

Willms, Manfred

Article — Digitized Version

Zehn Jahre Geldmengensteuerung

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Willms, Manfred (1983) : Zehn Jahre Geldmengensteuerung, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 63, Iss. 12, pp. 595-602

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135867>

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

Zehn Jahre Geldmengensteuerung

Manfred Willms, Kiel

Vor zehn Jahren ging die Deutsche Bundesbank zu einer stärkeren Steuerung der Zentralbankgeldmenge über. Im Zusammenhang damit führte sie neue geldpolitische Instrumente ein und legte Zielgrößen für die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge jährlich im voraus fest. Professor Manfred Willms untersucht, ob und wie sich das Verhalten der Deutschen Bundesbank seither veränderte, welche gesamtwirtschaftlichen Variablen die Politik der Bundesbank bestimmten und welche Wirkungen von der „neuen Geldpolitik“ ausgingen.

Im Jahre 1973 hat die Deutsche Bundesbank die Bankenliquidität als Indikator und Steuerungsgröße der Geldpolitik durch die Zentralbankgeldmenge ersetzt. Dieser „neue Weg der Geldpolitik“ (Deutsche Bundesbank) war möglich geworden, nachdem die Interventionspflicht gegenüber dem US-Dollar mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems im März 1973 aufgehoben worden war¹. Er war notwendig geworden, weil die freien Liquiditätsreserven der Geschäftsbanken im Frühjahr 1973 annähernd auf Null geschrumpft waren, so daß ihre weitere geldpolitische Bedeutung entfiel. Zuvor schon war die Indikatorfunktion der freien Liquiditätsreserven in Frage gestellt worden, nachdem sich gezeigt hatte, daß die Banken bei extrem hohem Zinsniveau die Kreditvergabe ausweiteten und hierfür einen Rückgang der Liquiditätsquote in Kauf nahmen. Der bis dahin von der Bundesbank unterstellte, theoretisch aber ohnehin nicht abgesicherte Zusammenhang, daß eine Verringerung der freien Liquiditätsreserven zu einer Verringerung der Geld- und Kreditexpansion führen würde, war damit in der Praxis widerlegt worden.

Letztendlich dürfte die Hinwendung zur Zentralbankgeldmenge auch durch die hohen Inflationsraten zu Beginn der 70er Jahre bedingt gewesen sein. Im Zusammenhang damit hatte sich weltweit die Erkenntnis

durchgesetzt, daß der Inflationsprozeß als Ergebnis einer in Relation zum realen Wirtschaftswachstum zu exzessiven Geldmengenexpansion anzusehen ist. Mit dem wachsenden Widerstand der Bevölkerung gegen die Inflationspolitik der Regierungen nahm in den Industrieländern der politische Druck auf die Zentralbanken zu, zur Inflationsbekämpfung das Geldmengenwachstum einzuschränken. Dies bedeutete für die Geldpolitik zwangsläufig eine stärkere Beachtung monetärer Aggregate. Die Deutsche Bundesbank hat die damit erforderliche Umorientierung als eine der ersten Zentralbanken konsequent vollzogen.

Ist der Übergang von der Steuerung der freien Liquiditätsreserven zur Steuerung der Zentralbankgeldmenge mehr als technische Umstellung oder als grundlegende Umorientierung des geldpolitischen Verhaltens der Deutschen Bundesbank anzusehen? Um diese Frage zu beantworten, ist zu untersuchen, ob und in welchem Ausmaß die Bundesbank ihr Steuerungsinstrumentarium und ihre Steuerungspraxis geändert hat. Die freien Liquiditätsreserven definiert als Summe aus Überschußreserven, Geldmarktpapieren und unausgenutzten Rediskontkontingenten der Geschäftsbanken wurden im wesentlichen durch eine Kombination von Mindestreserve-, Diskont-, Lombard- und Offenmarktpolitik beeinflusst. Hierbei löste die Bundesbank über die Mindestreservpolitik direkte Mengeneffekte auf die freien Liquiditätsreserven aus, während sie diese über die Diskont-, Lombard- und Offenmarktpolitik mengenmäßig überwiegend indirekt steuerte. Im Rahmen der letztgenannten Instrumente legte sie die Zinssätze fest, zu denen sie den Geschäftsbanken innerhalb vorgegebener

Prof. Dr. Manfred Willms, 49, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften und Direktor des Instituts für Wirtschaftspolitik der Christian-Albrechts-Universität Kiel. Seine Spezialgebiete sind die Geldpolitik, die Konjunkturpolitik und die Internationale Währungspolitik.

¹ Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht für das Jahr 1973, S. 3.

Rediskontkontingente Kredite gegen die Hingabe rediskontfähiger Wechsel (Diskontpolitik) bzw. gegen Verpfändung bestimmter verzinslicher Wertpapiere (Lombardpolitik) gewährte oder zu denen sie staatliche Wertpapiere für eigene Rechnung am offenen Markt kaufte oder verkaufte (Offenmarktpolitik).

