

Schlesinger, Helmut; Pohl, Reinhard

**Article — Digitized Version**

## Ist die Bundesbank zu restriktiv?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Schlesinger, Helmut; Pohl, Reinhard (1979) : Ist die Bundesbank zu restriktiv?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 59, Iss. 12, pp. 591-598

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135384>

**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.*

## Ist die Bundesbank zu restriktiv?

Der Bundesbank wird vorgeworfen, eine zu restriktive Politik zu betreiben und damit die konjunkturelle Entwicklung im kommenden Jahr zu gefährden. Ist der Vorwurf gerechtfertigt?

---

Helmut Schlesinger

### Der Vorwurf ist ungerechtfertigt

Die Bundesbank hat ihre Politik im Jahre 1979 so betrieben, wie sie es Ende 1978 angekündigt hatte: Sie ermöglichte von der monetären Seite her ein kräftiges reales Wachstum der Wirtschaft, sie versuchte den Preisauftrieb einzudämmen und sie hielt die Zunahme der Geldmenge innerhalb der angekündigten Grenzen. Tatsächlich wird das Wachstum der Wirtschaft 1979 etwas kräftiger ausfallen als vor einem Jahr angestrebt; aber auch der Preisanstieg wird stärker sein als damals unterstellt, wenngleich zu einem guten Teil wegen der Preissteigerungen für Öl und eingeführte Rohstoffe. Wenn diese Ergebnisse nur auf der Seite der Inflationseindämmung nicht voll befriedigen und wenn auch die Geldmenge nicht weniger stieg als Anfang 1979 allgemein für ausreichend gehalten wurde, wie kann man dann den Vorwurf erheben, die Bundesbankpolitik wäre zu restriktiv?

#### Konjunkturelle Problematik

Unter den Vorwürfen gegen die Bundesbankpolitik stehen die konjunkturellen Befürchtungen im Vor-

dergrund. Tatsächlich scheinen sich hier aber nur solche Branchen durch die Bundesbankpolitik belastet zu fühlen, die sich aus ganz anderen als rein konjunkturellen Gründen in einer schwierigen Lage befinden, wie z. B. traditionelle Zweige der Konsumgüterindustrien, die – in der Schere zwischen harter Auslandskonkurrenz einerseits und steigenden Kosten im Inland andererseits – über jede weitere Erschwerung ihres Geschäfts klagen, und dies subjektiv zu Recht. Für Unternehmen, die nur geringe Gewinne haben, die überdies auf eine hohe Fremdfinanzierung angewiesen sind und ihre Verkaufspreise wegen starker Konkurrenz nur wenig erhöhen konnten, bringen Zinserhöhungen in der Tat eine Verschlechterung ihrer Lage. Aber diese Unternehmen und Branchen sind weit in der Minderheit, und zudem sind hierfür in der Regel nicht primär konjunkturelle, sondern strukturelle Gründe maßgebend. Daß „Grenz“-Unternehmen von der Erhöhung der „Grenz“-Kosten am schwersten getroffen werden, ist ein unverzichtbarer Bestandteil des markt-

wirtschaftlichen Steuerungsmechanismus.

Der weit überwiegende Teil der Wirtschaft in der Bundesrepublik befindet sich gegenwärtig in einer konjunkturellen Situation, die noch niemals seit 1973/74 so gut war wie jetzt. Die Produktionsanlagen sind weitgehend ausgelastet, die Produktionssteigerung ist vielfach nur durch das Arbeitskräfteangebot begrenzt, nicht durch einen Mangel an Nachfrage. Ganz besonders gilt das für die Bauwirtschaft, wo sich nun, unter dem Einfluß der Zinssteigerung, erste Normalisierungstendenzen auf der Nachfrageseite abzeichnen, ohne daß dadurch die weitere Produktionszunahme gefährdet würde. Die Erträge der Wirtschaft haben – auch relativ betrachtet – die Einbrüche seit 1972 wieder voll ausgeglichen. Der aktuelle Stand der wirtschaftlichen Aktivität rechtfertigt jedenfalls nicht den Vorwurf einer zu restriktiven Politik der Bundesbank. Hebt man dabei im besonderen auf die Preisentwicklung ab, so erschiene eher der umgekehrte Vorwurf denkbar – und er wird zum Teil auch erho-

ben —, daß die Bundesbank eher zu spät die stark expansive Linie im Jahre 1978 aufgegeben habe, ein Vorwurf, der freilich übersieht, daß dies vor allem mit der außenwirtschaftlichen Lage, insbesondere der zu rapiden Aufwertung der D-Mark gegenüber dem Dollar im Verlauf von 1978 zusammenhing.

Wenn gegenwärtig die Bundesbankpolitik für zu restriktiv gehalten wird — eine Meinung, die freilich nur wenige Anhänger hat —, so vor allem wohl wegen Erwartungen oder Befürchtungen über die Inlandskonjunktur im Jahr 1980. In der Tat ist das Ausmaß der Unsicherheit für das kommende Jahr nicht gering. Das gilt zum einen für die noch offenen Entscheidungen in der nächsten Lohnrunde. Zum anderen sind die Unsicherheiten der politischen Weltlage zu erwähnen, die heute labiler denn seit langem erscheint; mögliche Auswirkungen einer weltpolitischen Zuspitzung auf die Wirtschaftslage entziehen sich freilich einer Prognose.

