

Willms, Manfred

**Article — Digitized Version**

## Monetäre Zwischenziele europäischer Zentralbanken: [Vortrag gehalten ... am 1.10.1977 in Wiesbaden]

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Willms, Manfred (1978) : Monetäre Zwischenziele europäischer Zentralbanken: [Vortrag gehalten ... am 1.10.1977 in Wiesbaden], Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 58, Iss. 3, pp. 154-160

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135173>

**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.*

## Monetäre Zwischenziele europäischer Zentralbanken

Manfred Willms, Kiel \*)

**Die Geldpolitik der europäischen Zentralbanken unterlag in den letzten Jahren beträchtlichen Veränderungen. In ihnen spiegeln sich die jeweiligen Vorstellungen über die Wirkungen der monetären Variablen auf den realen Sektor der Volkswirtschaft wider. Professor Manfred Willms analysiert die Entwicklungen.**

Die Geldpolitik ist durch einen größeren Informationsmangel als die meisten anderen Wirtschaftspolitiken gekennzeichnet. Bei der Fiskalpolitik oder der Wechselkurspolitik kann der Einfluß einer Variation der Instrumentenvariablen auf die gesamtwirtschaftlichen Endzielvariablen relativ gut abgeschätzt werden. So beeinflußt beispielsweise eine Änderung des Einkommensteuersatzes den privaten Konsum und eine Wechselkursänderung die Importe und Exporte in einer annähernd vorhersehbarer Weise.

Bei der Geldpolitik ist demgegenüber nicht bekannt, in welchem Ausmaß und in welchem Zeitablauf eine Änderung des Diskontsatzes oder des Mindestreservesatzes die Inflationsrate, die Beschäftigung oder eine andere Endzielvariable beeinflusst. Dies ist darauf zurückzuführen, daß keine vollständigen Informationen über die Verbindungen zwischen dem monetären und dem realen Sektor einer Volkswirtschaft vorliegen. Die empirischen Erkenntnisse über die Übertragung monetärer Impulse auf die realen Variablen und über die Rückwirkungen des realen Sektors auf den monetären Sektor sind noch relativ unbefriedigend.

\*) Vortrag gehalten auf der Tagung der Société Universitaire Européenne de Recherches Financières (SUERF) „New Approaches in Monetary Policy“ am 1. Oktober 1977 in Wiesbaden.

---

*Prof. Dr. Manfred Willms, 43, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre und Direktor des Seminars für Wirtschaftspolitik und Strukturpolitik an der Christian-Albrechts-Universität in Kiel. Das Schwergewicht seiner Forschung liegt auf dem Gebiet der Geld- und Währungspolitik.*

Um die Informationslücke hinsichtlich der Verknüpfung zwischen den monetären Instrumentenvariablen und den gesamtwirtschaftlichen Endzielvariablen zu verringern, verwenden die Zentralbanken monetäre Zwischenzielvariablen. Monetäre Zwischenzielvariablen sind endogene Variablen, die Elemente im Transmissionsmechanismus der Geldpolitik darstellen. An sie werden besondere Anforderungen gestellt. Eine monetäre Zwischenzielvariable sollte eng mit der gesamtwirtschaftlichen Endzielvariablen verknüpft und durch die Zentralbank mittels der vorhandenen geldpolitischen Instrumente kontrollierbar sein.

### Gesamtwirtschaftliche Endziele

Die Wahl einer monetären Zwischenzielvariablen durch die Zentralbank hängt primär von den folgenden Faktoren ab:

- der gesamtwirtschaftlichen Endzielvariablen der Geldpolitik,
- der Hypothese über den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik,
- dem politischen Rahmen der Geldpolitik,
- dem internationalen Währungssystem.

In den meisten Ländern ist die gesamtwirtschaftliche Endzielvariable der Geldpolitik ziemlich vage festgelegt. Üblicherweise werden als Zielgrößen ein stabiles Geldsystem oder die Realisierung stabiler monetärer Bedingungen angegeben. In der Praxis verfolgt die Geldpolitik die Verwirklichung gesamtwirtschaftlicher Ziele wie die Vollbeschäftigung, eine hohe reale Wachstumsrate der Wirtschaft, ein stabiles Preisniveau und/oder eine ausgeglichene Zahlungsbilanz. In einigen Ländern

ist die Zentralbank verpflichtet, gesamtwirtschaftliche Ziele der Regierungen zu unterstützen, wie etwa die Verringerung der Zinslast der Staatsverschuldung, die Erhöhung der Auslandsverschuldung oder die Verbesserung der Einkommens- und Vermögensverteilung.

