

Schröder, Wolfgang

Article — Digitized Version

Dynamik der Finanzmärkte erschwert die Geldpolitik

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Schröder, Wolfgang (1982) : Dynamik der Finanzmärkte erschwert die Geldpolitik, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 62, Iss. 1, pp. 2-3

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135633>

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.



Dynamik der Finanzmärkte erschwert die Geldpolitik

Die Dynamik der Finanzmärkte bildet eine wachsende Herausforderung für die Geldpolitik, von der nicht nur deren instrumentelle Ebene, sondern sogar ihre Grundsätze berührt werden. Die geldpolitischen Orientierungsgrößen beginnen zu verschwimmen, so daß es manchen Zentralbanken zunehmend schwerer fällt, den geldpolitischen Kurs zu bestimmen. Das trifft vor allem auf die US-Zentralbank zu, weil die amerikanischen Finanzmärkte einem besonders raschen und radikalen Wandel unterworfen sind.

Aber auch die Deutsche Bundesbank steht mit ihrem geldpolitischen Konzept vor ähnlich gearteten, wenn auch nicht so schwerwiegenden Problemen. Ihre Zielgröße, die Zentralbankgeldmenge (Bargeld in den Händen der privaten Nichtbanken plus Mindestreservesoll zu konstanten Mindestreservesätzen), bildet das Ergebnis des Geldschöpfungsprozesses nicht mehr in der gewohnten Weise ab. Die Zusammensetzung der Zentralbankgeldmenge hat sich in letzter Zeit geändert; der gesamte Zuwachs an Zentralbankgeld entfiel im vergangenen Jahr ausschließlich auf die Mindestreservekomponente, während der Bargeldumlauf stagnierte. Hinzu kam, daß sich die Banken verstärkt durch die Emission kurzfristiger Bankschuldverschreibungen refinanzierten, die zwar sehr enge Substitute zu den Termineinlagen sind, aber nicht der Mindestreservepflicht unterliegen. Diese Veränderungen erlaubten den Banken, pro Einheit Zentralbankgeld ein deutlich größeres Kredit- und Einlagenvolumen als zuvor zu realisieren.

Daraus folgert die Bundesbank, daß ihre Geldpolitik bei weitem nicht so restriktiv sei, wie aus dem geringen Wachstum der Zentralbankgeldmenge geschlossen werde. Ihre Schlußfolgerung wäre allerdings nur dann uneingeschränkt richtig, wenn die beobachteten Veränderungen im Verhalten der Banken und Nichtbanken dauerhaft wären. Sie sind aber zum größten Teil nur – vorübergehende – Reaktionen auf die restriktions- und inflationsbedingt hohen Zinsen. Das gilt für die Einschränkung der unverzinsten Kassenhaltung, die sich im Rückgang der Geldmenge M1 (Bargeld plus Sichteinlagen) niederschlägt, wie auch für das Wachstum der mindestreservefreien Bankpassiva. Die Umgehung der Mindestreserve wird für die Banken um so lohnender, je höher der mit der Mindestreservehaltung verbundene Zinsverlust ist. Die Reaktionen werden wieder verschwinden, sobald die Zinsen auf ein „normales“ Niveau absinken. Sie sind daher in ihrer geldpolitischen Bedeutung ganz anders zu bewerten als Veränderungen, die für dauerhaft gehalten werden müssen.

Nur dauerhafte strukturelle Veränderungen auf den Finanzmärkten sind von einer mittelfristig angelegten Geldpolitik zu berücksichtigen. Geht die Einschränkung der Kassenhaltung oder die Änderung der Refinanzierungsstruktur beispielsweise auf Innovationen im Zahlungsverkehr oder auf die Aufhebung von gesetzlichen Vorschriften zurück, wie dies in den USA der Fall war, dann ändert sich der Bedarf der Wirtschaft an Zentralbankgeld dauerhaft, und die Notenbank muß die Zentralbankgeldexpansion knapper bemessen, will sie nicht inflationär wirken. Sind die Veränderungen an den Finanzmärkten jedoch eine Reaktion auf den Zinsanstieg, so drückt sich darin nicht ein verminderter Geldbedarf aus, sondern nur die Wirkungsverzögerung bei der Reaktion der Ausgabenentscheidungen auf den Zinsanstieg.