Wird von der Mindestreservepolitik und der Veränderung der Rediskontkontingente abgesehen, war die Entwicklung der freien Liquiditätsreserven stark vom Verhalten der Geschäftsbanken abhängig. Bei gegebenen Diskont-, Lombard- und Offenmarktsätzen bestimmten die Geschäftsbanken zumindest kurzfristig die Höhe der freien Liquiditätsreserven. Die Banken reagierten dabei auf Veränderungen der Differenz zwischen den Kreditzinsen und den Zinsen, zu denen sie eine Refinanzierung bei der Bundesbank vornehmen konnten. Ein Anstieg der Kreditzinsen bei gegebenen Refinanzierungskosten veranlaßte sie meist, sich stärker zu refinanzieren und ihr Kreditangebot auszudehnen. Reagierte die Bundesbank in einer konjunkturellen Aufschwungphase zu langsam oder zu wenig mit einer Anpassung ihrer Refinanzierungszinsen an die gestiegenen Kreditzinsen, führte dies leicht zu einem Maxiboom mit entsprechenden Preis- und Kostensteigerungen. Weil die Bundesbank häufig nicht bereit war, der Zinsentwicklung auf den Geld- und Kapitalmärkten durch ständige Veränderungen der Diskont-, Lombard- und Offenmarktsätze wegen derer grundsätzlichen geldpolitischen Signalwirkung unmittelbar zu folgen, wurde die Liquiditäts- und Geldmengenentwicklung häufig zu einer endogenen Variablen des ökonomischen Prozesses. Kurzfristig war damit die Geldversorgung von der Initiative der Geschäftsbanken abhängig und nicht von der Initiative der Bundesbank.

Mit der Umstellung der Geldpolitik im Jahre 1973 war offenbar beabsichtigt, die bis dahin praktizierte „weiche Kontrolle“ der monetären Aggregate durch eine stärker mengenmäßig ausgerichtete Steuerungspolitik zu ersetzen. So hat die Bundesbank im April 1973 das Instrument der Offenmarktgeschäfte über Wechsel mit Rückkaufsvereinbarung eingeführt (Wechselpensionsgeschäfte)². Hierbei handelt es sich um bundesbankfähige Inlandswechsel, die zum Ausgleich besonderer Spannungen am Geldmarkt außerhalb der Rediskontkontingente mit der Auflage angekauft werden, daß die Geschäftsbanken sie nach einer festgelegten Frist zurückkaufen. Die Laufzeit der Papiere ist im allgemeinen auf zehn Tage begrenzt, zeitweise wurden aber auch Wechsel für 20 Tage in Pension genommen. Darüber

² Vgl. zu den neuen Instrumenten Deutsche Bundesbank: Die Deutsche Bundesbank, Geldpolitische Aufgaben und Instrumente, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 7, Frankfurt 1982.

hinaus verkaufte die Bundesbank Schatzwechsel kurzfristig für 5 bis 10 Tage an das Bankensystem. Seit Juni 1979 setzt die Bundesbank in ähnlicher Ausgestaltung das Instrument der Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung über lombardfähige festverzinsliche Wertpapiere ein (Wertpapierpensionsgeschäfte). Wertpapierpensionsgeschäfte werden den Kreditinstituten von der Bundesbank mit einer Befristung von einem Monat entweder mit fester Zinsvorgabe oder mit Angabe eines Mindestzinses angeboten. Bei fester Zinsvorgabe entscheiden die Kreditinstitute über das mengenmäßige Volumen (Mengentender); bei Mindestzinsvorgabe liegt es im Ermessen der Bundesbank, die Abgabemengen zu bestimmen (Zinstender).

Ebenfalls seit 1979 verwendet die Bundesbank das bereits im festen Wechselkurssystem von Bretton Woods in modifizierter Form praktizierte Instrument des Devisenswapgeschäfts und das Instrument des Devisenpensionsgeschäfts. Beim erstgenannten Instrument kauft die Bundesbank von den Kreditinstituten im Rahmen eines Swapgeschäfts (Devisenkauf per Kasse und gleichzeitig Devisenverkauf per Termin) fremde Währung gegen Zentralbankguthaben, wenn sie die inländische Zentralbankgeldmenge erhöhen will, und sie verkauft fremde Währung, wenn sie die Geldmenge verringern will. Beim Devisenpensionsgeschäft werden den Banken für eine befristete Zeit ausländische Wertpapiere aus dem Bestand der Bundesbank überlassen. Während der festgelegten Frist wird die inländische Zentralbankgeldmenge im Ausmaß des Devisenpensionsgeschäftes verringert. Im Prinzip wirken Devisen- und Devisenpensionsgeschäfte wie Offenmarktgeschäfte auf Zeit.

Als weiteres wichtiges geldpolitisches Instrument ist die Lombardpolitik seit Anfang 1973 grundlegend anders gehandhabt worden als zuvor. Zeitweise wurde der Lombardkredit ganz eingestellt, und zeitweise wurde er durch den sogenannten Sonderlombardkredit ersetzt. Der Sonderlombardkredit konnte täglich zurückgefordert und sein Zinssatz täglich verändert werden.

Instrumente der Feinsteuerung

Mit der Schaffung der neuen Instrumente läßt sich zwischen einer „Grobsteuerung“ und einer „Feinsteuerung“ der Zentralbankgeldmenge durch die Bundesbank unterscheiden. Im Rahmen der Grobsteuerung wird den Geschäftsbanken längerfristig Liquidität entzogen oder zugeführt. Die Steuerung erfolgt über die Veränderung der Mindestreservesätze, der Rediskontkontingente sowie des Diskont- und Lombardsatzes. Die Rediskontkontingente spielen hierbei eine nicht zu unterschätzende Rolle. So wurde ihr Volumen allein von

Ende 1978 bis Februar 1983 von 27 Mrd. DM auf 56 Mrd. DM erhöht.

