

Hammann, Detlev

**Article — Digitized Version**

## Potentialorientierung der Geldpolitik: Doch nur eine Leerformel?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Hammann, Detlev (1982) : Potentialorientierung der Geldpolitik: Doch nur eine Leerformel?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 62, Iss. 3, pp. 129-133

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135659>

**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.*

# Potentialorientierung der Geldpolitik: Doch nur eine Leerformel?

Detlev Hammann, Bonn

In der Dezemberausgabe des WIRTSCHAFTSDIENST veröffentlichten wir einen Artikel von Wolfgang Schröder<sup>1</sup> und in der Februarausgabe einen Beitrag von Armin Rohde<sup>2</sup> zu Fragen der aktuellen Geldpolitik. Hierzu eine Replik von Dr. Detlev Hammann.

Wolfgang Schröder beschäftigt sich eingehend mit dem geldpolitischen Kurs der Bundesbank; Armin Rohde untersucht das Geldmengenziel der Bundesbank für 1982 aus einem mehr praktisch-technischen Blickwinkel. Beide Autoren bejahen grundsätzlich das potentialorientierte Steuerungskonzept der Bundesbank. Schröders Ausführungen gipfeln in dem Vorwurf, daß die Bundesbank faktisch die „grundlegende Philosophie“ einer potentialorientierten Politik in Frage gestellt habe. Rohde wirft Zweifel auf, ob das Geldmengenziel für dieses Jahr genügend monetären Spielraum für das notwendige reale Wachstum lassen wird.

Im folgenden soll untersucht werden, inwieweit beiden Autoren und insbesondere den Thesen von Schröder zugestimmt werden kann. Denn einerseits fällt es schwer zu glauben, daß das tatsächliche Wachstum der Zentralbankgeldmenge im vergangenen Jahr – mit 3,5 % liegt es noch unter dem mit 4-7 % ohnehin schon recht breit anvisierten Zielband – noch etwas mit Potentialorientierung zu tun hat. Andererseits gibt es – im Gegensatz zur Auffassung von Schröder – gute Gründe dafür anzunehmen, daß die Politik der Bundesbank im vergangenen Jahr ohne überzeugende Alternative war. Die hier vertretene Analyse legt den Schluß nahe, daß die Potentialorientierung trotz einer mehrjährigen Tradition keine eindeutige Formel für geldpolitisches Handeln darstellt.

Zunächst soll auf die von der Bundesbank vorgenommene Ableitung eines potentialorientierten Geldmengenziels eingegangen werden. Die sich daran anschließende Überlegung geht von der Annahme aus, daß eine potentialorientierte Politik nur dann sinnvoll ist, wenn

der vorgegebene und auch mit geldpolitischen Instrumenten zu kontrollierende volkswirtschaftliche Prozeß im großen und ganzen gleichgewichtig verläuft oder höchstens unsystematisch gestört wird. Liegen jedoch *eindeutige* Anzeichen dafür vor, daß das nicht der Fall ist, so bleibt der Notenbank keine andere Wahl, als auf diskretionäre Maßnahmen zurückzugreifen. In den letzten Jahren sind eine Reihe von Störungen dieser Art zu verzeichnen. Sie kommen aus dem außenwirtschaftlichen Bereich oder werden dort in aller Schärfe sichtbar.

## Ableitung des Geldmengenziels

Die Bundesbank leitet ihr Geldmengenziel aus „normativ“ zu verstehenden gesamtwirtschaftlichen Eckdaten ab. Normativ bedeutet, daß die Ermittlung des künftigen notwendigen Finanzierungsspielraums nicht nur auf soweit wie möglich gesicherten Projektionen beruht, sondern daß der zukünftige monetäre Kurs durchaus auch Zielcharakter haben soll. Folgende Größen sollen berücksichtigt werden<sup>3</sup>:

- das erwartete Wachstum des Produktionspotentials,
- die „wünschenswerte“ Veränderung des gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrades,
- der „unvermeidbare“ Preisanstieg und
- die erwartete Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes.