Die gesamtwirtschaftlichen Endziele variieren von Land zu Land und von Zeit zu Zeit. Das gleiche gilt auch für die monetären Zwischenziele. Befindet sich die Volkswirtschaft in einer Unterbeschäftigungssituation, kann das monetäre Zwischenziel der Zentralbank darin bestehen, staatliche Wertpapiere aufzukaufen, um zusätzliche Staatsausgaben zu finanzieren. Wenn die Volkswirtschaft unter einer Inflation leidet, kann das monetäre Zwischenziel der Zentralbank in einer verringerten Wachstumsrate des Geldangebots bestehen. Falls die Regierung ihre Auslandsverschuldung zu erhöhen wünscht, kann ein hoher inländischer Zinssatz das vorherrschende Zwischenziel der Geldpolitik sein.

#### Zins und Bankenliquidität

Neben diesen praktischen Aspekten der Verfolgung makroökonomischer Endziele wird die Auswahl eines monetären Zwischenziels durch die zugrunde gelegte Theorie über die Wirkung der monetären Variablen auf den realen Sektor der Volkswirtschaft beeinflusst. Sowohl die in den Zentralbanken Verantwortlichen als auch die Wirtschaftswissenschaftler gehen von verschiedenen Hypothesen über den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik aus. Eine Gruppe sieht die Zinssätze als die entscheidende monetäre Zwischenvariable an, die den finanziellen mit dem realen Sektor der Volkswirtschaft verbindet. Nach diesem Ansatz wird die vorhandene Vermögensstruktur – Geld, anderes finanzielles Vermögen und Realkapital – durch eine bestimmte Zinsstruktur im Gleichgewicht gehalten. Eine Verringerung der Zinssätze für finanzielles Vermögen aufgrund einer expansiven Geldpolitik stört dieses Gleichgewicht und macht die Anlage in Realkapital im Vergleich zu finanziellem Vermögen attraktiver. Somit sollte bei gegebener Risiko- und Gewinnerwartung im Hinblick auf das Realkapital eine Senkung der Zinssätze für finanzielles Vermögen zu zusätzlichen Investitionen in das Realkapital führen und die Beschäftigung erhöhen. Dieser Effekt wird unterstützt durch den stimulierenden Einfluß verminderter Zinsen für Kredite und Anleihepapiere auf die Finanzierungskosten der Kapitalbildung. Als Folge davon wird eine Verringerung der Zinssätze als expansive Geldpolitik und eine Erhöhung der Zinssätze als kontraktive Geldpolitik interpretiert.

Eine andere Gruppe von in den Zentralbanken Verantwortlichen und von Wirtschaftswissenschaftlern benutzt die Liquidität des Geschäftsbankensystems als monetäre Zwischenvariable. Nach ihrem Ansatz beeinflusst eine Expansion oder eine Kontraktion der Bankenliquidität oder der Liquiditätsquote der Geschäftsbanken die Kreditkonditionen und somit die Ausgabenentscheidungen des privaten Sektors der Volkswirtschaft. Eine Erhöhung der Bankenliquidität wird daher als eine expansive Geldpolitik angesehen, während eine Verringerung der Bankenliquidität als kontraktive Politik bezeichnet wird.

#### Geldmenge

Die Vertreter der modernen Quantitätstheorie ziehen die Geldmenge als Zwischenzielvariable der Geldpolitik vor. Sie behaupten, daß die Nachfrage nach Realkasse eine relativ stabile Funktion des Realeinkommens und der Zinssätze ist. Daher führt eine übermäßige Expansion der nominalen Geldmenge zu einer Differenz zwischen der tatsächlichen und der gewünschten Geldmenge. Jede derartige Differenz schafft eine Überschufnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen. Nach der monetaristischen Theorie beeinflusst eine Änderung der monetären Aggregate Investitionen und Konsum vor allem über den Vermögensseffekt. Nach den Monetaristen können unerwartete Änderungen der Wachstumsrate der nominalen Geldmenge einen beträchtlichen Einfluß auf die realen Variablen ausüben. Änderungen der Wachstumsraten der nominalen Geldmenge werden hauptsächlich für die zyklischen Schwankungen der Wirtschaftsaktivität verantwortlich gemacht. Der langfristige Wachstumspfad der Geldmenge determiniert in Relation zum langfristigen Wachstumspfad des realen Sozialprodukts die Entwicklung des Preisniveaus einer Volkswirtschaft. Im analytischen System der modernen Quantitätstheorie führt eine anhaltende exzessive Expansion der Geldmenge nur noch zur Inflation und hat langfristig keine Auswirkungen auf das reale Wirtschaftswachstum und die Beschäftigung.

Abgesehen von dem Endziel der Geldpolitik und von der Theorie des Transmissionsmechanismus, die von der Zentralbank zugrunde gelegt wird, ist der politische Rahmen, insbesondere die rechtliche und institutionelle Beziehung zwischen der Regierung und der Zentralbank, für die Wahl einer bestimmten monetären Zwischenzielvariablen wichtig. Der politische Rahmen wird vor allem durch den Grad der Abhängigkeit der Zentralbank widerspiegelt. Wenn die Zentralbank mehr oder weniger ein ausführendes Organ des Finanzministeriums ist, hat sie ihre Geldpolitik auf die

gesamtwirtschaftlichen Endziele der Regierung auszurichten. In diesem Falle kann die Zentralbank keine unabhängige Politik betreiben.