Die neuen Instrumente sind alle der Feinsteuerung zuzuordnen. Mit ihrem Einsatz sollen kurzfristige Schwankungen in der Nachfrage der Geschäftsbanken nach Zentralbankgeld ausgeglichen werden, wie sie sich durch den wechselnden Bargeldbedarf des Publikums, durch die Zahlungsvorgänge im Zusammenhang mit den Steuerterminen, durch Einlageveränderungen der öffentlichen Haushalte sowie durch Devisentransaktionen mit der Bundesbank ergeben. Zwar können die Geschäftsbanken derartige Schwankungen teilweise innerhalb eines Monats intern dadurch ausgleichen, daß sie ihr Mindestreservesoll nur im Monatsdurchschnitt, nicht aber auf Tagesbasis zu erfüllen haben, oder weil sie sich Zentralbankgeld über den Geldmarkt von anderen Banken beschaffen. Ohne Unterstützung durch die Bundesbank würde es bei kurzfristigen Liquiditätsanspannungen aber zu extremen Zinssteigerungen kommen. Um starke Zinsausschläge zu vermeiden, gleichzeitig aber die Kontrolle über die Zentralbankgeldmenge zu behalten, hat die Bundesbank das Instrumentarium der Feinsteuerung eingeführt. Der Einsatz des neuen Instrumentariums gewährleistet, daß den Geschäftsbanken zusätzliches Zentralbankgeld nur äußerst kurzfristig, selten länger als für einen Monat, zur Verfügung gestellt wird. Dadurch wird regelmäßig ein umfangreiches Volumen an Zentralbankkrediten fällig, über dessen Erneuerung oder Nichterneuerung die Bundesbank dann jeweils entscheiden kann. Die Initiative zur Schaffung von Zentralbankgeld liegt damit im Gegensatz zur vorherigen Politik auch kurzfristig stärker bei der Bundesbank.

Geldmengenziele

Die Umorientierung der Geldpolitik zugunsten der Zentralbankgeldmenge zeigte sich nicht allein in der Einführung neuer Instrumente, sondern auch in der Vorkündigung von Wachstumszielen für die Geldmenge, die erstmalig im Dezember 1974 für das Jahr 1975 vorgenommen wurde. Der Entschluß der Bundesbank, jährlich Geldmengenziele im voraus festzulegen, dürfte vor allem unter den folgenden zwei Gesichtspunkten erfolgt sein:

- Die Geldpolitik für die Wirtschaftseinheiten transparenter und besser vorhersehbar zu machen;
- die Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge zu stabilisieren.

Unter dem ersten Aspekt ist die Signalwirkung für die Tarifpartner und die Politiker von Bedeutung. Den Tarifpartnern soll das geldpolitisch tolerierte Ausmaß der

Überwälzungsspielräume für Lohn- und Preissteigerungen aufgezeigt werden. Den Politikern will die Bundesbank signalisieren, daß sie den seit 1972 zu beobachtenden starken Anstieg der Staatsverschuldung nicht über die Schaffung von neuem Zentralbankgeld zu finanzieren gedenkt. Unter dem zweiten Aspekt gilt es, die konjunkturellen Schwankungen des Volkseinkommens und der Beschäftigung zu verringern und langfristig ein weitgehend stabiles Preisniveau herbeizuführen.

Der erste Gesichtspunkt stellt hohe Anforderungen an die Zuverlässigkeit der Bundesbank, ihr vorgegebenes Geldmengenziel auch tatsächlich einzuhalten. Der zweite Gesichtspunkt impliziert vor allem eine trendmäßige Verringerung der Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge und eine Verringerung der Schwankungsbreite ihres Zuwachses.

Abweichungen von den Zielvorgaben

Die Zielvorgaben der Bundesbank für die Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge sowie die tatsächliche Entwicklung der Geldmengenexpansion sind in Tabelle 1 aufgezeigt. Die mehrfachen Änderungen in der technischen Ausgestaltung der Zielformulierung bleiben hierbei unberücksichtigt. Ein Vergleich der geplanten Wachstumsraten mit den jährlich realisierten Wachstumsraten zeigt, daß in fast jedem Jahr erhebliche Divergenzen zwischen den Sollzahlen und den Istzahlen aufgetreten sind. In den Jahren 1976, 1977 und 1979, vor allem aber im Jahr 1978 fiel die tatsächliche

Tabelle 1
Geldmengenziele der Deutschen Bundesbank
und realisierte Wachstumsraten
der Zentralbankgeldmenge

Jahr	Angekündigte Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge	Realisierte Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge ¹
1975	8	7,8
1976	8	9,3
1977	8	9,0
1978	8	11,4
1979	6 – 9	9,1
1980	5 – 8	4,8
1981	4 – 7	4,5
1982	4 – 7	4,9
1983	4 – 7	8,3 ²

¹ Jahresdurchschnittswerte. ² Bisherige Entwicklung des Jahres 1983 auf Jahresbasis hochgerechnet.