Das Wachstum des Produktionspotentials schätzt die Bundesbank für das kommende Jahr auf 1½-2 %. An-

<sup>1</sup> Wolfgang Schröder: Geldpolitik unter veränderten weltwirtschaftlichen Bedingungen, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 61. Jg. (1981), H. 12, S. 622 ff.

<sup>2</sup> Armin Rohde: Ist das Geldmengenziel für das Jahr 1982 angemessen?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 62. Jg. (1982), H. 2, S. 78 ff.

<sup>3</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Die währungspolitischen Institutionen und Instrumente in der Bundesrepublik Deutschland, Frankfurt a. M. 1980, S. 24.

*Dr. Detlev Hammann, 32, ist Referent im Bundesfinanzministerium, Abteilung Geld und Kredit.*

dere Berechnungen – beispielsweise die des Sachverständigenrats – gelangen zu leicht höheren Werten. Die Differenz beruht neben den unterschiedlichen Methoden sicherlich auch auf unterschiedlichen Annahmen, beispielsweise über die Höhe der Nettoinvestitionen, die Veralterung bestehender Produktionsanlagen und damit über das Wachstum des Kapitalstocks. Damit zeigt sich aber bereits, wie schwer genaue und damit vertrauenswürdige Werte für diese zentrale Größe zu ermitteln sind.

### Unvermeidbarer Preisanstieg

Der „unvermeidbare“ Preisanstieg im Jahresdurchschnitt ist eine noch schwerer zu operationalisierende Größe. Im strengen Wortsinn unvermeidbar für 1982 ist nur der Preisüberhang des Jahres 1981 (also das, was von 1981 aus für 1982 in jahresdurchschnittlicher Betrachtung fortwirkt). Alle anderen Preiserhöhungen sind, zumindest theoretisch, vermeidbar. Als Ausnahmen könnten administrativ verfügte Maßnahmen wie Erhöhungen des Briefportos sowie diverser Verbrauchsteuern angesehen werden. Sind aber auch nicht einzelne vom privaten Bereich ausgehende Preissteigerungen unvermeidlich? Wie steht es mit wechselkursbedingten Preissteigerungen? Oder ist die „unvermeidliche“ Preissteigerungsrate letztlich nur ein Ausdruck für den Grad der Verfestigung sozioökonomischer Strukturen und tiefverwurzelter inflationärer Erwartungen, die kurz- und mittelfristig nur unter hohen Kosten für Produktion und Beschäftigung verändert werden können?

Die Bundesbank löst dieses Problem folgendermaßen: Vom zu erwartenden Anstieg des BSP-Deflators wird ein Abzug vorgenommen, der ihren stabilitätspolitischen Ehrgeiz widerspiegelt; in der Regel ist dies 1 %. Für 1982 bedeutet dies: prognostizierter Anstieg des BSP-Deflators: 4½ %, d. h. 3½ % „unvermeidlicher“

Preisanstieg. Auch dies ist ein Verfahren, das notwendigerweise nicht zu hinreichend präzisen Werten führen kann.

### Umstrittene Determinanten

Werden Potentialwachstum und unvermeidlicher Preisanstieg in der Regel als Determinanten für das Geldmengenziel akzeptiert, so ist die Einbeziehung von Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit und des Auslastungsgrades umstritten. Die Wirtschaftsforschungsinstitute erwähnen beispielsweise in ihrem jüngsten Herbstgutachten beide Faktoren nicht. Das läßt folgende Deutung zu: Implizit wird entweder angenommen, daß diese Größen grundsätzlich nicht in das – im Prinzip *mittelfristig* angelegte – Konzept der Potentialorientierung hineinpassen oder daß sich deren Veränderungen ständig kompensieren.