### Positive Aussichten

Diese besonderen Risiken einmal ausgeklammert, stellen sich die Konjunkturaussichten für die Bundesrepublik recht positiv dar. Unvermeidlich wird sich zwar das reale Wachstum verlangsamen, unvermeidlich deshalb, weil eine Vollaustlastung der Produktionskapazitäten weitgehend erreicht ist. Überdies führt die sehr ausgeprägte Verschlechterung im realen Austauschverhältnis im Außenhandel, insbesondere die erneute Verteuerung des eingeführten Rohöls und der Mineralölprodukte, zu einer Schmälerung des Produktivitätswachstums in der Zukunft. Denn da und dort muß versucht werden, die soviel teurer gewordene Energie nun teilweise durch mehr Kapital oder durch mehr Arbeit zu erset-

zen. Beides führt dazu, daß die Produktivität nicht mehr in gleichem Maße wachsen wird wie bisher bei billigerer Energie.

Aber innerhalb dieses etwas enger gezogenen Rahmens könnte die Wirtschaft der Bundesrepublik 1980 durchaus beachtlich — vielleicht um 3 % des realen Sozialprodukts — wachsen, vorausgesetzt, die außenwirtschaftlichen Störungen bleiben gering. Bei einem solchen Wachstum blieben auch die Kapazitäten so gut genutzt wie bisher, und die Arbeitslosigkeit könnte noch weiter zurückgehen. Diese konjunkturellen Aussichten legen es also keineswegs nahe, den Kurs der Geldpolitik im Jahre 1980 zu erleichtern. Würde sich — im Gegensatz zu den getroffenen Annahmen — die weltpolitische und weltwirtschaftliche Lage nachhaltig verschlechtern, würde sich insbesondere die Ölversorgung spürbar verknappen und damit die Produktion im Inland behindern, so wäre das zwar für das gesamte Wachstum sehr nachteilig, aber diesen Schwierigkeiten ließe sich gewiß nicht dadurch begeg-

nen, daß im Inland Geld und Kredit reichlicher und billiger gemacht würde.

### Geldpolitische Seite

Kritik hat die Bundesbankpolitik im Verlaufe dieses Jahres auch unter rein geldpolitischen Aspekten gefunden. Das trifft zum Teil schon für die Mehrheit der Wirtschaftsforschungsinstitute zu, die in ihrem Herbstgutachten davon ausgehen, daß „die Geldmenge in den letzten Monaten kaum noch gestiegen sei“ und für ein Einschwenken auf einen Wachstumspfad von 7 % bis 8 % im Jahre 1980 plädieren. Ein Minderheitsvotum erwartet für 1980 sogar „eine stärkere Konjunkturabschwächung“, und zwar vor allem wegen der kontraktiven Wirkungen der seit Anfang 1979 betriebenen Geldpolitik. Von der gleichen Stelle wurde die Bundesbank auch aufgefordert, zu ihrem ursprünglichen Ziel für 1979 zurückzukehren.

In Wirklichkeit hat die Bundesbank 1979 ihr Geldmengenziel, den Zuwachs der Zentralbankgeldmenge vom 4. Quartal 1978 zum 4. Quartal 1979 in der Marge zwischen 6 % und 9 % zu halten, erreicht, und dies auch in dem Sinne, wie diese Bandbreite von ihr vor einem Jahr konkret erläutert worden war. Die Bundesbank hatte von vornherein deutlich gemacht, daß sie bei einer guten Konjunkturlage und ohne Aufwertungstendenz für die D-Mark die untere Grenze dieses Bandes (6 %) anstreben würde; tatsächlich wird der Zuwachs nun rd. 6 1/2 % betragen. Da zu Beginn des Jahres 1979 die Geldmenge (in der Definition der Zentralbankgeldmenge) noch mit einer Jahresrate von über 10 % gewachsen war, mußte sie später logischerweise zeitweilig mit einem Tempo von weniger als 6 % Jahresrate zunehmen, um das gesetz-

Die Autoren  
unseres  
Zeitgesprächs:

*Dr. Helmut Schlesinger, 55, ist Mitglied des Direktoriums und designierter Vizepräsident der Deutschen Bundesbank in Frankfurt.*

*Dr. Reinhard Pohl, 51, ist Leiter der Abteilung Geld und Kredit im Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung Berlin.*

te Ziel zu erreichen. Der Vorwurf, die Bundesbank sei durch die zeitweise unterproportionale Zunahme von ihrem Ziel abgewichen, ist also unzutreffend.

