

Neumann, Manfred J. M.

Article — Digitized Version

Geldpolitik in der Fehlentwicklung

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Neumann, Manfred J. M. (1979) : Geldpolitik in der Fehlentwicklung, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 59, Iss. 1, pp. 19-24

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135272>

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.

Geldpolitik in der Fehlentwicklung

Manfred J. M. Neumann, Berlin

Rechtzeitig zu Weihnachten bescherte die Deutsche Bundesbank der Öffentlichkeit ein Geldmengenziel für 1979. Das kam etwas überraschend. Denn die Bundesbank hatte 1978 das Konzept öffentlich verkündeter Geldmengenziele entwertet, indem sie ihr damaliges 8-Prozent-Geldmengenziel von Anfang an nicht weiter beachtete und es überdies als offen bezeichnete, ob überhaupt noch einmal ein Ziel formuliert werden würde. Professor Neumann unterzieht die gegenwärtige Geldpolitik der Bundesbank einer kritischen Würdigung.

Die Zielformulierung für 1979 sieht vor, die Zentralbankgeldmenge in der Abgrenzung der Bundesbank¹⁾ vom vierten Quartal 1978 bis zum vierten Quartal 1979 zwischen 6 und 9% wachsen zu lassen. Neu ist, daß das bisherige Durchschnittsziel durch ein Verlaufsziel ersetzt und anstelle einer einzigen Zielrate eine Zielmarge gesetzt wurde. Die Zielmarge wurde von der Bundesbank als „ehrgeizig“ und als geeignet bezeichnet, den Partnerstaaten des neuen Europäischen Währungssystems (EWS) „erkennbar zu dokumentieren, daß man in der Bundesrepublik selbst unter erschwerten Bedingungen gewillt ist, an der Stabilitätspolitik festzuhalten“. Allerdings wurde offengelassen, welche Überlegungen die Qualifikation „ehrgeizig“ begründen.

Zwei Fragen

Es stellen sich zwei Fragen:

Erstens, kann der monetäre Zielkorridor, falls er eingehalten wird, in der sich für 1979 abzeichnenden konjunkturellen Entwicklung dazu beitragen, daß der Bundesbank nicht zum zweiten Mal für mehrere Jahre die übergeordnete Zielsetzung der Geldwertstabilisierung entgleitet?

Zweitens, können die Wirtschaftsteilnehmer darauf vertrauen, daß die Bank das Wachstum der Zentralbankgeldmenge im Rahmen des Zielkorridors halten wird, oder müssen sie damit rechnen, daß die Bank sich in ihren Versuchen einer Wechselkursstabilisierung weiter verstrickt und nolens volens die monetäre Überexpansion fortführt?

Auf beide Fragen gibt es naturgemäß keine sicheren Antworten. Jedoch lassen sich längerfristig angelegte Verhaltenstendenzen beobachten, die darauf hindeuten, daß einer erneuten Inflationsakzeleration der Weg bereitet ist. Wie schnell und wie stark sie einsetzen und ob sie sich zu einem länger andauernden Inflationsschub entwickeln wird, wird entscheidend davon abhängen, ob die Bundesbank in diesem Jahr durch eine straffere Steuerung der Zentralbankgeldmenge deutlich machen wird, daß sie über eine eigenständige, längerfristige Perspektive verfügt, die dem Ziel einer dauerhaft stabilen Währung verpflichtet ist.

Einseitige Zielmarkenverfehlung

In den vergangenen drei Jahren hat die Bundesbank stets für eine überdurchschnittliche monetäre Expansion gesorgt. Für jedes dieser Jahre verkündete sie das Ziel einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 8% für die Zentralbankgeldmenge, aber jedesmal übertraf sie ihre Zielrate erheblich (vgl. Tabelle 1). Natürlich läßt sich eine

Prof. Dr. Manfred J. M. Neumann, 37, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre am Institut für Banken und Industrie, Geld und Kredit — Fachrichtung Geldtheorie — der Freien Universität Berlin.

¹⁾ Die Bank definiert die Zentralbankgeldmenge als die Summe von Bargeldumlauf bei Nichtbanken und Reservesoll auf Inlandsverbindlichkeiten der Banken zu konstanten Reservesätzen.