Die erste Position läßt sich auch so umschreiben: Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit und des Auslastungsgrades sind konjunkturelle Phänomene. Da eine potentialorientierte Politik gerade den vollkommenen Gegensatz zu einer diskretionären, d. h. einer ständig auf konjunkturelle Schief lagen reagierenden Geldpolitik bilden soll, haben sie bei dieser potentialorientierten Politik grundsätzlich nichts zu suchen. Außerdem reagiert die Umlaufgeschwindigkeit in der kurzen Frist auf die allgemeine Einkommens- und Konjunkturentwicklung und vor allem auch auf die Geldpolitik selbst und die damit einhergehenden Zinsschwankungen. Sie ist damit eine endogene Größe, die nicht zu den exogenen Bestimmungsgründen der zu formulierenden Politik gehört.

Sofern jedoch – und dies ist die zweite Position – Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit und des Auslastungsgrades tatsächlich nur konjunktureller und da-

## ORDO

Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft  
**Band 32.** 1981. XVIII, 326 S., kart. DM 76,-  
 Herausgegeben von Prof. Dr. H. O. Lenel u. a.

Der 32. ORDO-Band hat ein besonderes Gesicht: Aus Anlaß des 80. Geburtstages von Gottfried Haberler wird im Vorwort das wissenschaftliche Werk dieses prominenten liberalen Nationalökonom (der zu den Autoren dieses Jahrbuchs zählt) gewürdigt und in einer Reihe von Aufsätzen die Diskussion auf den Gebieten weitergeführt, zu denen v. Haberler viele wichtige Beiträge geliefert hat. Diese Aufsätze bilden zusammen ein geschlossenes Ganzes. Sie behandeln Probleme, die die praktische Wirtschaftspolitik in letzter Zeit

vorrangig beschäftigen: die Unabhängigkeit der Notenbankpolitik, ordnungspolitische Voraussetzungen einer erfolgreichen Stabilisierungspolitik, den Zusammenhang zwischen flexiblen Wechselkursen und binnenwirtschaftlicher Stabilität, den neuen Protektionismus und die ihm zugrundeliegenden Anpassungswiderstände, Wettbewerbsprozesse unter dem Einfluß internationaler Wirtschaftsbeziehungen sowie Beiträge zu ordnungspolitischen Problemen, zur Krise des Wohlfahrtsstaats und zur Mietpolitik in der Bundesrepublik Deutschland.

**Ebenso lieferbar sind die Bände 5–31.**

**Gustav Fischer Verlag**  
**Stuttgart · Pf. 72 01 43**



mit kurzfristiger Natur sind, können sie sich im Hinblick auf ihre Finanzierungsnotwendigkeit durch eine entsprechende Ausweitung der Zentralbankgeldmenge kompensieren. Eine anziehende Konjunktur wird unter sonst gleichen Umständen die Umlaufgeschwindigkeit erhöhen (und damit den Zentralbankgeldbedarf senken) und gleichzeitig den Auslastungsgrad steigern (und damit auch den Zentralbankgeldbedarf erhöhen).

Der Sachverständigenrat geht hier anders vor. Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit werden von ihm nur dann berücksichtigt, insoweit sie einen längerfristigen Trend signalisieren. In dem Jahressgutachten 1981/82 (Zf. 203) wird davon ausgegangen, daß auch im Jahre 1982 die seit zehn Jahren zu beobachtende Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit anhalten wird und daß infolge dieser geringeren Nutzung einer Einheit Zentralbankgeld die Zuteilung von Zentralbankgeld im Jahresverlauf entsprechend erhöht werden muß. Sonst würde die Geldpolitik trendmäßig eine deflationäre Ausrichtung bekommen. Rohde weist dagegen auf die extremen jährlichen Schwankungen der Veränderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit hin, die es fraglich erscheinen lassen, daraus auf einen eindeutigen Trend zu schließen.

#### Position der Bundesbank

Die explizite Einbeziehung einer veränderten Umlaufgeschwindigkeit für das vergangene Jahr und einer Veränderung des Auslastungsgrades für dieses Jahr in das jeweilige Geldmengenziel verdeutlicht, daß die Bundesbank sich keine dieser beiden Positionen zu eigen macht. So rechnete die Bundesbank für das vergangene Jahr mit einer jahresdurchschnittlichen Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit und nahm einen entsprechenden Abschlag beim Geldmengenziel vor. Tatsächlich aber blieb die Umlaufgeschwindigkeit (gemessen als Relation von Bruttoinlandsprodukt zu jahresdurchschnittlichem Wert der Zentralbankgeldmenge) nahezu konstant. Für dieses Jahr unterstellt die Bundesbank keine Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit. Sie rechnet diesmal jedoch mit einem im Jahresdurchschnitt abnehmenden Auslastungsgrad (dem allerdings eine Zunahme im Jahresverlauf entspricht).