Quelle: Deutsche Bundesbank: Die Deutsche Bundesbank, Geldpolitische Aufgaben und Instrumente, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank Nr. 7, o.O., o.J., Stand: Mitte Mai 1982, S. 88; Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1982, S. 36; Deutsche Bundesbank: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 4, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen, o. Jg. (1983), Nr. 11

Wachstumsrate erheblich höher aus als die im voraus angekündigte Rate. In absoluten Größen wurde das Wachstum der Zentralbankgeldmenge 1976 und 1977 um jeweils 1,2 Mrd. DM und 1978 sogar um 4,2 Mrd. DM überzogen. Nachdem die Bundesbank offenbar nicht zuletzt wegen der starken Abweichungen von der Zielvorgabe seit 1979 einen Zielkorridor für die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge festgelegt hatte, verharrte sie in den Folgejahren mit ihrer tatsächlichen Politik mehr am unteren Ende des Korridors. 1983 dürfte es dagegen zu einem Überschießen des oberen Korridorwerts kommen, wenn die Jahreswachstumsrate zugrunde gelegt wird. Bei dem von der Bundesbank verwendeten Konzept für die Messung des Geldmengenziels, nämlich dem Wachstum der Werte des vierten Quartals 1983 gegenüber dem vierten Quartal 1982, kann die Geldmengenexpansion 1983 allerdings noch innerhalb des Zielkorridors liegen. Hier wirken sich die im September 1983 vollzogene Erhöhung des Lombardsatzes von 5 auf 5½ % und die Zurückhaltung bei den Wertpapierpensionsgeschäften aus. Es ist interessant zu sehen, wie die Bundesbank sich zur Zeit bemüht, ihr Geldmengenziel für 1983 einzuhalten.

Zunahme der Instabilität

Um zu überprüfen, ob die neue Geldpolitik mehr Stabilität des Geldmengenwachstums gebracht hat als die zuvor praktizierte Politik, sind die vierteljährlichen Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge und deren Varianzen für die Perioden 1962 bis 1972 und 1973 bis 1983 berechnet worden. Von 1962,I bis 1972,IV betrug die jährliche Wachstumsrate 8,73 % und die Varianz 4,76. Für die Periode 1973,I bis 1983,III liegen die entsprechenden Werte bei 7,74 % und bei 6,38. Es ist der Bundesbank also gelungen, die Jahreswachstumsrate der Zentralbankgeldmenge in der zweiten Periode um etwa einen Prozentpunkt niedriger zu halten als in der davorliegenden Teilperiode. Die Varianz liegt in der Periode ab 1973 allerdings wesentlich höher als zuvor, d. h. die Instabilität des Geldmengenwachstums hat sich unter der „neuen Geldpolitik“ noch verstärkt.

Dieser Sachverhalt wird auch in Abbildung 1 deutlich, in der die Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge für die Periode von 1962 bis 1983 dargestellt sind. Die Abbildung zeigt im übrigen, daß die Bundesbank ihr Verhalten, soweit es an der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge gemessen wird, weder seit 1973 noch seit Vorankündigung der Geldmengenziele nachhaltig geändert hat. Das zyklische Muster einer stark expansiven Geldpolitik mit steigenden Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge und einer darauf folgenden stark restriktiven Geldpolitik mit sinkenden Wachstums-

raten ist sich bis auf die Niveauverschiebung in den beiden Teilperioden sehr ähnlich. Auch die Geschwindigkeit, mit der die Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge heruntergefahren wurden, unterscheidet sich nicht grundlegend in den beiden Teilperioden.

Determinanten des Bundesbankverhaltens

Veränderungen der Geldmenge, des Kreditvolumens und der Zinsen beeinflussen direkt oder indirekt fast alle Bereiche einer Volkswirtschaft. Den geldpolitischen Entscheidungen der Deutschen Bundesbank kommt daher eine große gesamtwirtschaftliche Bedeutung zu. Allerdings ist die Geldpolitik nicht in der Lage, alle Fehlentwicklungen in einer Volkswirtschaft zu korrigieren. Zu Recht nennt das Gesetz über die Deutsche Bundesbank die Sicherung des Geldwerts als das (langfristig) wichtigste Ziel der Notenbank. Kurzfristig gehen von der Geldpolitik aber auch Einflüsse auf die Güterproduktion, die Beschäftigung, die Zahlungsbilanz und den realen Wechselkurs aus.

Dies ist die eine Seite, die Wirkungsseite der Geldpolitik. Die andere Seite ist die Entscheidungsseite. Geldpolitische Entscheidungen werden nicht unabhängig von der jeweiligen Ausgangslage getroffen. Die Ausgangslage aber ist häufig das Ergebnis zuvor getroffener und sich mit zeitlicher Verzögerung auswirkender geldpolitischer Entscheidungen vergangener Perioden. Insofern schaffen die Entscheidungen von heute den Problemlösungsbedarf von morgen. Gerade deshalb ist es von großem Interesse zu untersuchen, auf welche gesamtwirtschaftliche Konstellation der Zentralbankrat wie reagiert.