Es dauert mehr oder weniger lange, bis die durch den Zinsanstieg bedingte Einschränkung der Vorratshaltung, die Vertagung von Investitionsprojekten oder der Verzicht auf den Kauf langlebiger Konsumgüter den Finanzierungsbedarf vermindern. Bis dahin versuchen Banken und Nichtbanken, das knappere Zentralbankgeld effizienter zu nutzen. Reagiert die Bundesbank auf dieses – nur vorübergehende – Ausweichen, indem sie das Angebot an Zentralbankgeld noch knapper hält, dann programmiert sie weitere Einschränkungen in den Ausgaben der Investoren und Konsumenten, verschärft also die Restriktion. Die Notenbank kann eben das nominale Sozialprodukt und das Preisniveau durch ihre Geldmengensteuerung nur auf mittlere Sicht beeinflussen; dagegen sind bisher alle Versuche fehlgeschlagen, auch auf kurze Sicht – und seien es ein bis zwei Jahre – das nominale Sozialprodukt oder das Preisniveau geldpolitisch in den Griff zu bekommen. Vorübergehenden Schwankungen des Geldbedarfs, die innerhalb dieser Frist auftreten, kann die Geldpolitik nicht Rechnung tragen, wenn unerwünschte und unkontrollierbare Nebenwirkungen vermieden werden sollen.

Wenn die Bundesbank meint, der Geldmantel sei gegenwärtig weder zu eng noch zu weit bemessen, so wäre dem nur dann zuzustimmen, wenn die Änderungen der monetären Szene als dauerhaft angesehen werden könnten. Da das nach unserer Einschätzung bestenfalls für einen kleinen Teil der Veränderungen zutrifft, muß die geringe Ausweitung der Zentralbankgeldmenge, die nun schon seit zwei Jahren zu beobachten ist, unverändert als Ausdruck einer zu restriktiv geführten Geldpolitik gedeutet werden.

Die Entscheidung, ob eine Veränderung als vorübergehend oder als dauerhaft anzusehen ist, bleibt freilich zunächst dem subjektiven Urteil des Beobachters überantwortet. Auch die quantitativen Methoden der Wirtschaftswissenschaft lassen darüber erst nach ausreichender Beobachtungszeit gesicherte Aussagen zu. Für die Geldpolitik erwächst daraus das Problem, im Falle mutmaßlich dauerhafter Veränderungen schon dann handeln zu müssen, wenn noch keine gesicherten Erkenntnisse vorliegen. Die Wissenslücken müssen dann durch Intuition ausgefüllt werden. Freilich muß die Entscheidung, einen beobachteten Wandel als dauerhaft anzusehen, die zu einer Änderung der geldpolitischen Strategie Anlaß gibt, mit größter Sorgfalt getroffen werden. Denn die Notenbank ist keineswegs nur „Leidtragende“ der Veränderungen, sondern sie zählt zu den wichtigsten Gestaltern der Strukturen.

Sie muß davon ausgehen, daß jede Anpassung ihrer Strategie wiederum das Verhaltensmuster von Banken und Nichtbanken im Inland wie im Ausland beeinflußt. Bis Anfang 1979 meinte die Bundesbank, mit einer expansiven Politik der im Ausland gestiegenen Nachfrage nach D-Mark gesondert Rechnung tragen zu müssen. Die expansive Geldpolitik ermöglichte aber die Beschleunigung der Inflation und hat damit sicherlich zum Vertrauensverlust für die D-Mark und dem Schrumpfen des Währungsraumes der D-Mark beigetragen, der in den letzten Jahren offenbar eingetreten ist. Der Währungsraum erschien also nur bei unveränderter Geldpolitik als autonome Größe. Sobald die Bundesbank versuchte, der von ihr für dauerhaft gehaltenen Ausdehnung Rechnung zu tragen, erwies es sich, daß er vom geldpolitischen Kurs abhängig war.

In einem Umfeld, das durch Phasen raschen Wandels gekennzeichnet ist, liegen die geldpolitischen Alternativen in einem Spektrum zwischen zwei Extremen: Zum einen könnte die Notenbank rigoros einem für längere Zeit im voraus festgelegten Geldmengenziel folgen. Zum anderen könnte sie, einem dynamischen Unternehmer gleich, beständig neue Leitlinien, Instrumente und Techniken für ihre Geldpolitik entwickeln, um so jedes vermeintliche Steuerungsdefizit zu beheben. Das aber würde die Desorientierung noch verstärken, die jeder rasche Wandel ohnehin mit sich bringt. Mit spontanen Reaktionen vergibt eine Notenbank die Chance, die sie im Gegensatz zu den Marktteilnehmern hat, nämlich autonom Orientierungsmaßstäbe für den Markt zu setzen. Eine Notenbank, die zu sehr auf Flexibilität bedacht ist und damit meint, in jedem Augenblick richtig handeln zu können, läuft Gefahr, von der aktuellen Entwicklung beherrscht zu werden, anstatt sie zu beherrschen. Die Kunst der Geldpolitik besteht darin, den von ihr gestalteten Teil des Ordnungsrahmens nur so schnell den endogenen Veränderungen anzupassen, daß er nicht zu einem Hindernis der Entwicklung wird, aber auch nur so langsam, daß seine Funktion als Richtmaß ökonomischen Handelns erhalten bleibt.