Die seit einigen Jahren vorgenommene Formulierung eines Zieltrichters stellt *grundsätzlich* ebenfalls eine Abweichung vom Pfad der reinen Potentialorientierung dar. Denn wenn im Beschluß des Zentralbankrats die jeweilige monetäre Expansion von verschiedenen Vorbehalten konjunktureller und außenwirtschaftlicher Art abhängig gemacht wird, so bedeutet dies ja nichts anderes, als daß – einmal von technisch bedingten Treffgenauigkeiten abgesehen – nur im Ausnahmefall der

Potentialpfad angestrebt wird. Alle diese Ausführungen zeigen klar, daß über das von Schröder und Rohde favorisierte Konzept der Potentialorientierung alles andere als Einigkeit besteht. Wenn man weiterhin berücksichtigt, daß die Bundesbank ihr jeweils selbst gestecktes Ziel auch seit Einführung des Zieltrichters nur in Ausnahmefällen erreicht hat, ergibt sich über die Feststellung hinaus, daß die Potentialorientierung ein vieldeutiges Konzept ist, die zwingende Frage, ob sie nicht auch eine theoretisch unbefriedigende Handlungsanweisung für die Geldpolitik darstellt.

#### Andere Einflußfaktoren

Man muß deshalb die grundsätzliche Frage stellen, ob selbst eine konsequent angewendete potentialorientierte Geldpolitik – verstanden als mittelfristig angelegte, im wesentlichen am Wachstum des Produktionspotentials ausgerichtete Ausweitung der Zentralbankgeldmenge – gegenwärtig überhaupt eine angemessene Zielvorstellung sein kann. Die Begründung für eine stetige Ausweitung des Geldangebots ist eine in mittelfristiger Prognose stetig wachsende Geldnachfrage. Die Geldnachfrage wächst aber nur dann stetig, wenn sie in eindeutiger Weise von ebenfalls stetig wachsenden Faktoren abhängt, beispielsweise vom Wachstum des Produktionspotentials bei konstant bleibendem Auslastungsgrad.

Die Erfahrungen der letzten Jahre legen jedoch den Schluß nahe, daß andere und sehr viel unetigere Faktoren die Geldnachfrage beeinflußt haben. Zu nennen ist hier in erster Linie die außenwirtschaftliche Entwicklung, d. h. die miteinander verwobene Dynamik von Leistungsbilanz-, Wechselkurs- und Preisentwicklung. Dies soll anhand der Entwicklung im Jahre 1978 näher erläutert werden.

Das Jahr 1978 war für die Bundesrepublik Deutschland durch den zweithöchsten Leistungsbilanzüberschuß ihrer Geschichte gekennzeichnet (+ 18,4 Mrd. DM; 1974: + 26,6 Mrd. DM). Besonders hoch war der Überschuß im 4. Quartal (+ 8,6 Mrd. DM). Die seit Jahren positive Leistungsbilanzentwicklung erzeugte eine nachhaltige Aufwertungserwartung für die D-Mark. Der Index des Außenwerts der D-Mark gegenüber dem US-Dollar betrug im Dezember 1978 171,2 (Basis Ende 1972 = 100). Obwohl ein halbes Jahr später die Leistungsbilanzentwicklung bereits „umkippte“ – das Defizit im 2. Quartal 1979 betrug 2,2 Mrd. DM – und auch in der Folgezeit defizitär blieb, war dies noch ohne Einfluß auf die Wechselkursentwicklung der D-Mark. Sie erreichte vielmehr im Januar 1980 den (bisher) absoluten Höhepunkt mit einem Indexwert von 187,0. Mit dieser starken nominalen Aufwertung hatten sich gleichzeitig

die Terms of Trade entsprechend stark verbessert. Im Jahre 1978 beliefen sie sich auf 102,7, das war der höchste Wert seit der ersten Ölpreiskrise (zum Vergleich: August 1981: 81,3). Die Verbraucherpreise stiegen im Durchschnitt des Jahres 1978 nur um 2,7 %, d. h. um einen Wert, der zuletzt im Jahre 1969 unterschritten werden konnte.