Tatsächlich haben diejenigen, die diesen Vorwurf erheben, offensichtlich etwas anderes im Auge, nämlich eine andere Definition der Geldmenge und außerdem die Vorstellung einer völlig geradlinigen Entwicklung. Beides sind konzeptionelle Vorstellungen, die sich die Bundesbank aus guten, des öfteren erläuterten Gründen nicht zu eigen macht. Nach ihrer Definition aber hat die Geldmenge 1979 durchaus zielkonform zugenommen, und überdies bestand kein Anlaß, das Ziel zu revidieren oder bewußt davon abzuweichen. So stellt auch der Sachverständigenrat fest: „Vor dem Hintergrund all dessen erscheint uns die Zielsetzung der Bundesbank, die Expansion der Zentralbankgeldmenge im

Jahre 1979 in den Grenzen der Zielmenge von 6 % bis 9 % zu halten und unterwegs eher ein Ergebnis in der unteren Hälfte dieser Menge anzustreben, auch im nachhinein nicht übertrieben ehrgeizig oder gar deutlich restriktiv". (Ziff. 183).

#### Mittelfristiger Zusammenhang

Im Jahre 1980 will die Bundesbank ihre Geldpolitik wie bisher fortführen. Das Geldmengenziel für das kommende Jahr sieht einen Zuwachs von 5 % bis 8 % vor, die Mitte dieser Bandbreite mit 6 1/2 % Zuwachs im Jahr entspricht dem Wachstumstempo, das 1979 tatsächlich erreicht wurde. Die Bandbreite des Zieles deutet wiederum an, daß die Bundesbank Veränderungen in der konjunkturellen Lage, in der Einschätzung hinsichtlich der Inflationsgefahren und der Wechselkursentwicklung in gewissem

Umfange Rechnung tragen wird. So wie die Konjunkturlage heute einzuschätzen ist und auch im Hinblick auf die leider laufend an Gewicht gewinnenden Inflationsgefahren, würde es naheliegen, das Wachstum der Geldmenge wie 1979 mehr in der unteren Hälfte des Bandes anzusiedeln; an Hand der tatsächlichen Entwicklung wird dies aber im Verlauf des Jahres zu überprüfen sein. Da die Zielvorstellung für das ganze Jahr aus mittelfristigen Überlegungen abgeleitet ist, darf freilich auch bei der Zielrealisierung der mittelfristige Zusammenhang nicht aus den Augen verloren werden.

Hierbei ist vor allem dreierlei wichtig: Erstens die Tatsache, daß insbesondere 1978 die Wirtschaft mit eher zuviel Liquidität ausgestattet wurde und daß diese Überliquidität nun allmählich aufzusaugen ist. Zweitens erfordert eine mehr mittelfristige Orientierung der

## VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

Hajo Hasenpflug (Hrsg.)

### DIE EG-AUSSENBEZIEHUNGEN

— Stand und Perspektiven —

Angesichts der zunehmenden außenwirtschaftlichen und -politischen Orientierung der Gemeinschaftspolitiken sollen mit dem vorliegenden Band die vielfältigen EG-Außenbeziehungen in ihrer Gesamtheit analysiert werden. Er hat die Aufgabe, den heutigen Stand der Beziehungen zu den einzelnen Ländern bzw. Regionen aufzuzeigen. Dabei werden Übereinstimmungen und Problembereiche dargelegt, und es wird der Versuch unternommen, mögliche zukünftige Entwicklungen bzw. Verschiebungen gegenüber anderen Industrienationen, den Entwicklungsländern sowie den Ostblockstaaten und China abzuschätzen.

Großoktav, 618 Seiten, 1979, Preis brosch. DM 44,—

ISBN 3-87895-177-9

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

Geldpolitik auch etwas mehr Gelassenheit gegenüber kurzfristigen Veränderungen der Wirtschaftslage. Und drittens muß von Anfang an die Höhe des sogenannten „unvermeidbaren“ Preisanstiegs möglichst knapp angesetzt werden, um nicht von vornherein die Geldpolitik in die Finanzierung der erwarteten Inflationsrate mit einzubeziehen.

Das Ziel der Geldpolitik ist nicht Restriktion schlechthin, sondern eine Stabilisierung der Wirtschafts-

entwicklung und primär eine Stabilerhaltung des Geldwertes. Die Bundesbank wäre nur dann wirklich zu restriktiv, wenn es ihrer Politik zur Last zu legen wäre, daß längerfristig das Wachstum der Wirtschaft behindert würde und daß mit ihrer Politik eine Stabilisierung des Preisniveaus nicht zu erreichen sei. Die Wachstumserfolge in der Bundesrepublik und die im weltweiten Maßstab beachtlichen Erfolge in der Inflationsbekämpfung sprechen dafür, daß die Orientie-

rung der Bundesbankpolitik nicht einseitig ist. Das schließt nicht aus, ja es verlangt es sogar zeitweilig, daß sich manche Pläne von Teilnehmern im Wirtschaftsprozeß wegen der Knappheit an Geld und Kredit und den Kosten hierfür nicht realisieren lassen, und zwar insbesondere solche nicht, die nur dann gewinnbringend wären, wenn die Inflationsmentalität um sich griffe und damit die Spekulation auf mehr Inflation letztlich auch honoriert würde.