Weil die Regierungspolitik in einer demokratischen Gesellschaft häufig kurzfristig orientiert ist und sehr stark durch Wahltermine bestimmt wird, ist die Zentralbankpolitik vielfach dem „politischen Zyklus“ ausgesetzt. Unter derartigen Bedingungen hat die Zentralbank entweder enorme Ausgabenprogramme der Regierung zu finanzieren, eine Politik der niedrigen Zinssätze durchzuführen oder die Volkswirtschaft mit zusätzlicher Liquidität zu versorgen. Die langfristigen inflationären Impulse und die negativen Beschäftigungseffekte einer solchen Politik werden von den verantwortlichen Politikern aufgrund ihrer wahltaktischen Überlegungen meist bewußt negiert. Im Gegensatz zu einer solchen Politik kann eine unabhängige Zentralbank sich dem langfristigen Ziel der Geldpolitik widmen, nämlich die Volkswirtschaft mit demjenigen Geldangebot zu versorgen, das für eine nicht inflationäre Expansion der Produktionskapazität notwendig ist.

Ein weiterer Faktor, der die Wahl einer monetären Zwischenzielvariablen beeinflusst, ist das jeweils bestehende internationale Währungssystem. In einem System fester Wechselkurse wird die Geldmenge einer kleinen offenen Volkswirtschaft zu einer endogenen Variablen. Daher hat es nicht viel Sinn, ein quantitatives Ziel für die Geldmenge oder das Kreditvolumen zu verwenden. Nur in einem System relativ flexibler Wechselkurse können die monetären Aggregate kontrolliert werden und damit zu einer relevanten monetären Zwischenzielvariablen werden.

Solange Inflation und Unterbeschäftigung zyklische ökonomische Phänomene waren, konnten die Zentralbanken eine Geldpolitik betreiben, die auf der traditionellen Sicht des Transmissionsmechanismus basierte. Trotz einiger Probleme, die mit der Verwendung von Zinssätzen und der Bankenliquidität als Zwischenzielvariablen verbunden waren, kehrten die Volkswirtschaften, bei denen der Anpassungsprozeß nicht zu stark durch Regierungsinterventionen gestört wurde, zu einem nicht-inflationären Vollbeschäftigungsgleichgewicht zurück.

### **Weltweite Inflationsprobleme**

Seit den frühen siebziger Jahren ist die Inflation jedoch zu einem Dauerproblem der westlichen Industrieländer geworden. Infolgedessen wurde die Verringerung der Inflationsrate zum wichtigsten Endziel der Wirtschaftspolitik.

Das Problem der Inflation beeinflusste auch die Wahl der Theorie über den Transmissionsmechanismus

der Geldpolitik von seiten der Zentralbanken. Wegen des Inflationsproblems wurden die traditionellen Theorien über den Transmissionsmechanismus und die entsprechenden monetären Zwischenzielvariablen mehr und mehr in Frage gestellt. Es wurde beispielsweise erkannt, daß insbesondere unter inflationären Bedingungen die Zinssätze nicht mehr eine zuverlässige Zwischenzielvariable für die Bestimmung des Einflusses der Geldpolitik auf den realen Sektor der Volkswirtschaft darstellen. Der sogenannte Einkommens-Effekt und der Preiserwartungs-Effekt auf die Zinssätze, von Wickseil und Fisher bereits vor Jahrzehnten aufgezeigt, sind wiederentdeckt worden.

Nach der modernen monetären Theorie führt eine expansive Geldpolitik nur kurzfristig zu einer Verringerung der Zinssätze. Nach einigen Monaten beginnen die Zinssätze bei einem allgemeinen Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität zu steigen. Dies ist der Wicksell-Effekt. Nach derselben Theorie kommt es zu einem weiteren Anstieg der Zinssätze, wenn das Preisniveau steigt. Ein Anstieg des Preisniveaus führt auf der einen Seite zu einer Verbesserung der ökonomischen Situation der Nettoschuldner. Auf der anderen Seite führt er zu einer Verschlechterung der Situation der Nettogläubiger. Daher werden neue Geldgeber nur dann bereit sein, finanzielle Mittel an neue Kreditnehmer zu transferieren, wenn letztere ihrerseits bereit sind, einen Zinssatz zu zahlen, der die erwartete Inflationsrate zumindest teilweise abdeckt. Somit enthält unter inflationären Bedingungen der beobachtete Zinssatz die erwartete Inflationsrate. Wegen dieses Sachverhalts werden die Zinssätze bei einer Inflation zu einer unzuverlässigen monetären Zwischenzielvariablen.