Zielmarke nicht ganz präzise treffen. Daher könnte man auch an ein technisch bedingtes Versagen denken. Dagegen spricht jedoch, daß die Bundesbank ihre Zielmarken stets einseitig in expansiver Richtung verfehlte. Tatsächlich läßt sich die Zentralbankgeldmenge relativ genau steuern, wenn die Jahresdurchschnittsraten in Zielpfade umgerechnet werden und Monat für Monat die Einhaltung des Zielpfades überprüft wird.

Das Schaubild zeigt die tatsächliche Entwicklung des Wachstums der Zentralbankgeldmenge. Es handelt sich um monatliche Werte der Zuwachsraten gegenüber dem jeweiligen Vorjahresmonat. Die Pfeile geben Zielpfade an, die es der Bundesbank erlaubt hätten, ihre durchschnittlichen 8-Prozent-Zielmarken im Wege einer gleichmäßigen Verringerung der monatlichen Zuwachsraten gegenüber dem Vorjahr zu erreichen. Beispielsweise betrug im 4. Quartal 1976 die durchschnittliche Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge gegenüber dem Vorjahr 8,9%. Der für 1977 eingezeichnete Zielpfad unterstellt eine allmähliche Verringerung dieser Vorjahreszuwachsrate auf durchschnittlich 8,6% im 1. Quartal, auf 8,2% im 2. Quartal, auf 7,8% im 3. Quartal und schließlich auf 7,4% im 4. Quartal.

Wäre die Bundesbank diesem Pfad gefolgt, so hätte sich im Durchschnitt von 1977 ein Wachstum der Zentralbankgeldmenge von 8% ergeben. Tatsächlich wurden es 9%, weil die Bundesbank im Sommer 1977 zu der Ansicht kam, daß ihre ur-

²⁾ Alle Zahlen für 1978 beruhen auf vorläufigen Angaben.

sprüngliche Zielsetzung zu restriktiv war. Dennoch verkündete die Bank für das Jahr 1978 wiederum ein 8-Prozent-Ziel.

Eine Rolle mag dabei gespielt haben, daß der Sachverständigenrat sich damals für eine maßvollere Geldpolitik ausgesprochen und zu einer korrigierenden Zielvorgabe in Höhe von 6 bis 7% geraten hatte. Schon nach wenigen Monaten aber wurde klar, daß die Bundesbank die Perspektive einer stetigen Geldmengenversorgung endgültig ad acta gelegt hat und erneut dem traditionellen Konzept einer antizyklischen Geldpolitik folgt, die überdies mehr auf Zinsniveau und Wechselkurse als auf die Geldmengenexpansion achtet.

Monetäre Überexpansion

Das Jahr 1978 wurde zu einem Jahr der monetären Überexpansion. Statt um 8% ließ die Bundesbank die Zentralbankgeldmenge um 11,5%²⁾ wachsen (vgl. Tabelle 2). Seit Anfang der sechziger Jahre hat die Zentralbankgeldmenge nur in dem inflationsfördernden Jahr 1972 stärker zugenommen (12,6%). Im Durchschnitt der Jahre 1961 bis 1977 betrug das Wachstum der Zentralbankgeldmenge dagegen 8,7%. Die von Geldtheoretikern im Hinblick auf nachfolgende Inflationswirkungen im allgemeinen für empirisch relevanter angesehene Geldmenge M1³⁾ (Bargeldhaltung

³⁾ Nach allen empirischen Untersuchungen, die längere Zeiträume erfassen, erklären Veränderungen der Geldmenge M1 relativ am besten Veränderungen der Gesamtnachfrage. Vgl. z. B. A. B o s s u. a.: Überwindung der Konjunkturschwäche in der Bundesrepublik Deutschland, in: Die Weltwirtschaft, 1978, H. 2, S. 50.