Reinhard Pohl

## Ist die Geldpolitik zu restriktiv?

Im Jahre 1978 verfehlte die Deutsche Bundesbank ihr geldpolitisches Ziel beträchtlich. Für den Jahresdurchschnitt hatte sie eine Expansion der Zentralbankgeldmenge von 8 % anvisiert. Tatsächlich wurden es 11 1/2 % – weit mehr als in den vier vorangegangenen Jahren. Eine anhaltend so rasch expandierende Geldversorgung übertrifft bei weitem das, was die Wirtschaft zur Finanzierung ihres Wachstums braucht. Mehr noch: Sie verhindert die Rückkehr zu einem stabilen Geldwert und beschädigt oder zerstört damit die Basis für künftiges Wirtschaftswachstum. Die Wirtschaftsforschungsinstitute empfahlen deshalb auf ihrer gemeinsamen Tagung im Oktober 1978, die „Bundesbank sollte die Expansion der Geldmenge wieder auf ein stabilisierungsgerechtes Maß zurückführen. Diesem Erfordernis würde eine Verringerung der laufenden Rate der Geldmengenexpansion von derzeit 10 bis 11 % auf 7 bis 6 % gegen Ende des Jahres 1979 entsprechen. Um dämpfende Wirkungen auf Beschäftigung und Pro-

duktion zu vermeiden, sollte das Einschwenken nicht abrupt, sondern allmählich vollzogen und vorher angekündigt werden.“<sup>1</sup>

In dieser Richtung lag das geldpolitische Ziel, das die Bundesbank im Dezember 1978 verkündete: „die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge (soll) vom vierten Quartal 1978 bis zum vierten Quartal 1979 innerhalb einer Bandbreite von 6 bis 9 % gehalten werden.“ Dabei gab die Bundesbank zu erkennen, daß bei einer ausgeprägten Tendenz zur realen Aufwertung der D-Mark und somit einem Druck auf die Inlandspreise ein steilerer Anstieg der Geldmenge vertretbar sei als in einer Situation, die durch einen zügigen Konjunkturaufschwung und inflatorische Tendenzen gekennzeichnet ist.

Von der Jahreswende 1978/79 an ergriff die Bundesbank eine Reihe von Maßnahmen zur Reduzierung der Bankenliquidität. Außerdem setzte sie mehrmals ihre Leit-

zinsen (Diskont- und Lombardsatz) herauf. Tatsächlich entwickelte sich die Zentralbankgeldmenge etwa so, wie es von den Forschungsinstituten vorgeschlagen und von der Bundesbank für den Fall einer kräftigen Konjunktur mit deutlichen Preisauftriebstendenzen geplant worden war. Nachdem die Zentralbankgeldmenge bis Mai über dem Zielkorridor gelegen hatte, erreichte sie danach die untere Hälfte dieses Korridors. Im September lag sie um 7 % (Jahresrate) über dem Wert vom vierten Quartal 1978. Ein solch „programmgemäßer“ Verlauf ist natürlich noch kein hinreichender Beweis dafür, daß die Geldpolitik richtig und treffsicher war. Immerhin sah sich das Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel zu herber Kritik herausgefordert; der Vorwurf einer überzogenen Bremspolitik setzte vor allem an der scharfen Dezelleration der Geldmenge im engeren Sinne an (M1: Bargeld und Sichteinlagen inländischer Nichtbanken). Dagegen war sich die Mehrheit der Forschungsinstitute auf der Tagung im Oktober 1979 darüber einig, daß

<sup>1</sup> Abgedruckt in: Wochenbericht des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung, Berlin, Nr. 43/44 1978, S. 419.

der bisherige geldpolitische Kurs stabilitäts- und wachstumspolitisch gerechtfertigt sei.

### Warnung der Institute

Das Herbstgutachten der Institute enthielt allerdings auch eine Warnung. In den letzten Monaten war die Zentralbankgeldmenge kaum noch gestiegen (die wieder nach oben weisende Zahl für den Oktober war damals noch nicht bekannt). „Würde diese Entwicklung anhalten, so wäre außer der notwendigen Eindämmung der Inflation auch mit einer zusätzlichen Dämpfung der realen Nachfrage zu rechnen.“<sup>2</sup> Die Institute – in der Prognose mit dem Kieler Institut uneins, in der Therapie wieder einig – empfahlen deshalb, die Bundesbank sollte alsbald auf einen Pfad zusteuern, der dem Wachstum des Produktionspotentials und einer (kurzfristig) nicht mehr vermeidbaren Preissteigerung entspricht: „Die Zentralbankgeldmenge müßte danach im Jahre 1980 mit einer laufenden Jahresrate von 7 bis 8 % expandieren.“

Im folgenden werde ich versuchen, das grundsätzlich positive Urteil über die bis zum Herbst verfolgte Geldpolitik zu begründen. Ich werde mich aber auch bemühen, den manchmal entstandenen Eindruck zu entkräften, die Institute hätten der Bundesbank de facto eine Abkehr vom bisherigen Stabilitätskurs nahegelegt. Natürlich

<sup>2</sup> Abgedruckt in: Wochenbericht des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung, Berlin, Nr. 43/44 1979, S. 449.

kann ich nur meine persönliche Auffassung vortragen; denn immer wieder wird es nicht nur zwischen Forschungsinstituten, sondern auch innerhalb von Instituten Meinungsverschiedenheiten über einzelne Aspekte der Geldpolitik geben.