### **Liquiditätsquote**

Für wirtschaftspolitische Entscheidungen kommt es auf den realen Zinssatz an. Es ist jedoch äußerst schwierig, diesen Zinssatz unter inflationären Bedingungen zu ermitteln. Wegen dieser Problematik trennten sich die meisten Zentralbanken in der jüngsten Periode von den Zinssätzen als Zwischenzielvariablen der Geldpolitik.

Die Liquiditätsquote der Geschäftsbanken ist immer ein theoretisch schwaches Zwischenzielkonzept der Zentralbanken gewesen. Bei vielen Gelegenheiten haben Wirtschaftswissenschaftler darauf hingewiesen, daß es keine konsistente Beziehung zwischen der Bankenliquidität und der wirtschaftlichen Aktivität gibt. In der Bundesrepublik Deutschland wurde dies offensichtlich, als die Bundesbank im Jahre 1973 eine restriktive monetäre Politik verfolgte. Während dieser Zeit ging die Liquiditätsquote der Geschäftsbanken fast auf

Null zurück. Die Erfahrung zeigte, daß das Bankensystem bei einer extremen Hochzinspolitik auch ohne seinen sonst üblichen Bestand an liquiden Reserven arbeiten konnte.

Die Entwicklung von 1973 mag die Bundesbank beeinflusst haben, die Verfolgung eines Liquiditätsziels zumindest teilweise aufzugeben. Ähnliche Beobachtungen mögen andere Zentralbanken veranlaßt haben, nach einer anderen monetären Zwischenzielvariablen Ausschau zu halten.

Eine derartige monetäre Zwischenzielvariable wurde von der neuen monetaristischen Geldtheorie angeboten, die in den späten sechziger Jahren entwickelt worden ist. Nach diesem neuen Ansatz üben unerwartete Änderungen der Geldmenge einen bedeutenden Einfluß auf die realen wirtschaftlichen Variablen aus, während die langfristige Wachstumsrate der Geldmenge die Inflationsrate determiniert. Wegen des Problems der zunehmenden Inflation und des Drucks, den die Inflation durch das Wählerverhalten auf Politiker und Zentralbanken ausübte, fanden die Empfehlungen der Monetaristen bei den politischen Entscheidungsträgern mehr und mehr Beachtung.

Zusätzlich verstärkte der Übergang von einem internationalen Währungssystem mit festen Wechselkursen zu einem mit flexibleren Kursen die Tendenz, das Geldangebot als Zwischenzielvariable der Geldpolitik zu wählen. Bei festen Wechselkursen war es für jede nicht dominierende Volkswirtschaft schwierig, die Expansion ihrer Geldmenge zu kontrollieren. Nur kurzfristig war eine Neutralisierung der Kapitalzuflüsse und ihres Einflusses auf die Geldmenge möglich. Langfristig wurde in jeder kleinen offenen Volkswirtschaft die inländische Geldmenge und damit die Inflationsrate durch die Expansion der Weltgeldmenge determiniert. Daher konnte in einem System fester Wechselkurse die inländische Geldmenge keine wichtige Zwischenzielvariable der Geldpolitik sein. Somit war der Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems eine Voraussetzung für die Einführung von quantitativen monetären Zwischenzielen.

#### Hinwendung zum Geldmengenziel

Betrachtet man die jüngste Entwicklung in der Geldpolitik der elf europäischen Länder, die hier untersucht werden, nämlich Belgien, die Bundesrepublik Deutschland, Dänemark, Großbritannien, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, die Niederlande, Norwegen und die Schweiz, so kann eine beträchtliche Änderung in der Einstellung gegenüber den monetären Zwischenzielen beobachtet werden. Viele dieser Länder gaben die traditionellen monetären Zwischenzielvariablen wie Zins-

sätze oder Liquiditätsquote der Geschäftsbanken auf und ersetzten sie durch eine Geldmengengröße. Die Bundesrepublik und die Schweiz begannen mit diesem Experiment im Jahre 1975. Andere Länder wie Frankreich, Großbritannien und Irland folgten im Jahre 1977. Diese fünf Staaten benutzen unterschiedliche Definitionen der Geldmenge als monetäre Zwischenzielvariable und kündigen deren Wachstumsraten jährlich im voraus an. Auch in den Niederlanden nahm die Bedeutung der Geldmenge während der letzten Jahre als Zwischenzielvariable der Geldpolitik zu. Auf der anderen Seite änderten Länder wie Norwegen, Finnland und Italien ihre monetären Zwischenzielvariablen nicht. Ihre Zentralbanken verwenden bereits seit einer relativ langen Zeit verschiedene Definitionen des Kreditvolumens als monetäre Zwischenzielvariablen.