Wird ein Anstieg der Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge als expansive Geldpolitik und ein Rückgang der Wachstumsrate als restriktive Politik bezeichnet, hat es seit Anfang der 60er Jahre fünf Phasen einer expansiven und vier Phasen einer restriktiven Geldpolitik gegeben (vgl. Abbildung 1):

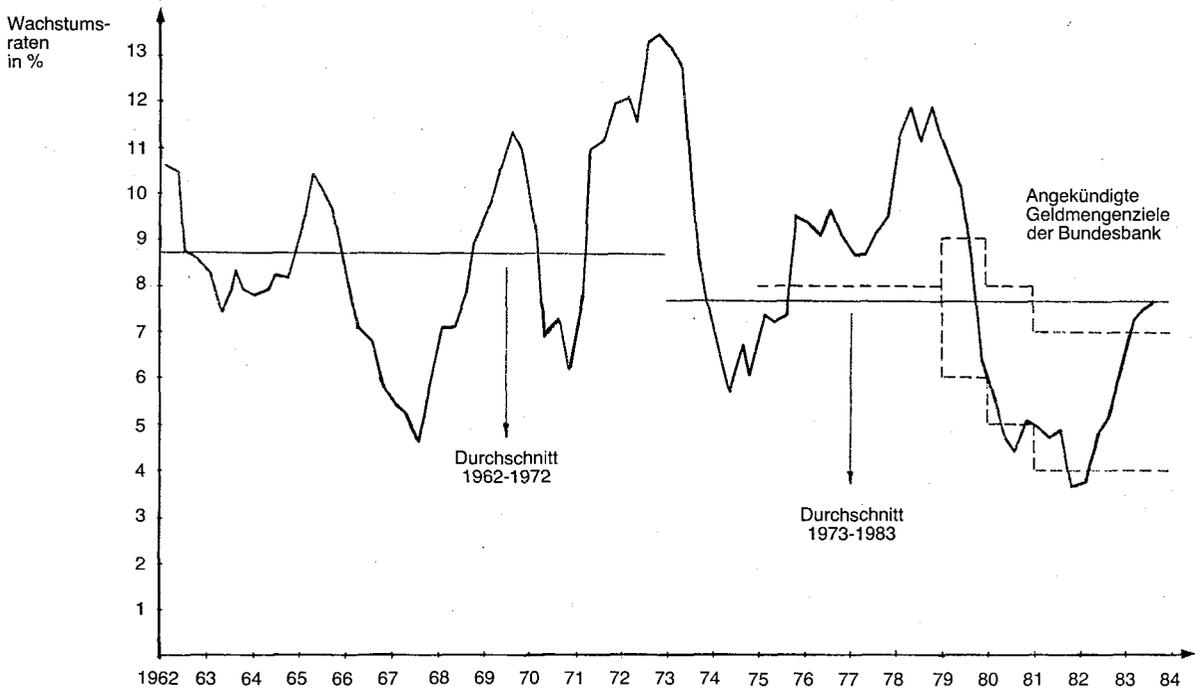
Phasen einer expansiven Geldpolitik

1963,III	bis	1965,I
1967,III	bis	1969,II
1970,IV	bis	1972,III
1974,III	bis	1978,I
1982,I	bis	heute.

Phasen einer restriktiven Geldpolitik

1965,II	bis	1967,II
1969,III	bis	1970,III
1972,IV	bis	1974,II
1978,II	bis	1981,IV

Abbildung 1
Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge¹ und Geldmengenziele
der Deutschen Bundesbank 1962-1983



¹ Quartalsdurchschnitt gegenüber dem Vorjahresquartalsdurchschnitt.

Quelle: Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, 26. Jg. (1974), Nr. 7, S. 22 f. und nachfolgende Jahrgänge.

Offenbar ist der Umschwung von einer expansiven zu einer restriktiven Geldpolitik meist entscheidend von der Absicht geprägt gewesen, die Inflation zu bekämpfen und die Inflationserwartungen zu brechen. So fand jeder Eintritt in eine Phase restriktiver Geldpolitik in einer Periode steigender Inflationsraten statt. Für den vorgegangenen Anstieg der Inflationsrate kann nicht immer die Bundesbank verantwortlich gemacht werden. Zum Beispiel ist die starke Beschleunigung des Preisauftriebs von Ende der 60er bis Anfang der 70er Jahre auf die Weigerung der damaligen Bundesregierung zurückzuführen, die Deutsche Mark gegenüber dem Dollar rechtzeitig aufzuwerten. Durch den damit verbundenen Zwang, in großem Umfang überbewertete Dollar aufzukaufen, verlor die Bundesbank schließlich die Kontrolle über die Geldmenge. Der von 1978 bis 1981 zu beobachtende erneute Anstieg der Inflationsrate ist dagegen das Ergebnis einer zuvor von der Bundesbank praktizierten zu expansiven Geldpolitik und der seit 1980 mit der Dollaraufwertung verbundenen Preissteigerung für Importgüter.

Neben der Inflationsrate spielt die Entwicklung der Güter- und Leistungserstellung offenbar eine große Rolle bei den geldpolitischen Entscheidungen. So ist das