Die Empfehlung vom Herbst 1978, die monetäre Expansion schrittweise zu dämpfen, und der im Herbst 1979 erteilte Rat, alsbald auf einen etwas steileren Expansionspfad einzuschwenken, waren keineswegs Aufforderungen zu einer dezidiert antizyklischen Geldpolitik. Gedacht war in erster Linie an eine Korrektur der Abweichungen vom Potentialpfad. Dies entsprach der grundsätzlichen Forderung, für mehr Stetigkeit bei der Geldpolitik zu sorgen.

Diese Forderung ist plausibel: Die reale Nachfrage reagiert auf einen geldpolitischen Kurswechsel im allgemeinen mit einer Verzögerung von mindestens drei Quartalen; bei der Preisentwicklung dauert es noch länger. Außerdem sind diese „lags“ – je nach der konjunkturellen und monetären Ausgangslage – recht variabel. Für einen solchen Zeitraum sind aber unsere Prognosen des Konjunkturverlaufs und der geldpolitischen Effekte nicht genau genug, um eine streng antizyklische Geldpolitik zu ermöglichen. Häufig kommt es zu Entscheidungsverzögerungen, aber auch zu einer Unterschätzung der Wirkungsverzögerungen. Antizyklisch gemeinte Geldpolitik wirkt

dann prozyklisch; im Aufschwung (Abschwung) wird erst so spät gebremst (angeregt), daß der folgende Abschwung (Aufschwung) verstärkt wird. Hinzu kommt, daß die Notenbank bei einer eindeutig diskretionären Politik entweder in die tarifpolitischen Auseinandersetzungen („Disziplinierung der Arbeitnehmer“) gezogen oder dem Vorwurf ausgesetzt wird, wider die Interessen der Sparer zu handeln.

### Verstetigung

Die Alternative zur antizyklischen Geldpolitik ist die Verstetigung der Geldpolitik. Im Idealfalle, in dem bereits Vollbeschäftigung und Geldwertstabilität erreicht sind, hält die Notenbank ihr Angebot an Zentralbankgeld stets auf dem Potentialpfad. Als Zentralbankgeldangebot – es wird von mir oft auch „korrigierte monetäre Basis“ genannt – wird hier die Summe von aktuellem und potentielltem Zentralbankgeld im Bestand von Banken und (meist privaten) Nichtbanken definiert<sup>3</sup>. Die stetige Expansion des Zentralbankgeldangebots soll dazu beitragen, daß Abweichungen der gesamtwirtschaftlichen Güternachfrage vom Potenti-

<sup>3</sup> Aktuelles Zentralbankgeld sind der Bargeldumlauf außerhalb der Bundesbank und die als Überschuß- und Mindestreserven gehaltenen Zentralbankguthaben der Banken – bereinigt um die Effekte von Reserve-satzänderungen. Diese Größe ist der von der Bundesbank als Zielgröße benutzten Zentralbankgeldmenge ähnlich: Diese umfaßt neben dem Bargeldumlauf bei Nichtbanken die zu Reservesätzen eines Basismonats berechneten Mindestreserven auf Inlandsverbindlichkeiten. Als potentielltes Zentralbankgeld werden die freien Liquiditätsreserven der Banken bezeichnet.

**Partner der Wirtschaft** in allen Finanzierungsfragen  
**Partner für Sie** im Außenhandel  
**in allen Fragen der Geldanlage**

**VEREINS- UND WESTBANK**

Mehr als 270 Niederlassungen in Hamburg, Schleswig-Holstein und Niedersachsen.

alpfad entgegengewirkt wird. Beispielsweise führt eine Übersteigerung der Güternachfrage dazu, daß – relativ zum Trend – die Wirtschaft mehr Kredite nachfragt und aufnimmt, daß mehr Bankeinlagen gebildet werden und ein Mehrbedarf an aktuellem Zentralbankgeld (Bargeld, Mindestreserven) geltend gemacht wird. Dies geht zu Lasten der Liquiditätsreserven der Banken. Kredite werden knapper, die Bonitätsanforderungen steigen und Fremdmittel werden teurer; aber auch die Zinssätze für Bankeinlagen und Wertpapiere ziehen an. Die Notenbank verleiht diesem Zinsanstieg durch eine Erhöhung ihrer Leitzinsen Nachdruck. Von all dem geht eine Tendenz zur Korrektur der konjunkturellen Übersteigerung aus.

Dieser „built-in-stabilizer“ kann konjunkturelle Schwankungen nicht verhindern, sondern nur mildern. Dies hat Konsequenzen für die Interpretation der verschiedenen monetären Variablen. Mit der Konjunkturbelebung steigt zwar die Neigung, Bargeld und Sichteinlagen (Geldmenge M1) zu halten; da Sichteinlagen jedoch sehr zinselastisch sind, dämpft der Zinsanstieg die Expansion von M1 ziemlich rasch. Erheblich zögernder als M1 reagieren das Kreditvolumen und die Geldmenge im weiteren Sinne ( $M3 = M1$  plus mittelfristige Termingelder und Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist) auf Änderungen der Kreditkonditionen und der Einlagenzinsen. Hier werden die Fluktuationen um den Trend stärker sein als bei M1. Eine mittlere Stellung nimmt die von der Bundesbank als geldpolitische Zielvariable verwendete „Zentralbankgeldmenge“ ein, da sie gleichsam eine Synthese aus M1 und M3 darstellt<sup>4</sup>. Für die Geldpolitik folgt hieraus: Selbst bei einem völlig unverändert expandierenden Ange-