Somit basiert inzwischen die Geldpolitik von neun der elf europäischen Zentralbanken auf quantitativen Zwischenzielvariablen. Nur zwei Zentralbanken, die Nationalbanken von Belgien und von Dänemark, legen keine quantitativen Zwischenziele fest. Die Nationalbank von Belgien erklärt, daß Geldpolitik „im Grunde eine zu komplexe Materie sei, als daß es möglich wäre, ihre Wirkungen mit einer aus einem Guß bestehenden Formel einzufangen“.

#### Motive der Notenbanken

Der Hauptgrund für die Einführung der Geldmenge als Zwischenzielvariable der Geldpolitik war der Kampf gegen die Inflation. Dies wird bei der Bundesrepublik, der Schweiz und in Frankreich ganz deutlich. Durch die Ankündigung bestimmter Wachstumsraten monetärer Aggregate wollten die Zentralbanken die Inflationserwartungen brechen. Sie wollten zum Ausdruck bringen, daß sie nur eine begrenzte Nachfrageexpansion finanzieren würden, daß ein Druck der Gewerkschaften zugunsten übermäßiger Lohnerhöhungen nicht durch eine exzessive Geldpolitik unterstützt werden würde, so daß eine auftretende Unterbeschäftigung eindeutig einer derartigen Gewerkschaftspolitik zugeordnet werden kann, daß die Möglichkeiten der Unternehmen für Preis erhöhungen nur sehr begrenzt sein würden und schließlich, daß die Haushaltsdefizite der Regierung nicht durch die Notenpresse finanziert werden würden. Nur in Großbritannien mögen die Motive für die Einführung einer Zielvariablen für die Geldmenge andere gewesen sein. Offensichtlich kündigte der Schatzkanzler eine Wachstumsrate für  $M_3$  für das Finanzjahr 1977 nur deshalb an, weil der Internationale Währungsfonds die Beschränkung der Geldmengenexpansion zur Auflage für eine weitere Kreditgewährung gemacht hatte.

Die Kreditmengen, die als monetäre Zwischenziele in Norwegen, Finnland und Italien dienen, sind nicht zur Bekämpfung der Inflation eingeführt worden. In Norwegen steht hinter der Steuerung der Kreditmengen die Absicht, die Kredite entsprechend den bestehenden politischen Prioritäten auf die einzelnen Unternehmen zu verteilen. Die Regierung und das Parlament versuchen, ihre ökonomischen Ziele über die Rationierung der Kredite in stark gelenkten Märkten zu erreichen. In Finnland und Italien ist die Wahl der Kreditmenge als monetäre Zwischenzielvariable im Zusammenhang mit der Auslandsverschuldung dieser Länder und ihren Zahlungsbilanzproblemen zu sehen. Neben dem inländischen Kreditvolumen versuchen die Zentralbanken, die im Ausland aufgenommenen Kredite zu kontrollieren. Der Grund hierfür ist, daß ein Anstieg der Auslandsanleihen zu einer weiteren Zunahme der Auslandsverschuldung dieser Länder führt und ein Defizit in der Leistungsbilanz schafft. Beide Effekte mögen wirtschaftspolitisch nicht als erwünscht angesehen werden.

Fast alle europäischen Zentralbanken versuchen, nicht nur ein monetäres Zwischenziel, sondern mehrere Ziele gleichzeitig zu verfolgen. Es muß darauf hingewiesen werden, daß dies nicht nur theoretische Probleme macht, sondern auch in der Praxis häufig unmöglich ist. So kann beispielsweise eine Zentralbank nicht gleichzeitig ein Zinssatzziel und ein Geldmengenziel verfolgen. Wird ein Zinssatzziel gewählt, so wird das Geldangebot zu einer endogenen Variablen und umgekehrt. Dies ist natürlich ein extremes Beispiel. Eine Zentralbank wird jedoch auch Schwierigkeiten haben, gewisse Wachstumsraten der verschiedenen monetären Aggregate gleichzeitig zu realisieren.

#### Unterschiedliche Geldmengenaggregate

Sind die verschiedenen Geld- und Kreditmengen, an denen sich die Zentralbanken orientieren, gleich gute monetäre Zwischenziele? Um diese Frage zu beantworten, soll zuerst eine Bewertung der verschiedenen Geldmengenaggregate vorgenommen werden. Vier unterschiedliche Definitionen der Geldmenge werden von sechs verschiedenen Zentralbanken benutzt. Die Deutsche Bundesbank verwendet das Zentralbankgeld, die Schweizerische Nationalbank und die Nederlandsche Bank  $M_1$ , die Banque de France  $M_2$  und die Bank of England und die Central Bank of Ireland  $M_3$ .

