

Pohl, Rüdiger; Neumann, Manfred J. M.; Duwendag, Dieter

Article — Digitized Version

Sind Geldmengenziele obsolet?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Pohl, Rüdiger; Neumann, Manfred J. M.; Duwendag, Dieter (1986) : Sind Geldmengenziele obsolet?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 66, Iss. 12, pp. 587-598

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136224>

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.

Sind Geldmengenziele obsolet?

In diesen Tagen wird der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank das Geldmengenziel für das Jahr 1987 beschließen. Nicht zuletzt wegen der Zielverfehlung im laufenden Jahr wird die Strategie der Geldmengensteuerung zunehmend in Frage gestellt. Sind Geldmengenregeln obsolet? Gibt es Alternativen?

Rüdiger Pohl

Die Geldmengenziele haben sich nicht bewährt

Das Geldmengenziel, welches die Deutsche Bundesbank für 1986 vorgesehen hatte, wird nicht eingehalten werden. Die Zentralbankgeldmenge liegt deutlich oberhalb des Zielkorridors – wie auch schon 1983 und – deutlicher noch – 1977 und 1978. Auch im Ausland gab es solche Zielverfehlungen, so im letzten Jahr und teilweise auch noch in diesem Jahre in den USA, in Italien, in Frankreich und in Großbritannien; in Großbritannien wurde das Zielband vorübergehend sogar außer Kraft gesetzt.

Die Notenbanken sehen sich immer wieder vor das Dilemma gestellt, einerseits das vorgegebene Geldmengenziel einhalten zu wollen, andererseits aber auch eine Geldpolitik betreiben zu müssen, die den aktuellen konjunktur- und wachstumspolitischen Anforderungen gerecht wird. Ob in solchen Konfliktsituationen der strikten Einhaltung des Geldmengenziels der Vorrang gebührt, wie es von Monetaristen gefordert wird, oder ob nicht das konjunkturpolitische Gebotene – auch unter Inkaufnahme von Ziel-

verfehlungen bei der Geldmenge – im Vordergrund stehen muß, wie es die Notenbanken letztlich ganz pragmatisch sehen, das ist die Frage.

In der Bundesrepublik steht eine neue Strategiediskussion für die Geldpolitik bevor. Die Strategie der Geldmengensteuerung ist ins Zwielicht geraten – nicht nur wegen der aktuellen Zielverfehlung, sondern vielmehr auch wegen der grundsätzlichen Mängel einer Geldmengenstrategie.

Fehlinterpretationen

Zentralbankgeldziele führen zu Fehlinterpretationen über die geldpolitischen Aktivitäten. Indem die Bundesbank ein Zentralbankgeldziel festlegt, erweckt sie in der Öffentlichkeit den Eindruck, die Zentralbankgeldmenge sei eine von der Notenbank einigermaßen genau kontrollierbare Größe. Dies ist jedoch bei den herrschenden institutionellen Gegebenheiten in der Bundesrepublik nicht der Fall. Vielmehr stellt die Bundesbank stets gerade soviel Zentralbankgeld zur Verfü-

gung, wie die Banken aufgrund der Bargeldabforderungen des Publikums und aufgrund von Mindestreserverpflichten benötigen. Auch eine steigende Zentralbankgeldnachfrage wird die Bundesbank befriedigen, weil sie anderenfalls die Zahlungsfähigkeit der Banken gefährden würde.

Auf den Prozeß der Zentralbankgeldschaffung kann die Bundesbank geldpolitisch nur über die Variation der Refinanzierungszinsen, heute speziell über den Pensionsatz für Wertpapierpensionsgeschäfte, einwirken. Ein steigender Pensionsatz macht die Zentralbankgeldbeschaffung für die Banken teurer und wirkt insoweit tendenziell dämpfend. Doch wie schnell und wie stark die Zentralbankgeldnachfrage auf die Änderung des Refinanzierungssatzes reagiert, ist unterschiedlich und läßt sich nicht genau prognostizieren.

Die aktuellen Bewegungen der Zentralbankgeldmenge hängen also nicht nur von den geldpolitischen Aktivitäten der Bundesbank ab, sondern in mehr oder weniger

starkem Maße und vor allem auch kurzfristig – über eine Reihe von Monaten – von der Nachfrage nach Zentralbankgeld. Dieser nachfrage-seitige Einfluß auf die Zentralbank-geldmenge wird vielfach übersehen mit der Folge, daß dann Änderungen der Zentralbankgeldmenge fälschlich als Ergebnis geldpolitischer Maßnahmen interpretiert werden.

Solche Fehlinterpretationen gab es auch in diesem Jahr. Die Zielüberschreitung bei der Zentralbank-geldmenge wurde häufig als Ausdruck einer expansiveren Geldpolitik gewertet, obwohl die Notenbank ihre Refinanzierungszinsen kaum geändert hat und der Anstieg der Zentralbankgeldmenge primär von der Nachfrage her zu erklären ist.

Auch wenn in den vergangenen Jahren die Zentralbankgeldziele eingehalten wurden, so war das nicht nur geldpolitischen Aktivitäten zu verdanken, sondern lag auch daran, daß die Nachfrage nach Zentralbankgeld keine besondere Dynamik entfaltete, so daß die Zentralbankgeldmenge im vorgesehenen Zielband bleiben konnte.