bot an aktuellem und potentielltem Zentralbankgeld wird es Schwankungen der Kredite und des Geldvolumens M3 geben. Unvermeidlich sind aber auch gewisse Fluktuationen der Zentralbankgeldmenge. Sie müssen hingenommen werden – als Ausdruck solcher konjunkturellen Schwankungen, die nicht der Geldpolitik zuzurechnen sind. Schon aus diesem Grunde muß man sich das geldpolitische Ziel der Bundesbank stets innerhalb eines Korridors vorstellen, sofern die Bundesbank nicht selbst, wie für 1979 und 1980, einen solchen Korridor bekanntgibt.

### Unerfüllte Bedingungen

Die tatsächlich zu beobachtenden Schwankungen der Expansion der Zentralbankgeldmenge, der Bankkredite und anderer monetärer Bestände sind allerdings auch die Folge von Schwankungen der Geldpolitik selber. Denn in der Realität sind die Bedingungen für eine stetige Expansion des Angebots von (aktuellem und potentielltem) Zentralbankgeld nicht erfüllt:

□ In der Bundesrepublik Deutschland ist ein Wachstumsgleichgewicht bei Vollbeschäftigung und einigermaßen stabilem Geldwert keineswegs erreicht. Auf dem Wege dahin sind viele Hindernisse zu überwinden: ausgeprägte Fluktuationen der Auslandsnachfrage, Währungskrisen, abrupte Steigerungen von Rohstoffpreisen, Verteilungskonflikte, prozyklisches Verhalten öffentlicher Haushalte. Das jeweils „richtige“ Geldmengenziel zu finden – und das heißt: das Stetigkeitsprinzip dabei nicht allzu sehr zu verletzen –, ist natürlich unter diesen Umständen sehr viel schwieriger als in dem Ideal-

falle, in dem das gesamtwirtschaftliche Gleichgewicht bereits erreicht ist.

□ Aber auch auf dem Wege zum einmal gesetzten Ziel gibt es zahlreiche Barrieren. Die Bundesbank interveniert an den Devisenmärkten. Sie ist hierzu gesetzlich verpflichtet (Europäisches Währungssystem). Da ökonomisch notwendige Paritätsänderungen häufig verschleppt werden, kommt es immer wieder zu massiven Zuflüssen oder Abflüssen von Auslandsliquidität. Die Notenbank bemüht sich außerdem, die Wechselkursausschläge zu mildern; aber Fehleinschätzungen führen ebenfalls zu starken Devisenbewegungen. Solange unerwünschten Geldzuflüssen und -abflüssen hauptsächlich mit so starren Instrumenten wie der Änderung der Mindestreserven und der Rediskontkontingente begegnet wird, drohen Korrekturen zu spät zu kommen. In der jüngsten Zeit allerdings ist das herkömmliche Instrumentarium zur Feinsteuerung (Offenmarktpolitik) so bereichert worden (Wertpapier- und Devisenpensionsgeschäfte), daß eine gleichmäßigere Geldversorgung erhofft werden kann.

All diese Einschränkungen, denen die Geldpolitik in der Praxis unterworfen ist, sprechen nicht gegen die Grundsätze einer Verstetigung der Geldpolitik. Sie müssen aber berücksichtigt werden, wenn man ein realistisches Urteil über die Notenbankpolitik seit Anfang 1979 abgeben will.

### Vergleich mit 1973

Wie eingangs erwähnt, war es nach der Jahreswende 1978/79 erforderlich, die Abweichungen der monetären Expansion vom Stabilitätsgerechten Pfad zu korrigieren. Zunächst waren die geldpolitischen Maßnahmen so bemessen, daß

<sup>4</sup> Innerhalb der Zentralbankgeldmenge haben das Bargeld und das Reservesoll für Sichteinlagen ein größeres Gewicht als das Reservesoll für befristete Verbindlichkeiten und Spareinlagen.

nur jene Überliquidität abgeschöpft wurde, die im vierten Quartal 1978 aufgrund von Interventionen zur Stützung des Dollars entstanden war. Mit der Festigung des Dollars in den ersten Monaten von 1979 gab die Bundesbank jedoch so viel Devisen ab, daß die Banken bald über praktisch keine freien Liquiditätsreserven mehr verfügten und vorübergehend extrem stark auf den Lombardkredit ausweichen mußten. Damals wurde hier und da die – zeitweilig auch von mir geteilte – Sorge geäußert, die Bundesbank sei bei der Korrektur der bisherigen Fehlentwicklung zu weit gegangen und auf einen antizyklischen Kurs eingeschwenkt, der 1980 prozyklisch, d. h. zu restriktiv wirken werden. Für manchen Konjunkturbeobachter mag sogar der Vergleich mit 1973 nahegelegen haben: Geldpolitische Restriktionen trafen mit einer markanten Rohstoffverteuerung zusammen, die sowohl Kaufkraftentzug als auch inflatorische Gefahren mit sich brachte. Am Ende dieser Entwicklung 1975 stand eine einschneidende Rezession.