Tabelle 1
Steuerung der Zentralbankgeldmenge im Überblick

Jahr	Ziel	Ergebnis
1976	Durchschnittlich + 8% gegenüber 1975 (+ 7,8%). Zieltendenz: Im Vergleich zu 1975 unveränderter Kurs (+ 0,2%).	+ 9,2% Zielmarke expansiv um + 1,2% verfehlt. Im Vergleich zu 1975 expansiverer Kurs (+ 1,4%).
1977	Durchschnittlich + 8% gegenüber 1976. Zieltendenz: Im Vergleich zu 1976 restriktiverer Kurs (- 1,2%).	+ 9,0% Zielmarke expansiv um + 1,0% verfehlt. Im Vergleich zu 1976 unveränderter Kurs (- 0,2%).
1978	Durchschnittlich + 8% gegenüber 1977. Zieltendenz: Im Vergleich zu 1977 restriktiverer Kurs (- 1,0%).	+ 11,5% Zielmarke expansiv um + 3,5% verfehlt. Im Vergleich zu 1977 expansiverer Kurs (+ 2,5%).
1979	+ 6% bis + 9% bis Ende 1979. Das bedeutet: Durchschnittlich + 8,5% bis + 10,5% gegenüber 1978. Zieltendenz: Im Vergleich zu 1978 restriktiverer Kurs (- 1% bis - 3%).	

und Sichteinlagen inländischer Nichtbanken) wuchs 1978 durchschnittlich sogar um 13%. In den Jahren 1961 bis 1977 hatte die durchschnittliche Zuwachsrate demgegenüber nur 8,5% betragen.

Tabelle 2
Daten zur monetären Expansion 1)
(in % p. a.)

Jahr	Geldmenge M 1	Zentralbank- geldmenge	Beiträge zum Geldmengenwachstum			
			Devisenerwerb durch die BB	Refinanzierung der Banken	Bargeld- verhalten des Publikums	Andere Faktoren
1976	11,8	9,0	4,6	3,5	0,7	3,0
1977	8,3	9,2	3,0	7,0	-0,1	-1,6
1978 2)	13,2	11,5	13,2	-0,0	0,0	0,0

1) Jahresdurchschnittswerte. 2) Januar bis November.

Tabelle 2 zeigt, daß die monetäre Überexpansion des Jahres 1978 von der Interventionspolitik der Bundesbank an den Devisenmärkten dominiert wurde. Der Netto-Devisenerwerb der Bank für sich genommen verursachte ein Geldmengenwachstum von 13,2%. Die Liquiditätsfülle war so groß, daß die Banken ihre Refinanzierung bei der Bundesbank sogar leicht verringerten. Von Januar bis einschließlich November 1978 erwarb die Bundesbank Devisen für insgesamt 17,8 Mrd. DM (vgl. Tabelle 3). Seit Bestehen der Bundesrepublik hat es nur zwei Jahre gegeben, in denen der Devisenerwerb höher ausfiel. Das waren die Jahre 1970 und 1973, in denen die Marktkräfte das Bretton-Woods-System zu Fall brachten.

Tabelle 3
**Veränderungen der Netto-Auslandsaktiva
der Bundesbank**

(ohne Wertberichtigungen)
(in Mrd. DM)

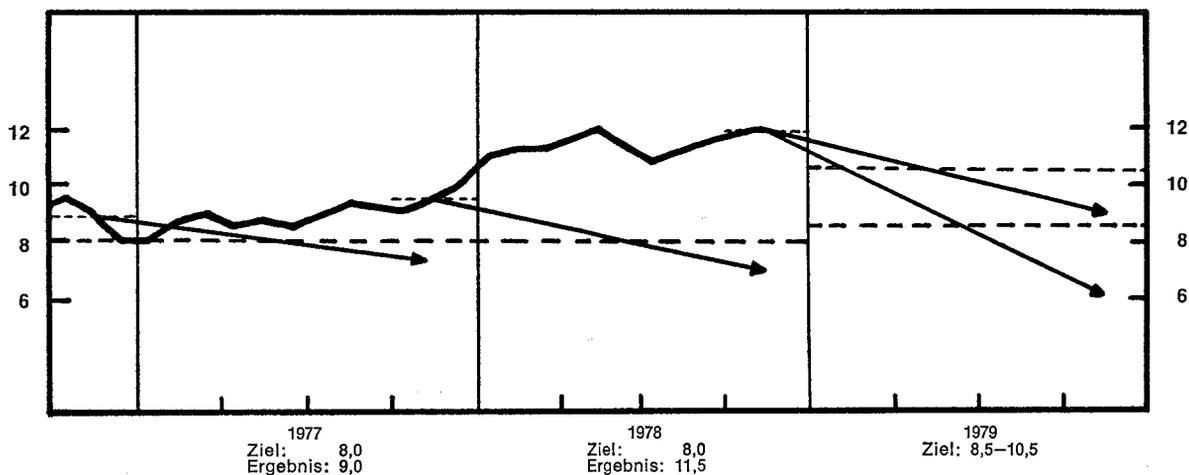
	Jan.-Nov.	Jan.-Dez.
Ø 1948-1973	..	+ 4,5
1970	+ 22,8	+ 22,7
1973	+ 20,5	+ 26,4
1978	+ 17,8	..