Dies alles fand statt, obwohl in den Jahren 1977 und 1978 das monetäre Wachstumsziel weit übertroffen wurde. Für 1977 hatte der Zentralbankrat ein Jahresdurchschnittsziel von 8 % beschlossen. Ihm entsprach im Jahresverlauf (Durchschnitt viertes Quartal gegenüber entsprechendem Vorjahreszeitraum) ein Ziel von 6-7 %. Das Verlaufsergebnis betrug aber 9,5 %. Für 1978 wurde wiederum ein Durchschnittsziel von 8 % angestrebt. Auf entsprechende Verlaufsdaten umformuliert bedeutete dies 5-7 %. Das Ergebnis lag diesmal bei 12,8 %.

### Plausible Interpretation

Im Rückblick verfügt die folgende Interpretation über ein hohes Maß an Plausibilität: Hätte die Bundesbank in dieser Zeit – in der, getragen von einer fast ständigen DM-Aufwertungserwartung und einer zunehmenden Diversifizierung internationaler Reserve- und Anlagemedien auch zugunsten der D-Mark, eine starke Nachfrage nach DM-Finanzaktiva bestand – dieser Nachfrage nicht stattgegeben, so wäre zweifellos die DM-Aufwertung noch höher gewesen. Dies hätte gleichzeitig den internen Preisauftrieb weiter gedämpft mit der Folge einer noch stärkeren realen DM-Aufwertung. Dies hätte in der Folgezeit zu möglicherweise noch größeren Einbußen an Wettbewerbsfähigkeit und einem noch stärkeren Einbruch in der Handels- und Leistungsbilanz geführt.

Damit wird zugleich deutlich, daß in dieser ganz eindeutig von außenwirtschaftlichen Entwicklungen dominierten Situation ein potentialorientierter und damit – gemessen an der tatsächlichen Entwicklung – sehr viel restriktiverer Kurs keine angemessenere geldpolitische Reaktion dargestellt hätte. Denn zugleich mit der Verbesserung der Terms of Trade werden interne Verteilungsspielräume (zuungunsten des Auslandes) geschaffen, die dann nur beibehalten werden können, wenn der höhere reale Wechselkurs unverändert bleibt. Da aber der hohe Wechselkurs bereits das Umschlagen der Handels- und Leistungsbilanzsalden und über entsprechende Wechselkursänderungserwartungen auch eine dann einsetzende Abwertung und den Anstieg des heimischen Preisniveaus in sich trug, waren diese Terms-of-Trade-bedingten Verteilungsspielräume nur kurzfristiger Natur. Angesichts allgemeiner Widerstände, im Zuge einer Verschlechterung der Terms of Trade

dann auch die interne Absorption zurückzuführen, bestanden keine günstigen Voraussetzungen für eine schnelle Wiedererlangung des außenwirtschaftlichen Gleichgewichts.

In den letzten beiden Jahren war nun genau die umgekehrte Entwicklung zu beobachten. Das hohe Leistungsbilanzdefizit im Jahre 1980 – das von hohen privaten Kapitalabflüssen begleitet wurde, die nur annähernd durch öffentliche Kapitalimporte kompensiert werden konnten, so daß in fast gleich großem Umfang Währungsreserven zur Deckung dieses Leistungsbilanzdefizits herangezogen werden mußten – hat den nominalen und auch den realen Wechselkurs der D-Mark sehr weit nach unten gedrückt.