Tatsächlich ist dieser Vergleich schon deshalb vordergründig, weil 1973 der Grad der geldpolitischen Restriktion sehr viel größer war als 1979. Damals wurde das Angebot an Zentralbankgeld – und zwar zunächst des potentiellen – bis zum Frühjahr 1974 drastisch reduziert.

Der Rückgang der Bankenliquidität war nicht nur sehr viel stärker als 1979, sondern auch die Banken wurden erheblich härter getroffen, weil sie sich bis 1972 im System relativ fester Wechselkurse daran gewöhnt hatten, jederzeit reichlich Liquidität auf den Eurokreditmärkten zu erhalten. Nach der im Frühjahr 1973 durch die Freigabe des Wechselkurses ermöglichten Reduktion der Bankenliquidität auf praktisch Null begann es – bei extrem gestiegenen Zinssätzen –, im Kreditsystem hier und da zu „knirschen“. Ein Frühsymptom für den Restriktionsgrad war, daß die Expansion der Geldmenge M1, die jahrelang außergewöhnlich stark gewesen war, binnen ganz kurzer Zeit nicht nur gestoppt, sondern sogar durch einen absoluten Rückgang der Geldmenge M1 abgelöst wurde.

#### Wichtige Unterschiede

Daran gemessen ist die Restriktion diesmal schwächer ausgefallen. Die Ausweitung des Zentralbankgeldangebots ist zwar fühlbar gebremst worden, aber es gab bisher keinen nachhaltigen Rückgang. Die Abnahme der Bankenliquidität war weniger ausgeprägt als 1973. Bei der Geldmenge M1 ist es von April bis Oktober 1979 – anders als in der gleichen Periode von 1973 – nicht zur Abnahme gekommen, sondern es blieb bei einer, wenn auch sehr schwachen,

Zunahme. Auch hielt sich der Zinsauftrieb – im Vergleich zu 1973 – in engeren Grenzen.

Noch wichtiger sind die Unterschiede zwischen damals und heute in den binnenwirtschaftlichen Voraussetzungen. 1973 fiel die Ölverteuerung in eine Phase, in der nicht nur die Geldpolitik, sondern auch die Finanzpolitik auf Restriktionskurs eingeschwenkt war; ich erwähne hier nur den Stabilitätszuschlag und die Einführung einer elfprozentigen Investitionsteuer im Frühjahr 1973. Hinzu kam, daß wir es damals mit einer Periode anhaltend größer werdender Inflationsraten und – darauf aufbauend – einem beschleunigten Anstieg von Lohnsätzen und Lohnstückkosten zu tun hatten. Einer kurzen Periode leichter Gewinnsteigerungen folgte bald eine Periode der Gewinnkompression.

All dies trug dazu bei, daß der damalige erst in den Anfängen steckende Investitionsanstieg binnen kurzem sein Ende fand. Infolgedessen wurde auch die Kreditexpansion damals relativ schnell gebremst. Der Kapitalmarkt kam schließlich zum Erliegen.

1979 war die Wirtschaft widerstandsfähiger als damals. Der Investitionsaufschwung stand auf festeren Füßen. Die Inflation war bis Ende 1978 erheblich eingedämmt worden. Die Lohnpolitik war überaus maßvoll. Die Finanzpolitik

## WELTKONJUNKTUR DIENST

Jahresbezugspreis  
DM 60,-  
ISSN 0342-6335

Der Vierteljahresbericht, der von der Konjunkturabteilung des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg erarbeitet wird, analysiert und prognostiziert die wirtschaftliche Entwicklung in den wichtigsten westlichen Industrienationen sowie auf den Weltrohstoffmärkten.

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG



war auf Kräftigung der Gesamtnachfrage der Gewinne und der Investitionen gerichtet, und schon das Jahr 1978 war ein Jahr deutlich steigender Unternehmergewinne. Die Expansion der Kredite an den privaten Sektor war – von der Wohnungswirtschaft einmal abgesehen – bisher ziemlich ungebrochen. Im Gegensatz zu 1973 blieb der Kapitalmarkt diesmal funktionsfähig.

### Risiken für 1980

Wenn beim Vergleich mit 1973 die Entwicklung von Anfang bis Herbst 1979 relativ gut abschneidet, so heißt dies keineswegs, daß die Stabilisierungspolitik ohne erhebliche Risiken für 1980 ist, und zwar selbst dann nicht, wenn man weitere Energiekrisen und Währungsunruhen nicht ins Kalkül zöge. Immerhin hatte sich nicht nur die Expansion des Frühindikators Geldmenge M1, sondern auch die Expansion des zentralen geldpolitischen Indikators „Zentralbankgeldmenge“ in letzter Zeit fühlbar abgeschwächt. Die durchschnittliche Zuwachsrate dieser Größe betrug für die Zeit von Mai bis September 1979 nur noch 3 % – nach 9 % für die Monate November 1978 bis Mai 1979 und nach 11 1/2 % für die Zeit von November 1977 bis November 1978<sup>5</sup>. Im Oktober gab es zwar wieder einen Anstieg; die Abnahme von M3 im Oktober – ein vorseilender Indikator für die Zentralbankgeldmenge – deutet aber nicht auf eine Tendenzwende nach oben hin. Bei einer Fortsetzung dieser schwachen monetären Entwicklung wäre es nicht auszuschließen, daß die reale Entwicklung, also Produktion und Beschäftigung, im Jahre 1980 über Gebühr beeinträchtigt wird. Die von der Mehrheit der Forschungsinstitute für den Jahresdurchschnitt von 1980 vorgelegte Prognose einer Zuwachsrate des realen Bruttosozial-