Tappen im Nebel

Die Größenordnung der Interventionen zeigt, daß die Bundesbank sich nicht darauf beschränkt, kursglättend zu intervenieren, sondern daß sie sich Veränderungstendenzen der realen Wechselkurse entgegenstemmt. Geldpolitik kann, wenn sie dazu entschlossen ist, lange genug aushält und nachfolgende Inflationswirkungen in Kauf nimmt, nominale Wechselkurse halten, sie ist aber nicht in der Lage, reale Wechselkurstrends zu ändern, die aus real verursachten Änderungen der Struktur der internationalen Nachfrage nach Gütern, Dienstleistungen und Finanzaktiva folgen.

Von ihrem Anspruch her ist Interventionspolitik an den Devisenmärkten ein Fine-Tuning in Potenz, in der Praxis erweist sie sich als ein hilfloses Tappen im Nebel. Diese Form der Geldpolitik verkürzt die Perspektiven, nicht allein die der Notenbank, sondern auch die der Marktteilnehmer. Interventionspolitik ist in hohem Grade spekulativ, lebt von Tag zu Tag von der Hoffnung, schließlich doch noch das Spiel gegen den Markt zu gewinnen. Dabei eröffnet sie kurzfristig Chancen zu risikoarmer

Schaubild
Wachstum der Zentralbankgeldmenge
(in % p. a.)



Spekulation gegen die Notenbank und vergrößert, je länger sie dauert, die Unsicherheiten über die längerfristige Entwicklung.

Dieser Einschätzung steht nicht entgegen, daß eine Notenbank mit Devisenmarktinterventionen *vorübergehend* auch einmal einen Gewinn erzielen kann⁴⁾. Doch sagt ein solcher Gewinn nichts darüber aus, ob die Interventionen kursglättend wirkten. Denn der bekannte Lehrsatz, daß Spekulation Kursschwankungen verringert, sofern sie profitabel ist, gilt nicht für staatliche, sondern nur für private Spekulation an Wettbewerbsmärkten, in denen der Staat nicht interveniert. Eine Notenbank dagegen kann vorübergehend einen Gewinn erzielen, indem sie durch ihr Eingreifen in den Devisenmarkt die Marktteilnehmer nach einiger Zeit zu einer im Hinblick auf die längerfristigen Entwicklungstendenzen falschen Revision ihrer Kurserwartungen verleitet. Als übertrieben erscheinende Kursschwankungen sind die Folge, und der Ruf nach dem Psychoanalytiker wird laut. Tatsächlich käme es aber für die Geldpolitik darauf an, daß sie nicht selber zu einer Desorientierung der Devisenmärkte beiträgt. Dem würde am besten durch eine stetige Geldmengenspolitik gedient, die ein geplantes Wachstum der Geldmenge über den Ankauf inländischer Finanzaktiva (Offenmarktpolitik, Refinanzierungspolitik) bewirkt, statt über den Erwerb von Devisen.

Verteidigungsargumente

Die monetäre Überexpansion des Jahres 1978 wird mit verschiedenen Argumenten verteidigt. Ein Argument lautet: Solange die Inflationsrate in der Bundesrepublik fällt, kann die Geldpolitik expansiver sein, als längerfristig angezeigt ist, zumal die Entwicklung des Wechselkurses der D-Mark bisher bremsend auf den Preisanstieg wirkte. Dieses Argument negiert zwei Sachverhalte:

□ Erstens, eine fallende Inflationsrate ist nicht das Ergebnis der laufenden, sondern vergangener Politik. Eine monetäre Überexpansion in der Gegenwart induziert zeitlich versetzt einen verschärften Preisauftrieb in der Zukunft und verleitet dann zu einer monetären Überrestriktion mit allen aus der Vergangenheit bekannten Folgen: Antizyklische Politik erzeugt tendenziell Zyklen und sorgt somit für ihre scheinbare Unentbehrlichkeit.

