt

Das fehlende Wachstum des Geldvolumens im Jahre 1969 hat diese Situation für 1970 bereits geschaffen. Eine „milde“ Rezession ist – nach Friedman – unvermeidlich geworden. Diese Ansicht belegt er auch damit, daß er auf zu starke Veränderungen in der Geldpolitik eingeht: Im 2. Halbjahr 1968 wuchs die Geldmenge um 7% und förderte so die Inflation von 1969. Im Dezember 1968 wurde die Wachstumsrate auf die ganz annehmbare Höhe von 4,5% zurückgeschraubt, aber Ende April 1969 wurde jede weitere Erhöhung der Geldversorgung gestoppt (wenn man Geldumlauf und alle Depositeneinlagen heranzieht, verringerte sich die Geldmenge sogar). Das heilige Prinzip der Allmächtigkeit wurde in diesem Fall – im Hinblick auf die Inflationsbekämpfung – verletzt. Der Wechsel innerhalb eines halben Jahres von einer Zunahme der Geldmenge um 7% zu einem völligen Stillstand der Wachstumsrate mußte zwangsläufig zu Schwierigkeiten führen.

Das Bollwerk der Friedman-Gegner ist die mächtige Reserve Bank of New York unter ihrem traditionalistischen Präsidenten Haynes. Seine Gruppe lehnt die These ab, nach der eine Veränderung der Geldmenge die für den wirtschaftlichen Wandel wirklich entscheidende Größe ist. Das allerdings stört Friedman wenig. Denn die Fehler des Federal Reserve Systems in der Vergangenheit (zu ausgedehnte Perioden knappen oder billigen Geldes) haben den Board ruhiger werden lassen. Was Friedman dagegen verärgert, ist die Tatsache, daß der Federal Reserve Board immer noch unsicher reagiert und versäumt, zwischen kurz- und langfristigen Wirkungen geldpolitischer Veränderungen zu unterscheiden; und daß er die Konzeption von den Beziehungen zwischen knappem oder billigem Geld und die im Laufe der Zeit darauf erfolgenden Reaktionen der Zinssätze offensichtlich nicht verstehen will. Nach seiner Ansicht schenkt man den Zinssätzen immer noch zu viel und der Geldmenge zu wenig Beachtung.

### Der Friedman der Praxis

Eine Inflation, ein schnelles Ansteigen der Preise, wie es die USA jetzt erleben, kann nur dann stattfinden, wenn die Geldmenge – unter angemessener Berücksichtigung der zeitlichen Verzögerung – schneller zunimmt als der Vorrat an Gütern und Dienstleistungen. Die Inflation ist deshalb in erster Linie ein geldpolitisches Phänomen, das weniger durch fiskalische Defizite und Lohnkostenauftrieb verursacht wird. Zur Frage von Haushaltsdefiziten ist zu sagen, daß Friedman sie – wenn auch nicht im Zusammenhang mit inflationären Entwicklungen – natürlich ablehnt. Er wirft dem Staat ganz einfach Unfähigkeit bei seiner Ausgabenpolitik vor. Das monetäre Gleichgewicht bleibt erhalten, solange der Staat Defizite mit echten Ersparnissen der Allgemeinheit finanziert. Das kann nach seiner Ansicht schon deshalb nicht inflationär wirken, da der Sparer für jeden vom Staat aufgenommenen und ausgegebenen Dollar einen Dollar weniger ausgibt. Und wenn Staatsausgaben gleich welcher Größenordnung durch Einnahmen gedeckt sind, bleiben die monetären Wirkungen neutral. Wenn dagegen der Federal Reserve Board die Finanzierung von Defiziten durch Kredite erleichtert, wird eine Inflation auf diesem Umweg herbeigeführt.

Der Lohnkostendruck verursacht von sich aus keine Inflation, wenn er nicht von einer Geldmengenausweitung begleitet wird. In den frühen 60er Jahren blieben die Preise trotz Haushaltsdefiziten und Lohnkostendruck und trotz einer mäßig expandierenden Wirtschaft relativ stabil, da die Geldmenge um nur 3% jährlich stieg. Von 1965 bis Anfang 1966 wuchs die Geldversorgung dagegen um 6%, die Ausgaben stiegen, und der inflationäre Trend verstärkte sich, obwohl die Haushaltsdefizite geringfügig und das Lohnniveau stabiler waren. Von Ende 1966 bis 1967 erhöhte sich die Geldversorgung dann um 7%, und dieser Trend verstärkte sich 1968 sogar noch – mit der Folge, daß offensichtlich unkontrollierte Preissteigerungen verursacht wurden.

Insgesamt besteht die wichtigste Leistung Friedmans darin, daß er die Geldpolitik aus zu engen Bindungen befreit hat. Er hat der Geldmenge jetzt wieder die zentrale Rolle für das wirtschaftliche Geschehen zugebilligt und ihr eine neue Bedeutung gegeben. Der Federal Reserve Board zögert noch. Aber inzwischen betrachtet auch Dr. Burns die Geldpolitik ihrer Natur nach als „eines der geeignetsten Instrumente für eine wirtschaftliche Stabilisierung“ und beabsichtigt nicht nur, dieses Instrument „flexibel und verantwortungsbewußt für unerwartete Änderungen bereitzuhalten“, sondern auch „starke Schwankungen in der Geldpolitik zu vermeiden“. Ist das schon das Zeichen einer Kursänderung?