Dadurch konnte aber wiederum nur ein neuer ungleichgewichtiger Prozeß in Gang gesetzt werden. Die nominale Abwertung läßt die Importrechnung in die Höhe schnellen und die Exporterlöse sinken, während die Handelsvolumina noch nicht auf die reale Abwertung reagieren (J-Kurveneffekt). Mit dem Ende der übermäßigen nominalen Abwertung bzw. sobald der reale Abwertungseffekt den (nominalen) Terms-of-Trade-Effekt überkompensiert, tritt jedoch die Verbesserung der realen Wettbewerbsposition deutlich zu Tage. Dies ruft wiederum Aufwertungserwartungen hervor, so daß nunmehr sogar wegen des damit jetzt verbundenen Rückgangs der Importrechnung und der Steigerung der Exporterlöse wieder massive Leistungsbilanzüberschüsse nicht völlig auszuschließen sind. Der hohe Leistungsbilanzüberschuß im vierten Quartal 1981 scheint dies zu bestätigen.

### Eine andere Sicht

Lassen die hier präsentierten Fakten – so könnte eingewandt werden – nicht auch eine ganz andere Argumentation zu? Danach könnte die starke Geldmengenerweiterung in den Jahren 1977 und 1978 die interne Absorption eher übermäßig angeregt haben und hätte somit – gemäß der monetären Zahlungsbilanztheorie – die Leistungsbilanzverschlechterung (mit-)verursacht und auch den Grundstock für die zwei Jahre später einsetzende Inflationierung gelegt. Eine in dieser Zeit (1977/78) restriktivere, d. h. potentialorientierte Geldpolitik hätte zwar zu einem noch stärkeren Anstieg des realen DM-Wechselkurses geführt; dieser Anstieg wäre möglicherweise jedoch zeitlich begrenzt gewesen und hätte somit keine negativen realen Auswirkungen entfalten können. Denn von der nichtdiskretionären Geldpolitik wären keine störenden Einflüsse ausgegangen; der reale Wechselkurs hätte stets den ungefähren Stand unserer Wettbewerbsfähigkeit widergespiegelt und somit gleichgewichtsfördernd gewirkt.

Weiterhin könnte gefragt werden, warum denn nicht die Gründe fortgeiten, die zur Einführung einer Politik geführt haben, die auf eine regelbestimmte Steuerung monetärer Aggregate ausgerichtet ist. Hierbei handelt es sich um die Unkenntnis der Lag-Strukturen und die auch der breiten Öffentlichkeit eingängige Setzung monetärer Rahmendaten (die allerdings nur sinnvoll ist, wenn sie auch tatsächlich eingehalten wird).

Dazu ist folgendes zu bemerken: Der Wechselkurs ist niemals – auch auf die Gefahr hin, einen Allgemeinplatz zu wiederholen – allein das Ergebnis der heimischen Politik. Der Vertrauensverlust des US-Dollars in den Jahren 1977/78, der Reagan-Bonus und eine rigide amerikanische Geldpolitik in den vergangenen ein bis zwei Jahren haben einen sehr viel größeren Beitrag zur Aufwertung bzw. Abwertung der DM geleistet als dies die jeweilige heimische Entwicklung vermocht hätte. Diese externen Faktoren werden auch nicht durch eine im Inneren betriebene potentialorientierte Politik beseitigt. Das damit zusammenhängende Hin- und Herschlagen von Leistungsbilanzsalden, denen heftige nominale und auch reale Wechselkursbewegungen vorangingen, und die selbst wiederum Ursache für große Wechselkursbewegungen sind, kann dann die Geldpolitik nicht im Vertrauen darauf ignorieren, daß eine potentialorientierte Geldpolitik „stabile Erwartungen“ (Schröder) ermöglicht. So hätte ein potentialorientierter geldpolitischer Kurs im vergangenen Jahr (etwa ein Wachstum der Zentralbankgeldmenge von 5,5 % statt der tatsächlichen 3,5 %) nur signalisiert, daß die Bundesbank nichts gegen den drohenden Prozeß der Preisbeschleunigung unternimmt und damit auch die strukturellen Schäden einer Inflation und einen Konflikt mit ihrem stabilitätspolitischen Auftrag in Kauf nimmt. Der Optimismus von Schröder, daß das in dieser Zeit entstandene Inflationspotential ohne längerfristige nachteilige Folgen bleibt, da es sich später wieder zurückbildet, kann nicht geteilt werden.