4) In seiner Ansprache auf dem 20. Kongreß der „Association Cambiste Internationale“ erklärte der Präsident der Bundesbank Dr. O. Emminger am 3. 6. 1978: „Before an audience which comprises so many foreign exchange traders, I should also mention that during this five-month period (Januar bis Mai 1978; d. V.) our foreign exchange transactions have netted a handsome profit for the Bundesbank as we were able to sell the dollars at higher prices than the prices we had paid for them in the previous months. I think we can claim to have performed a stabilizing role by our purchases and sales of dollars — a role which the markets, in their extreme nervousness, had been loath to assume. This experience will encourage us to play a similar role also in the future.“

□ Zweitens, eine aufwertende Entwicklung des Wechselkurses der D-Mark wirkt, für sich genommen, immer bremsend auf den Preisanstieg. Das aber bedeutet nicht, daß sie einer monetären Überexpansion ihre inflationäre Wirkung nehmen könnte.

Ein zweites Argument ist von der Bundesbank im vergangenen April in ihrem Geschäftsbericht für das Jahr 1977 detailliert vorgetragen worden. Das Argument besagt, daß das seit 1975 zu beobachtende Fallen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes möglicherweise Ausdruck einer dauerhaften Änderung der Kassenshaltungsgewohnheiten der inländischen Nichtbanken ist. Wäre das der Fall, so ließe es sich begründen, die andauernde Senkung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes durch eine entsprechend vergrößerte Expansion der Geldmenge zu kompensieren. Dann wäre es auch falsch, die derzeitige monetäre Expansion als eine Überexpansion zu kennzeichnen.

Geänderte Kassenshaltungsgewohnheit?

Die These einer dauerhaften Änderung der Kassenshaltungsgewohnheiten bzw. der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes seit dem Jahr 1975 läßt sich testen. Dazu wird mit Jahresdurchschnittsdaten für die Periode 1960 bis 1974 eine einfache Regression geschätzt, die die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M1 als eine positive Funktion des Zinsniveaus am Kapitalmarkt und des Verhältnisses von tatsächlichem zu permanentem realen Volkseinkommen erklärt⁵⁾. Mit der Regressions-schätzung lassen sich für die strittigen Jahre 1975 bis 1978 Prognosewerte für die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes berechnen. Ergibt sich dann, daß die prognostizierten Werte systematisch signifikant über den tatsächlich eingetretenen Werten liegen, so kann die These einer dauerhaften Änderung der Kassenshaltungsgewohnheiten nicht abgelehnt werden.

Tabelle 4

Die Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M1

Jahr	Prognostizierter Wert	Tatsächlicher Wert	Absoluter	Relativer
			Prognosefehler	
1975	6,48	6,47	+ 0,01	+ 0,1
1976	6,46	6,40	+ 0,06	+ 0,9
1977	6,15	6,28	- 0,13	- 2,1
1978	6,10	5,94 *)	+ 0,16	+ 2,7

*) Vorläufiger Wert.

Tabelle 4 enthält die tatsächlichen und die prognostizierten Werte der Umlaufgeschwindigkeit

5) Die Schätzung ergibt (t-Werte in Klammern):

$$V_{M1} = \frac{0,44 + 0,22}{(0,28) \quad (7,88)} i + 4,37 y/y^P; \bar{R}^2 = 0,83, DW = 1,71.$$

Es bezeichnen V_{M1} die Umlaufgeschwindigkeit, i den Kapitalmarktzins und y das reale Einkommen.

der Geldmenge M1. Die für die Jahre 1975 und 1976 festgestellten Prognosefehler sind zu gering, um auf eine Änderung der Kassenhaltungsgewohnheiten schließen zu können. Der Prognosefehler für 1977 dagegen beträgt zwar 2%, doch hat er ein negatives Vorzeichen. Die tatsächlich beobachtete Umlaufgeschwindigkeit lag 1977 also höher, als aufgrund der vergangenen Kassenhaltungsgewohnheiten zu erwarten gewesen wäre. Dies widerspricht der Annahme einer Änderung der Kassenhaltungsgewohnheiten im Sinne einer dauerhaft höheren Liquiditätsneigung. Für die Jahre 1975 bis 1977 läßt sich daher die Vermutung der Bundesbank mit großer Sicherheit verwerfen.