Verhalten in konjunkturellen Boomphasen nahezu immer durch den Übergang zu einer restriktiven Geldpolitik gekennzeichnet gewesen, während der geldpolitische Kurs in Abschwungphasen schließlich in Richtung einer Expansion umorientiert wurde. Eine systematische Reaktion auf die Unterbeschäftigung ist dagegen nicht zu erkennen. Zwar hat die Bundesbank auf den raschen Anstieg der Arbeitslosigkeit in den Jahren 1974 und 1975 bereits Ende 1974 mit einem expansiven Kurs reagiert. Der erneute starke Anstieg der Arbeitslosigkeit ab 1980 hat sie jedoch lange Zeit nicht zum Umschalten veranlaßt. Vielmehr ist die Geldpolitik in der Periode von Mitte 1978 bis Ende 1981 als extrem restriktiv zu bezeichnen. Offenbar hat sich die Bundesbank in dieser Periode von der Erkenntnis leiten lassen, daß gravierende Fehlentwicklungen am Arbeitsmarkt, wie sie seit Mitte der 70er Jahre in der Bundesrepublik Deutschland erkennbar sind, dauerhaft nicht durch die Geldpolitik, sondern nur durch die Lohnpolitik korrigiert werden können. Die Bekämpfung der Inflation und des damals erstmalig auftretenden beträchtlichen Leistungsbilanzdefizits waren dagegen Ziele, für die die Geldpolitik das adäquate Instrumentarium anbot. Der inzwischen eingetretene Erfolg spricht für die Richtigkeit der seinerzeitigen Entscheidung der Deutschen Bundesbank.

Tabelle 2
Veränderung der Zentralbankgeldmenge und Devisenmarktinterventionen¹ 1973-1983
 (in Mrd. DM)

Zeitraum	Veränderung der Zentralbankgeldmenge ²	Veränderung der Netto-Auslandsposition ³	Interventionen im		Sonstige Devisenbewegungen
			DM-Dollar-Markt ⁴	Europäischen Währungsverbund bzw. im EWS ⁵	
1973					
April bis Dezember	+8,1	+6,6	-0,4	+8,3	-1,3
1974	+5,8	-1,6	+0,0	+0,2	-1,8
1975	+9,5	-2,2	-0,6	-1,8	+0,3
1976	+7,5	+8,9	+2,5	+17,0	-10,6
1977	+10,4	+10,5	+10,9	+1,5	-2,0
1978	+14,1	+20,1	+24,1	+7,9	-11,8
1979	+7,8	-7,8	+7,3	+8,2	-23,3
1980	+6,5	-25,4	-18,3	-10,5	+3,4
1981	+2,7	-3,2	-21,5	+15,0	+3,3
1982	+7,5	+3,2	-6,6	+3,7	+6,2
1983					
Jan. bis Mitte März	+2,7	+17,1	+0,4	+12,6	+4,1
Mitte März bis Ende März	-1,4	-7,2	-0,0	-7,8	+0,7
April 1973 bis März 1983	+81,2	+26,0	-2,0	+57,0	-27,0

¹ Ohne Liquiditätsswaps, SZR-Zuteilungen und bewertungsbedingte Veränderungen. Erfasst nach Datum des Geschäftsabschlusses. ² Im Verlauf des Jahres in jeweiligen Reservesätzen. ³ Die Netto-Auslandsposition enthält die Währungsreserven (Geld, Devisen, Reserveposition gegenüber dem Internationalen Währungsfonds und im EWS) abzüglich der Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland. ⁴ Einschließlich von US-Interventionen. ⁵ Einschließlich von DM-Interventionen anderer Notenbanken.

Quelle: Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht für das Jahr 1980, S. 32; Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht für das Jahr 1982, S. 32 und 72.

Mit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems haben sich die Rahmenbedingungen für eine von außenwirtschaftlichen Einflüssen unabhängige Geldmengenkontrolle erheblich verbessert. Dennoch ist die Expansion der inländischen Zentralbankgeldmenge auch nach 1973 von der Entwicklung auf den Devisenmärkten nicht unberührt geblieben. Vor allem in den Jahren 1977 und 1978 hat die Bundesbank durch massive Dollaraufkäufe versucht, der damaligen Abwertungstendenz des Dollars entgegenzuwirken. Allein 1977 erhöhte sich der Dollar-Bestand bei der Bundesbank um 10,9 Mrd. DM und 1978 um 24,1 Mrd. DM (Tabelle 2). Interventionsmotiv dürfte hierbei der Schutz der Beschäftigten in der Exportindustrie und im Importsubstitutionssektor gewesen sein. Das Ergebnis war eine zu starke Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge. Dies führte zu Inflationseffekten und machte anschließend eine starke Bremspolitik notwendig.