Die wichtigsten Kriterien für die Verwendbarkeit einer monetären Zwischenzielvariablen sind eine enge Beziehung zur Endzielvariablen der Geldpolitik sowie die Kontrollierbarkeit der Zwischenzielvariablen. Da  $M_1$  eine monetäre Größe ist, die

die unmittelbare Kaufkraft in einer Volkswirtschaft widerspiegelt, wird sie als Zwischenzielvariable von vielen Ökonomen bevorzugt. Empirische Analysen lassen ebenfalls erkennen, daß  $M_1$  in enger Beziehung zur Entwicklung der wirtschaftlichen Aktivität steht. Die Verwendbarkeit eines monetären Aggregats als geldpolitisches Zwischenziel hängt jedoch in einem gewissen Ausmaß von den institutionellen Gegebenheiten innerhalb des finanziellen Sektors eines Landes ab. Sind beispielsweise Termineinlagen enge Substitute für Sichteinlagen, so können Änderungen der Zinssätze auf Termineinlagen beträchtliche Verschiebungen zwischen diesen beiden Einlagearten verursachen und damit  $M_1$  und  $M_2$  in unterschiedliche Richtungen beeinflussen. In diesem Fall ist der Informationsgehalt einer Verwendung von  $M_1$  als monetäre Zwischenzielvariable geringer geworden, und es kann zweckmäßiger sein, ein anderes monetäres Aggregat zu wählen. Wegen der großen Umschichtungen zwischen Sichteinlagen, Termineinlagen und Spareinlagen, die während der letzten Jahre stattfanden, sind einige Zentralbanken dazu übergegangen,  $M_3$  als Zwischenzielvariable zu verwenden. Es ist jedoch zu beachten, daß  $M_3$  einen großen Teil von Einlagen enthält, die nicht unmittelbar als Kaufkraft genutzt werden können.

Unter dem Gesichtspunkt der Kontrollierbarkeit ist die Zentralbankgeldmenge die vorzuziehende Zwischenzielvariable. Sie kann unmittelbar durch geldpolitische Maßnahmen beeinflusst werden. Dies gestaltet sich schwieriger bei  $M_1$  und wird zu einem noch größeren Problem bei den weitergefaßten Geldmengenbegriffen. Die Kontrolle von  $M_1$  oder einer anderen Geldmenge erfordert permanente Anpassungen des Bestandes an Zentralbankgeld. Daher könnte es einfacher sein, das Zentralbankgeld zu kontrollieren und die anderen monetären Aggregate sich anpassen zu lassen.

Leider besteht kurzfristig keine systematische Beziehung zwischen den Änderungen der Zentralbankgeldmenge und den Änderungen der anderen monetären Aggregate. Allerdings determiniert der Expansionspfad der Zentralbankgeldmenge die trendmäßige Entwicklung der anderen monetären Aggregate. Diese Beobachtung zeigt, daß die Zentralbankgeldmenge eindeutig das langfristige Wachstum der anderen monetären Aggregate bestimmt.

Dieser Tatbestand mag die Deutsche Bundesbank veranlaßt haben, die Zentralbankgeldmenge als monetäre Zwischenzielvariable zu verwenden. Mit der Wahl einer ganz bestimmten Definition der Zentralbankgeldmenge versuchte die Bundesbank offensichtlich, eine Zwischenzielvariable zu verwenden, die einerseits leicht zu kontrollieren ist

und die andererseits eine relativ stabile Beziehung zu den ökonomischen Aktivitäten sogar unter den extremen Bedingungen der siebziger Jahre aufwies. Die Definition der Zentralbankgeldmenge, die von der Bundesbank benutzt wird, ist definitorisch sehr eng an die Geldmenge  $M_3$  angelehnt. Somit kontrolliert die Bundesbank über das Zentralbankgeld die Geldmenge  $M_3$ .

Wird anstelle der Geldmenge das Kreditvolumen als monetäres Zwischenziel der Zentralbank verwendet, ergeben sich auch hier wieder Abgrenzungsprobleme. Die umfassendste Definition ist die des gesamten inländischen Kreditvolumens. Das gesamte inländische Kreditvolumen umfaßt Kredite des Bankensektors, der Spezialkreditanstalten sowie die Mittel, die am Markt für festverzinsliche Wertpapiere, durch die Ausgabe von Aktien und durch das Ausland aufgebracht worden sind. Die Kontrolle des gesamten inländischen Kreditvolumens erfordert beträchtliche Interventionen auf fast allen Finanzmärkten. Daher ist die Wahl des gesamten inländischen Kreditvolumens als monetäre Zwischenzielvariable ein erster Schritt in Richtung auf eine Planwirtschaft. Hinzu kommt, daß die Kontrolle des gesamten inländischen Kreditvolumens nichts mit der Kontrolle der Kaufkraft und der Inflation in einer Volkswirtschaft zu tun hat. Der Grund hierfür ist, daß man nicht zwischen echten Ersparnissen und Geldmitteln unterscheiden kann, die durch Kreditschöpfung bereitgestellt werden. Unternehmen, Haushalte und Finanzierungsinstitutionen, die nicht dem Bankensektor angehören, können keine zusätzlichen Kredite schöpfen. Nur der Bankensektor hat diese Möglichkeit. Daher ist der Bankkredit eine ausreichende und angemessene Zwischenzielvariable der Geldpolitik.