Für das Jahr 1978 dagegen läßt sie sich nicht rundweg ablehnen. Immerhin beträgt der Prognosefehler 2,7% und weist ein positives Vorzeichen auf. Das heißt, die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes fiel 1978 stärker, als nach den Kassenhaltungsgewohnheiten früherer Jahre zu erwarten war. Doch ist der festgestellte Prognosefehler mit Vorsicht zu bewerten. Denn erstens bietet die der Prognose zugrunde liegende Regressionschätzung keine vollständige Erklärung der Umlaufgeschwindigkeit, zweitens ist der Prognosezeitraum 1978 relativ weit vom Regressionszeitraum 1960 bis 1974 entfernt, und drittens beruht die Prognose auf vorläufigen Zahlenangaben für 1978. Insofern erscheint der Prognosefehler nicht als ungewöhnlich hoch.

Sonderfaktoren

Da die ökonomische Evidenz nicht eindeutig ist, haben sich die Ökonomen zu fragen, ob im vergangenen Jahr irgendwelche außergewöhnlichen Ereignisse eingetreten sind, die das Publikum zu einer grundlegenden und dauerhaften Änderung seiner Verhaltensweisen im Sinne einer höheren Liquiditätsvorliebe veranlaßt haben könnten. Weder von der Bundesbank noch vom Sachverständigenrat ist bisher eine Erklärung für einen möglichen Strukturbruch geliefert worden. Aus der allgemeinen wirtschaftlichen Lage läßt sich kein Argument gewinnen, denn sie hat sich gegenüber 1977 verbessert. Die Nettoeinkommen der privaten Haushalte sind 1978 nominal und real stärker gestiegen als im Vorjahr, und die Arbeitslosigkeit hat leicht abgenommen. Daher muß es als sehr unwahrscheinlich angesehen werden, daß im vergangenen Jahr eine dauerhafte Zunahme der Liquiditätsvorliebe eingetreten ist.

Tatsächlich wird in der wirtschaftspolitischen Diskussion auch mehr auf Sonderfaktoren verwiesen, die die erhebliche Zunahme des Bargeldumlaufs erklären könnten. Der Sachverständigenrat vermutet, daß die stärkere Zunahme der Rentnerein-

kommen, der Anstieg der Bankgebühren, eine Zunahme der Schwarzarbeit und ein stärkerer Abfluß von D-Mark-Noten ins Ausland eine Rolle spielen könnten. Allerdings hat die Bargeldhaltung der Nichtbanken 1978 prozentual nicht stärker zugenommen als ihre Sichteinlagen.

Wenig spricht also für eine dauerhafte Änderung der Kassenhaltungsgewohnheiten. Vielmehr muß angenommen werden, daß der übermäßige Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit lediglich die vorübergehende Folge der unerwarteten Überexpansion des Geldangebotes ist, an die sich die Nichtbanken noch nicht genügend angepaßt haben. In dem Maße, in dem in den nächsten Monaten die Anpassung voranschreitet, ist mit einem erneuten Ansteigen der Inflationsrate zu rechnen. Zwar wird die allseits erwartete Verstärkung des realen Wachstums zunächst noch bremsend wirken. Es besteht aber die Gefahr, daß sich diesmal neue Inflationserwartungen sehr viel schneller aufbauen werden als in den frühen siebziger Jahren, sobald ein über mehrere Monate anhaltendes Ansteigen der Inflationsrate beobachtet wird. Erschwerend wird sich auswirken, daß die Bundesbank eine Erosion ihrer stabilitätspolitischen Glaubwürdigkeit begünstigt und zudem durch die Einführung des Europäischen Währungssystems einen Teil der durch den Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems gewonnenen Unabhängigkeit wieder verloren hat.

Längerfristige Stabilitätsperspektive

Die geldpolitische Zielsetzung für 1979 läuft darauf hinaus, im Durchschnitt gegenüber 1978 die Zentralbankgeldmenge um 8,5 bis 10,5% wachsen zu lassen (vgl. Tabelle 1). Wenn sich die Bundesbank daran halten sollte, so wäre es weniger als im Vorjahr, aber es wäre immer noch mehr, als sich unter längerfristigen Aspekten vertreten läßt. Denn in der Vergangenheit wurde ein relativ hohes monetäres Potential geschaffen, das mit zunehmendem Zinsniveau zusätzlich virulent werden wird. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wird steigen.