Devisenmarktinterventionen

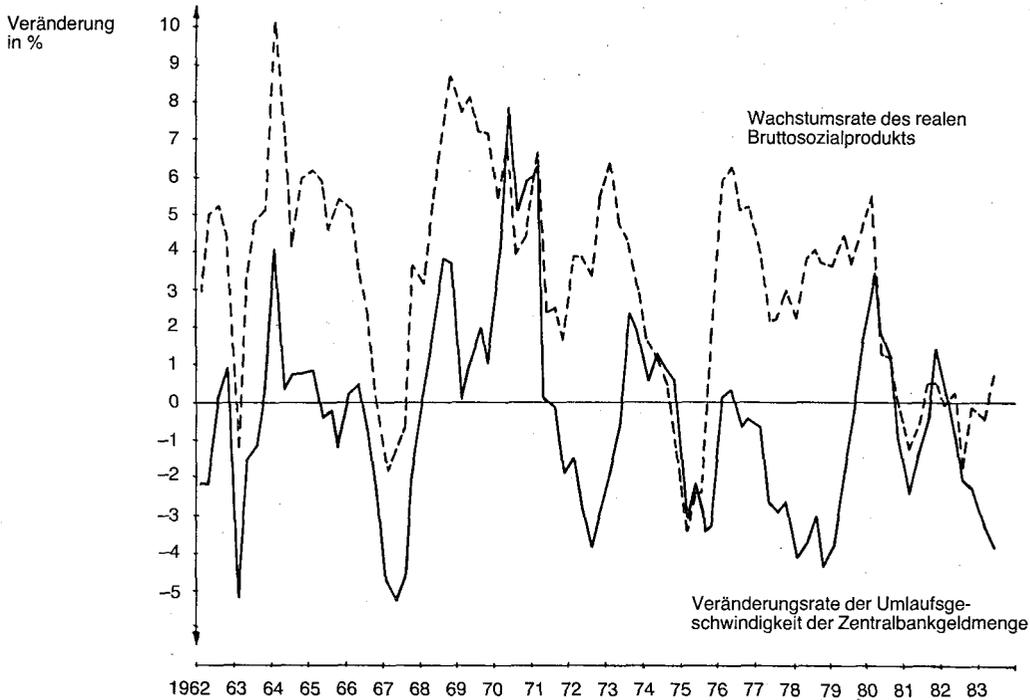
Während die Interventionen zur Beeinflussung des Dollar-Kurses seit 1973 in den Entscheidungsbereich der Bundesbank fallen, ist sie im Rahmen des 1979 eingeführten Europäischen Währungssystems ebenso wie in dem davor bestehenden Europäischen Währungsverbund zu Interventionen gezwungen, wenn der Wert der Deutschen Mark aus dem oberen oder unteren Kor-

ridorbereich auszubrechen droht. Die Interventionen im Rahmen der europäischen Währungsvereinbarungen haben zeitweise ein beachtliches Volumen erreicht (vgl. Tabelle 2). Allein von Anfang Januar bis Mitte März 1983 mußte die Bundesbank zur Stützung europäischer Währungen – vor allem des Französischen Franc – 12,6 Mrd. DM aufwenden. Die Folge war eine zu stark beschleunigte Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge, die erst nach der Wechselkursanpassung innerhalb des Europäischen Währungssystems wieder korrigiert werden konnte.

Meistens ist es der Bundesbank allerdings gelungen, die Auswirkungen von Interventionen auf dem Dollarmarkt oder den Märkten für europäische Währungen entweder gegeneinander oder durch sonstige Devisenbewegungen so auszugleichen, daß der Einfluß auf die Zentralbankgeldmenge weitgehend neutralisiert werden konnte. Von wenigen Jahren abgesehen, waren die Dollar-Interventionen dabei höher als die Interventionen in europäischen Währungen. In der Periode von 1973 bis 1983 haben sich die Dollar-Interventionen jedoch weitgehend gegeneinander ausgeglichen. Die Interventionen auf den Märkten für europäische Währungen haben dagegen zu einem Devisenzustrom von insgesamt 57 Mrd. DM geführt (vgl. Tabelle 2).

Bei der jährlich im voraus erfolgenden Festlegung des Korridors für die Wachstumsrate der Zentralbank-

Abbildung 2
Wachstumsraten des realen Bruttosozialprodukts und Veränderungs-
raten der Umlaufgeschwindigkeit der Zentralbankgeldmenge¹ 1962-1983



¹ Quartalsdurchschnitt gegenüber dem Vorjahresquartalsdurchschnitt.

Quelle: Deutsche Bundesbank: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 4, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen, laufende Jahrgänge; Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, 26. Jg. (1974), Nr. 7, S. 22 f.

geldmenge spielt auch die erwartete Entwicklung der Einkommensumlaufgeschwindigkeit eine Rolle. Eine Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit, d. h. ein Anstieg der Geldnachfrage, erlaubt es der Bundesbank, das Geldangebot stärker als das Sozialprodukt auszuweiten, ohne nachteilige Wirkungen auf das Preisniveau befürchten zu müssen. Bei einer Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit ist das Geldangebot entsprechend vorsichtiger auszuweiten.

Für die gängigen Geldmengendefinitionen weisen die Veränderungsdaten der Umlaufgeschwindigkeit in der Bundesrepublik ein ausgeprägtes prozyklisches Muster auf. Dies gilt im wesentlichen auch für die Umlaufgeschwindigkeit der Zentralbankgeldmenge. Sie steigt meist in konjunkturellen Aufschwungsphasen und sinkt in Abschwungsphasen (vgl. Abbildung 2). Trotz dieses grundsätzlichen Zusammenhangs ist die Beziehung zwischen der Wachstumsrate des realen Bruttosozialprodukts und der Veränderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit so locker, daß eine zuverlässige Prognose kaum möglich sein dürfte. Insofern ist es außerordentlich gewagt, bei der Steuerung der Geldmenge erwartete Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit einzubeziehen.

Die Berücksichtigung einer langfristigen Trendentwicklung der Umlaufgeschwindigkeit kann allerdings für die Steuerung des Geldangebots von Bedeutung sein. Sinkt die Umlaufgeschwindigkeit z. B. über einen längeren Zeitraum, kann das Geldmengenwachstum entsprechend höher ausfallen, ohne inflationäre Wirkungen auszulösen. In der Bundesrepublik Deutschland läßt sich für die 70er Jahre eine leichte Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit für die Zentralbankgeldmenge von jährlich durchschnittlich 0,9 % feststellen (vgl. Tabelle 3). Dieser Sachverhalt kann mit einer permanenten Erhöhung der Geldnachfrage von Seiten der Schattenwirtschaft und des Auslands zusammenhängen. Sie erlaubt es der Bundesbank, eine stärkere Geldmengenexpansion vorzunehmen, als dies sonst der Fall sein müßte. Allerdings sollte die quantitative Bedeutung einer permanenten, das reale Wachstum übersteigenden Ausweitung der Geldnachfrage nicht überschätzt werden.