produkts von 2 1/2 % wäre nicht mehr zu halten; und wegen der Wirkungsverzögerungen bei der Geldpolitik von mehreren Quartalen wäre es auch unwahrscheinlich, daß im Herbst 1980 die konjunkturelle Schwäche wieder überwunden wird.

Eine in den nächsten Monaten anhaltende Expansion der Zentralbankgeldmenge von nur 3 bis 4 % läge deutlich unter der potentialgerechten Expansionsrate. Von den Forschungsinstituten wurde eine „laufende“ Expansion von 7 bis 8 % (Jahresbasis) genannt; demnach müßte die Zentralbankgeldmenge alsbald in den oberen Bereich jenes geldpolitischen Zielkorridors (5 bis 8 %) geführt werden, den die Bundesbank Ende November für den Jahresverlauf von 1980 bekanntgegeben hat. Die jahresdurchschnittliche Zuwachsrate würde sich damit auf nicht mehr als 6 1/2 bis 7 % belaufen – nach reichlich 9 % im Jahre 1979.

Eine Expansion im oberen Bereich des Zielkorridors mag als stark übertrieben gelten, wenn man nur von einem Wachstum des (realen) Produktionspotentials in der Größenordnung von 3 bis 4 % ausgeht. Doch darf man nicht übersehen, daß zunächst noch eine gesamtwirtschaftliche Preissteigerung in der Größenordnung von 4 % hingenommen werden muß, wenn das reale Wachstum und die Beschäftigung nicht ernsthaft gefährdet werden sollen. Eine solche Rate ist schon deshalb „unvermeidlich“, weil die drastische Rohstoffverteuerung Anpassungsprozesse ausgelöst hat, die einige Zeit dauern.

Ein exogen verursachter Sprung im Preisniveau (Erdölverteuerung, Mehrwertsteuererhöhung) ist für sich genommen kein inflatorischer Vorgang. Doch kann er auf die „hausgemachte“ Inflation und auf

die Lohnsätze übergreifen und dadurch einen inflatorischen Prozeß in Bewegung setzen. Deshalb liegt es nahe, den bisherigen geldpolitischen Kurs bis zum Ende der Lohnrunde, also bis zum Frühjahr 1980, fortzusetzen<sup>6</sup>. Nichtsdestoweniger widersprüche eine solche Politik den oben begründeten Prinzipien einer Verstetigung der Geldpolitik. Die Bundesbank verfiel wieder in den Fehler, eine antizyklische Geldpolitik mit all ihren wenig berechenbaren Gefahren zu betreiben.

### Perverse Signalwirkung

Eine Gefahr liegt darin, daß möglicherweise eine perverse Signalwirkung erzeugt wird: Mit einer harten Geldpolitik wird die Konjunktur „beschönigt“ – mit den entsprechenden lohnpolitischen Folgen<sup>7</sup>. Nicht weniger schwer wiegt eine zweite Gefahr. Die Bundesbank könnte sich dem Vorwurf aussetzen, in die tarifpolitischen Auseinandersetzungen eingreifen zu wollen; das soziale Klima würde dadurch verschlechtert werden. Ein betont harter geldpolitischer Kurs wäre um so weniger angebracht, als sich die Gewerkschaften auch im letzten Sommer während der „Nachschlagdiskussion“ problembewußt gezeigt haben und manches dafür spricht, daß „diese Haltung auch die kommende Lohnrunde bestimmen wird“<sup>8</sup>.

<sup>5</sup> Die durchschnittlichen Zuwachsraten sind aufgrund einer logarithmischen Regression ermittelt worden.

<sup>6</sup> Ob die im November vorgenommene Erhöhung der Leitzinsen ein Vorläufer einer solchen Politik war, wage ich nicht zu entscheiden. Doch schon wegen der Möglichkeit einer solchen Interpretation halte ich sie für verfehlt, zumindest aber für verspätet. Demgegenüber verliert das Argument an Gewicht, die Erhöhung der Leitzinsen sei zur „Entzerrung“ der Zinsstruktur notwendig gewesen.

<sup>7</sup> Vgl. Zur Wirtschaftslage: Bundesrepublik Deutschland: Vermehrte Anzeichen für konjunkturelle Abschwächung; Bearbeiter Horst Seidler, in: Wochenbericht des DIW 49/79.

<sup>8</sup> Vgl. „Gemeinschaftsdiagnose“ vom Herbst 1979, a.a.O., S. 499.