Die Verwendung des Bankkredits als Zwischenzielvariable hat den Vorteil, daß er gemeinsam mit der Geldmenge determiniert wird. Betrachtet man ihn vor dem Hintergrund einer Portfoliotheorie des finanziellen Sektors, so ergibt sich kein großer Unterschied hinsichtlich der Verwendung des Bankkredits oder der Geldmenge als Zwischenzielvariable der Zentralbank. Beide Variablen sind durch Buchungsidentitäten und Verhaltensgleichungen miteinander verknüpft. Eine Folge davon ist, daß die direkte Kontrolle des Bankkredits eine indirekte Kontrolle der Geldmenge impliziert und eine direkte Kontrolle der Geldmenge eine indirekte des Bankkredits beinhaltet.

### Erfolg der Geldmengenpolitik

Welches waren die bisherigen Auswirkungen der Einführung von monetären Aggregaten als Zwischenzielvariablen der Geldpolitik? Eine klare

Antwort auf diese Frage kann nur für jene Länder gegeben werden, die die monetären Aggregate über eine längere Zeit bewußt steuern, um die Inflation zu bekämpfen. Es gibt nur zwei derartige Länder, für die dies zutrifft: die Schweiz und die Bundesrepublik Deutschland. Beide Länder betreiben seit mehr als drei Jahren eine Antiinflationpolitik über die Kontrolle der Geldmenge. Beide Staaten verzeichneten die größten Erfolge bei der Verringerung der Inflationsrate. In der Schweiz ging die Wachstumsrate des Verbraucherpreisindex von 9,8% im Jahre 1974 auf 1,2% im ersten Halbjahr 1977 zurück. In der Bundesrepublik Deutschland fiel die Wachstumsrate des Verbraucherpreisindex im selben Zeitraum von 7% auf 3,9%. Während dieser Zeit konnte die Inflationsrate in der Schweiz um 87,8% und in der Bundesrepublik um 44,3% verringert werden. Alle anderen Länder waren bei der Verringerung der Preissteigerungsrate bei weitem nicht so erfolgreich. Dieses Ergebnis zeigt, daß eine konsequente Kontrolle der Geldmenge die Inflationsrate nachhaltig vermindern kann.

Die Kontrolle des Wachstums einer Geldmengenvariablen ist nicht das einzige Instrument zur Verringerung der Inflationsraten. Zwischen 1975 und heute verringerte sich die Inflationsrate auch in jenen Ländern, die nicht eine strenge Politik der Kontrolle der Geldmenge verfolgten. In diesen Staaten konnte die Inflationsrate jedoch nicht so stark verringert werden wie in den anderen. In welchem Ausmaß dieses Ergebnis auf die Wahl einer ungeeigneten monetären Zwischenzielvariablen oder auf die fehlende Bereitschaft der politischen Entscheidungsträger, die Inflation zu bekämpfen, zurückzuführen ist, ist schwierig zu beurteilen. Dennoch ist ganz offensichtlich, daß in Ländern wie Dänemark, Frankreich und Italien, in denen sich im Jahre 1976 die Wachstumsrate der Geldmenge ( $M_1$ ) im Vergleich zu 1975 erhöhte, die Inflationsrate im Jahre 1977 erneut zu steigen begann.

### Rationale Erwartungen

Im Gegensatz zu der engen Beziehung zwischen Geldmenge und Inflation konnte eine systematische Beziehung zwischen Änderungen der Wachstumsrate der Geldmenge und Änderungen der wirtschaftlichen Aktivität nicht festgestellt werden. In vielen Ländern waren 1976 die Wachstumsraten des realen Outputs höher als diejenigen von 1975 – trotz einer beträchtlichen Verringerung der Wachstumsraten der Geldmenge. Diese Ergebnisse weisen darauf hin, daß in der betrachteten Zeit Geld keinen dominierenden Einfluß auf die realen Variablen ausgeübt hat. Eine derartige Beobachtung scheint im Widerspruch zu der Theorie der Monetaristen zu ste-

hen, nach der Änderungen der Wachstumsraten der Geldmenge auch den realen Sektor der Volkswirtschaft beeinflussen. Nach neueren Entwicklungen in der makroökonomischen Theorie spielen jedoch Erwartungen eine bedeutende Rolle bei der Transmission der monetären Impulse. Wenn die Wirtschaftssubjekte über einen langen Zeitraum Inflation erlebt haben, lernen sie die Inflationsursachen verstehen und rationale Erwartungen zu entwickeln.