Eine Betrachtung der relevanten Daten zeigt, daß das Angebot an Zentralbankgeld von Seiten der Bundesbank in den 70er Jahren auch bei Berücksichtigung einer Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit zu stark ausgedehnt worden ist. Es hat kein Jahr gegeben, in

Tabelle 3
Zentralbankgeldmenge, Umlaufgeschwindigkeit und Inflationsrate 1973-1982

Jahr	Wachstumsrate der Zentral- bankgeldmenge ¹	Veränderungsrate der Umlaufge- schwindigkeit der Zentralbank- geldmenge in %	Wachstumsrate des realen Bruttosozial- produkts in %	Inflationsrate ² in %	nachrichtlich: Umlaufgeschwindig- keit der Zentral- bankgeldmenge ³
Durchschnitt 1963-1972	8,7	+0,1	4,3	3,1	—
1973	10,5	+0,8	4,6	7,0	9,956
1974	6,1	+0,4	0,5	7,0	10,000
1975	7,8	-2,6	-1,6	6,0	9,734
1976	9,2	0,0	5,6	4,3	9,731
1977	9,0	-2,3	2,8	3,7	9,510
1978	11,4	-3,7	3,5	2,7	9,149
1979	9,1	-1,1	4,0	4,1	9,049
1980	4,8	+1,3	1,8	5,5	9,167
1981	4,4	-0,6	-0,2	5,9	9,109
1982	4,9	-1,2	-1,1	5,3	8,999
Durchschnitt 1973-1982	7,7	-0,9	2,0	5,2	9,440

¹ Saisonbereinigt zu konstanten Reservesätzen von Januar 1974. ² Lebenshaltungskosten aller privaten Haushalte. ³ Bruttosozialprodukt in jeweiligen Preisen dividiert durch die saisonbereinigte Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen von Januar 1974.

Quelle: Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, verschiedene Jahrgänge; Deutsche Bundesbank: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 4.

dem das Wachstum der Zentralbankgeldmenge in Relation zum Wachstum des realen Bruttosozialprodukts und in Relation zur Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit nicht als überhöht zu bezeichnen gewesen ist (vgl. Tabelle 3). Im Durchschnitt der Zehnjahresperiode von 1973 bis 1982 ist die Zentralbankgeldmenge jährlich um 7,7 % bei einem jährlichen Durchschnittswachstum des realen Bruttosozialprodukts von 2 % angestiegen. Die durchschnittliche jährliche Inflationsrate belief sich auf 5,2 %. Ein kleiner Teil des Inflationsdruckes der Geldpolitik ist also durch die Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit bzw. die Erhöhung der Geldnachfrage abgefangen worden.

Beurteilung des Bundesbankpolitik

□ Mittels der „neuen Geldpolitik“ ist es der Deutschen Bundesbank gelungen, die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge im Durchschnitt zu verringern und die Inflationsrate nachhaltig zu reduzieren. Der Sachverhalt, daß die Bundesrepublik Deutschland im internationalen Vergleich eine der niedrigsten Inflationsraten hat, ist eindeutig dem inflationsbewußten Eingreifen der Bundesbank zuzurechnen.

□ Die starken zyklischen Schwankungen in der Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge sind auch im Rahmen der „neuen Geldpolitik“ nicht abgebaut worden. Ganz im Gegenteil: Die Abweichung der Wachstumsraten der Zentralbankgeldmenge von ihrem Mittelwert war in der Periode von 1973 bis 1983 stärker als in

der Periode fester Wechselkurse. Die prozyklischen Einflüsse der Geldpolitik auf den realen Sektor sind hierdurch verstärkt worden.

□ Die geldpolitischen Entscheidungen der Deutschen Bundesbank sind außer von der jeweiligen Konstellation wichtiger binnenwirtschaftlicher Variablen von der Entwicklung der Wechselkurse, vor allem dem Kurs des US-Dollars geprägt. Um reale Aufwertungseffekte der Deutschen Mark gegenüber dem Dollar abzuschwächen, hat die Bundesbank 1977 und 1978 in großem Ausmaß zugunsten des Dollars interveniert und eine exzessive Ausdehnung der Zentralbankgeldmenge hingenommen. Die aus dieser Politik resultierenden Effekte auf die Leistungsbilanz und die Inflationsrate mußte sie dann anschließend mit einer extrem restriktiven Geldpolitik bekämpfen. Aus dem Versuch der Stabilisierung von Gegenwartssituationen wurde damit die Grundlage für einen Problemlösungsbedarf für spätere Perioden geschaffen.

□ In der Vergangenheit hat sich die Bundesbank nur wenig an die von ihr selbst formulierten Zielvorgaben für das Wachstum der Zentralbankgeldmenge gehalten. Um künftig von der Geldpolitik ausgehende Destabilisierungseffekte auf den realen Sektor der Volkswirtschaft zu verringern, sollte eine Ausrichtung der Zielvorgabe der Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge am gesamtwirtschaftlichen Produktionspotential erfolgen und diese Wachstumsrate auch stärker als bisher eingehalten werden.