Heute geht es daher nicht mehr darum, ob 1979 ein erneutes Ansteigen der Inflationsrate verhindert werden kann. Dafür ist es zu spät. Es kann nur noch darum gehen, alles zu tun, daß kein kumulativer Prozeß entsteht. Der sicherste Weg wäre es, den Wirtschaftsteilnehmern eine längerfristige Stabilitätsperspektive zu bieten. Dies könnte durch die Veröffentlichung einer mehrjährigen Zielprojektion über die aus heutiger Sicht in den folgenden Jahren anzustrebenden Wachstumsraten für die Zentralbankgeldmenge (oder besser: die Geldmenge M1) erfolgen. Es versteht sich, daß diese Zielraten niedriger als derzeit an-

zusetzen wären. Leider spricht der neuerliche Rückfall in das Konzept einer antizyklischen Geldpolitik nicht dafür, daß sich der Zentralbankrat zu einer solchen, stabilisierend wirkenden Erweiterung der Erwartungshorizonte der Wirtschaftsteilnehmer bereit finden könnte.

Zu breiter Zielkorridor

Was die traditionelle, kürzerfristige Perspektive angeht, so erscheint es in erster Linie angezeigt, daß die Bundesbank ihre Zielsetzung für 1979 nachdrücklich präzisiert. Denn der verkündete Zielkorridor ist zu breit, um Wirtschaft, Tarifpartnern und Staat eine eindeutige Orientierungshilfe zu bieten⁶⁾. Die Bank sollte sich dafür entscheiden und offiziell klarstellen, daß sie den Expansionspfad der Zentralbankgeldmenge am unteren Rande des Zielkorridors halten wird. Und es wäre kein Schaden, sollte die Bank diesmal etwas nach unten abweichen.

⁶⁾ Dazu W. Reimann in der Börsen-Zeitung (vom 16. 12. 1978) sarkastisch: „Tempo 100 bis 150.“

In zweiter Linie kommt es darauf an, nicht allein rhetorisch, sondern auch durch Maßnahmen klarzustellen, daß für die Geldpolitik die Stabilität des Binnenwertes des Geldes absoluten Vorrang vor der Stabilität von Wechselkursen und Zinsniveau hat. Das bedeutet zum einen, daß das Intervenieren an den Devisenmärkten abgebaut werden sollte. Und es bedeutet zum zweiten, daß die Bundesbank im Rahmen des Europäischen Währungssystems und der Währungsschlange prononciert dafür eintreten sollte, daß frühzeitigen Paritätsänderungen der Vorrang vor Interventionskäufen zu geben ist. Man kann nicht ausschließen, daß dies zu Konflikten mit der Regierung führen wird. Aber die Bundesbank kann nicht darüber hinwegsehen, daß die Einführung des EWS ihre Autonomie in erheblichem Maße beschneiden wird. Konflikten auszuweichen hieße, endgültig eine eigenständige, vorrangig dem Ziel einer dauerhaft stabilen Währung verpflichtete Perspektive aufzugeben. Dann wäre es nicht über- raschend, wenn auch 1979 ein Jahr der monetären Überexpansion würde.

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

Hans-Eckart Scharrer, Dieter Gehrmann, Wolfgang Wetter

WÄHRUNGSRISSKO UND WÄHRUNGSVERHALTEN DEUTSCHER UNTERNEHMEN IM AUSSENHANDEL

Diese empirische Untersuchung vermittelt erstmals einen umfassenden und differenzierten Einblick in das Währungsverhalten deutscher ex- und importierender Unternehmen. Die Studie stützt sich auf die schriftliche Befragung von mehr als 700 Firmen aller Größen und Branchen, auf zahlreiche Einzelinterviews mit Unternehmen, Banken und Verbänden und auf bisher unveröffentlichte Daten der Deutschen Bundesbank. Zu den im einzelnen analysierten Problemkreisen gehören unter anderem die Geschäftslaufzeiten im Ex- und Import, die Angebots- und Fakturierungspraxis deutscher Unternehmen, ihr Kurssicherungsverhalten bei Fremdwährungsgeschäften und ihre generelle Einstellung zum herrschenden System floatender Wechselkurse.

Großoktav, 449 Seiten, 1978, Preis brosch. DM 43,-

ISBN 3-87895-168-X

V E R L A G W E L T A R C H I V G M B H - H A M B U R G