Die Hypothese von den rationalen Erwartungen impliziert, daß die Wirtschaftseinheiten die Wirkungen einer übermäßigen Expansion der Geldmenge kennen. Sie antizipieren den inflationären Effekt einer derartigen Politik. Als Folge davon stimuliert eine exzessive monetäre Politik nicht das Wachstum der realen Variablen der Volkswirtschaft, und dies nicht einmal kurzfristig. Sie führt nur zur Inflation. Daher scheint bei rationalen Erwartungen eine monetäre Politik, die quantitative Zwischenzielvariablen benutzt und die die Wachstumsraten dieser Variablen dem langfristigen Expansionspfad der realen ökonomischen Größen anpaßt, die zweckmäßigste zu sein.

#### Literatur zu diesem Thema:

- R. Airikkala, T. R. G. Bingham: The Formulation and Conduct of Monetary Policy in an Open Overdraft Economy: The Case of Finland, Wiesbaden, September 1977.
- Bank of England: Monetary Targets in the UK, Wiesbaden, September 1977.
- H. Bockelmann: Experience of the Deutsche Bundesbank with Monetary Targets, Wiesbaden, September 1977.
- Ders.: Quantitative Ziele der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, Frankfurt, April 1977.
- K. Brunner, A. H. Meltzer: The Nature of the Policy, in: K. Brunner (ed.): Targets and Indicators, San Francisco 1969, S. 1-26.
- K. Brunner, M. J. M. Neumann: Monetäre Aspekte des Jahresgutachtens 1971/72 des Sachverständigenrates, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 108, Nr. 2 (1972), S. 277-298.
- C. Caranza, T. Padoa-Schioppa: A Note on the Intermediate Targets of Monetary Policy, Wiesbaden, September 1977.
- Central Bank of Ireland: Monetary Aggregates as Targets of Monetary Policy - The Irish Experience 1971 to 1976, Wiesbaden, September 1977.
- E. Forsbak: Experience with and Attitudes vis-à-vis Monetary Targets in Norway, Wiesbaden, September 1977.
- L. Hansen: Implementations of Monetary Targets in Denmark, Wiesbaden, September 1977.
- A. H. Meltzer: The Appropriate Indicators of Monetary Policy, in: D. P. Jacobs, R. T. Pratts (eds.): Savings and Residential Financing, Conference Proceedings, Chicago 1969, S. 11-31.
- National Bank of Belgium: The Setting of Targets for Monetary Aggregates: A Non-Monetarist View, Wiesbaden, September 1977.
- M. J. M. Neumann: Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik, in: Kredit und Kapital, 4. Jg., H. 4 (1971), S. 398-420.
- J. Pecha: Mise en Pratique de l'Objectif Monetaire en France, Wiesbaden, September 1977.
- J. L. Pierce: Some Rules for the Conduct of Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Boston, Controlling Monetary Aggregates, Boston 1969, S. 133-144, with a discussion of D. Meiselman, S. 145-151.
- Th. R. Saving: Monetary Policy Targets and Indicators, in: Journal of Political Economy, Supplement, August 1967, S. 446 bis 456.
- K. Schiltknecht: The Swiss National Bank's Experience with Monetary Targets, Wiesbaden, September 1977.
- H. Schlesinger: Neuere Erfahrungen der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: Kredit und Kapital, 9. Jg., H. 4 (1976), S. 433-454.
- J. Siebke, M. Willms: Theorie der Geldpolitik, Berlin, Heidelberg, New York 1974.
- M. Willms: Monetary Indicators in the Federal Republic of Germany, Paper Presented at the University of Surrey Conference on West German Monetary Developments, Guildford, Juli 1974.
- M. Willms, K. Riechel: Indikatoren, monetäre, in: Handwörterbuch der Wirtschaftswissenschaften, 3./4. Lieferung (1976), S. 133-141.
- J. Zijlstra: New Approaches in Monetary Policy, Wiesbaden, September 1977.

**HERAUSGEBER:** HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung - Hamburg (Prof. Dr. Wolfgang Michalski, Prof. Dr. Heinz-Dietrich Ortlieb, Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)

**REDAKTION:**

Dr. Otto G. Mayer (Chefredakteur), Dr. Klaus Kwasniewski, Dipl.-Vw. Hubert Höping (Stellvertreter), Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Renate Schletz, Dipl.-Vw. Klaus-peter Zanzig

**Anschrift der Redaktion:** 2 Hamburg 36, Neuer Jungfernstieg 21, Tel.: (0 40) 35 62 306/307

**HERSTELLUNG UND VERTRIEB:**  
Verlag Weltarchiv GmbH, Hamburg

**Anzeigen:** Generalvertretung Dr. Hans Kiemen

**Anzeigenpreislste:** Nr. 12 vom 1. 1. 1971

**Bezugspreise:** Einzelheft: DM 7,50, Jahresabonnement: DM 80,- (Studenten: DM 30,-)

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** Otto Schwitzke, Hamburg

**Anschrift des Verlages:** 2 Hamburg 36, Neuer Jungfernstieg 21, Tel.: (0 40) 35 62 500

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.