Eine potentialorientierte Politik ist, das werden auch deren Vertreter zugeben müssen, stets nur eine Second-best-Lösung. Wenn offensichtliche und eindeutige Störungen zutage treten, wird eine optimale Geldpolitik stets versuchen müssen, gegenzuhalten. Infolge der hohen Einbindung der Bundesrepublik Deutschland in den Weltmarkt werden sowohl interne Fehlentwicklungen (z. B. ein möglicher Verlust an Wettbewerbsfähigkeit) als auch von außen kommende Schocks (z. B. die Ölpreiserhöhungen) in erster Linie im außenwirtschaftlichen Bereich sichtbar. Massive Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz und heftige Wechselkursbewegungen sind dann Indikatoren, die die Notwendigkeit einer vom potentialorientierten Pfad abweichenden

Geldpolitik aufzeigen. Würde die Geldpolitik nicht reagieren, bestünde die Gefahr, das die von diesen Störungen ausgehenden Schäden später nur mit einem sehr viel kostspieligeren Aufwand behoben werden könnten bzw. mit einem dauernden Wohlstandsverlust bezahlt werden müßten, da die notwendigen Gegenmaßnahmen hinausgezögert wurden.

In diesem Zusammenhang ist auch die Schlußfolgerung von Schröder, daß „der gegenwärtig zu beobachtende Anstieg der Inflationsrate (. . .) ausschließlich als Reflex relativer Preisänderungen verstanden werden (muß), der keine geldpolitische Restriktion herausfordern sollte“, nicht verständlich. Das Spiel relativer Preise ist – zumindest theoretisch – auch bei einem konstanten oder einem geringeren Anstieg des Preisniveaus möglich.

### Schlußfolgerungen für die Geldpolitik

Die tatsächlich bei uns betriebene Geldpolitik scheint für die hier vertretene Auffassung zu sprechen. Da unsere Volkswirtschaft keine Insel ist und wir in hohem Maße auch von der Geldpolitik anderer Länder (insbesondere der USA) berührt werden, bleibt der Bundesbank letztlich nichts anderes übrig, als die von ihr allein beeinflussbaren Geldmarktbedingungen im Hinblick auf das außenwirtschaftlich Gebotene auszurichten. Ob sie das mehr durch den Einsatz der Leitzinsen oder mehr durch den Einsatz ihres liquiditätspolitischen Instrumentariums bewerkstelligt, ist von untergeordneter Bedeutung. Ebenfalls zweitrangig ist dann auch das Einlagen- bzw. (Zentralbank-)Geldmengenwachstum, das aus diesen Maßnahmen resultiert. Mit anderen Worten: Es wird dann auch fraglich, ob die Bundesbank in bestimmten zins- und wechselkurspolitischen Situationen überhaupt aktiv bestimmte Geldmengenziele ansteuern kann, d. h. ob von außen vorgegebene Zinsen die Zentralbankgeldmenge nicht eher zu einer von ihr nicht mehr völlig kontrollierbaren Größe machen.

Eine endgültige Einschätzung der jetzigen Bundesbankpolitik wird nicht davon ausgehen können, ob diese Politik potentialorientiert war oder nicht. Der mit dem Leistungsbilanzdefizit – das 1980 das bisher größte aller westlichen Industriestaaten war – notwendig verbundene Prozeß der Einkommensabtretung an das Ausland mußte auf jeden Fall, und dann mit möglichst geringen Inflationsraten, geleistet werden. An der grundsätzlichen Notwendigkeit auch eines geldpolitischen Beitrags, der dieses Leistungsbilanzdefizit zu vermindern und mindestens einen Teil der massiven DM-Abwertung sowie der davon ausgehenden Preissteigerungen einzugrenzen hilft, sollte kein Zweifel bestehen.