Reform des Geldangebotsprozesses

Gelegentlich wird eine Reform des Geldangebotsprozesses im Sinne einer „Mengensteuerung“ diskutiert. Die Bundesbank würde dann die Höchstmenge an Zentralbankgeld festlegen und eine darüber hinausgehende Nachfrage strikt nicht erfüllen. Die Zentralbank-geldmenge wäre dann tatsächlich ein Indikator für die geldpolitische Aktivität. Freilich wäre eine solche Reform des Geldangebotsprozesses wenig zweckmäßig. Die Banken würden alsbald wieder dazu übergehen, in größerem Umfang freie Liquiditätsreserven zu bilden, um sich so von der Zentralbankgeldversorgung durch die Bundesbank unab-

hängiger zu machen. Geldpolitisch wäre nichts gewonnen.

Läßt die Bundesbank die Entstehung freier Liquiditätsreserven nicht zu, käme es zu allokatonspolitisch bedenklichen Diskriminierungen bei der Geldhaltung. Die Banken könnten dann einen von der Notenbank nicht mehr gedeckten Bedarf an Zentralbankgeld nur ausgleichen, indem sie das Publikum durch entsprechende Zinsgebote zu Bar-einzahlungen bewegen. Mithin würde dann die (zinslose) Bargeldhaltung gegenüber der Haltung von (dann mehr oder weniger hoch verzinsten) Sichteinlagen diskriminiert, ohne daß es hierfür eine allokatonspolitische Rechtfertigung gäbe.

Monetäre Umschichtungsprozesse

Die Zentralbankgeldmenge eignet sich als Schlüsselgröße für eine

Die Autoren unseres Zeitgesprächs:

Prof. Dr. Rüdiger Pohl, 41, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Fernuniversität Hagen und Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Prof. Dr. Manfred J. M. Neumann, 45, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften, insbesondere Wirtschaftspolitik, und Direktor des Instituts für Stabilisierungs- und Strukturpolitik der Universität Bonn.

Prof. Dr. Dieter Duwendag, 48, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften an der Hochschule für Verwaltungswissenschaft Speyer.

geldpolitische Zielplanung schon deshalb nicht, weil in Bewegungen dieser Größe ganz unterschiedlich zu beurteilende Vorgänge im monetären Bereich abgebildet werden. Es gilt zu unterscheiden zwischen der gesamten monetären Expansion einerseits und monetären Umschichtungsprozessen andererseits. Eine beschleunigte monetäre Expansion, also eine mehr oder weniger parallel beschleunigte Entwicklung der Geldmenge, der Kredite, der langfristigen Einlagen, der Wertpapierkäufe, ist geldpolitisch anders zu beurteilen als ein monetärer Umschichtungsprozeß, in dem nur bestimmte monetäre Aktiva zu Lasten anderer stärker expandieren. In den Bewegungen der Zentralbankgeldmenge schlagen sich Änderungen der monetären Expansion ebenso nieder wie monetäre Umschichtungen – ohne daß aus der Zentralbankgeldmenge selbst ablesbar wäre, welches die Ursache war. Hierdurch entstehen Interpretationsprobleme, welche zu falschen geldpolitischen Reaktionen Anlaß geben können.

Dies wurde 1986 sehr deutlich. Vielfach wurde die Zielüberschreitung bei der Zentralbankgeldmenge als Ausdruck einer stark beschleunigten monetären Expansion gedeutet. Bei genauerer Analyse stellt man jedoch fest, daß dahinter in erster Linie Umschichtungsprozesse standen, und zwar zugunsten der liquiden Anlageformen, insbesondere der Bargeldhaltung. Die geldpolitischen Schlußfolgerungen sind in beiden Fällen jedoch ganz anders. Eine allgemein beschleunigte Expansion kann durchaus als Vorbote eines künftigen Wiederaufflammens der Inflation gewertet werden, der durch geldpolitische Restriktion entgegenzutreten ist. Ein bloßer Umschichtungsprozeß, der seine Ursache in einer erhöhten Liquiditätsneigung des Publikums hat – sei

es, weil bei relativ niedrigen Zinsen gering verzinsliche liquide Aktiva eher gehalten werden als bei hohen Zinsen, sei es, weil aufgrund der seit einiger Zeit bestehenden Unsicherheiten über die weitere Entwicklung an den Wertpapiermärkten, an den Devisenmärkten und in der Konjunktur längerfristige Bindungen ungern eingegangen werden –, signalisiert dagegen nicht eine künftige Inflation. Geldpolitische Restriktion wäre hier nur konjunkturschädlich.

Um bestimmte Bewegungen der Zentralbankgeldmenge sachgerecht interpretieren zu können, müssen eine Vielzahl weiterer Informationen aus dem monetären Bereich mit verwertet werden. Eine Zielüberschreitung bei der Zentralbankgeldmenge muß geldpolitisch ebenso wenig bedenklich sein, wie eine Realisierung des Zentralbankgeldzieles geldpolitisch schon befriedigen kann. Der notwendige Blick auf diese monetären Rahmenbedingungen wird jedoch verstellt, weil die Zentralbankgeldmenge durch die bisherige Form geldpolitischer Zielplanung eine Prominenz gewonnen hat, die ihr von der Sache her gar nicht zusteht.

Einfluß auf die Zinsen

Eine Stabilisierung der Geldmengenentwicklung, die mit den Geldmengenzielen grundsätzlich angestrebt wird, führt im allgemeinen zu einer instabilen Entwicklung der Zinsen und der Wechselkurse. Es kann aber nicht der Sinn eine monetären Verstetigungspolitik sein, über die Stabilisierung der einen Größe – der Geldmenge – andere Größen zu destabilisieren. Das Problem besteht darin, daß an den monetären Märkten immer wieder Kräfte auftreten, die die Geldnachfrage verändern, sei es kurzfristig, sei es auch auf längere Sicht. Sollen diese Geldnachfragebewegungen nicht zu Zielab-

weichungen bei der Geldmenge führen, muß die Notenbank den Nachfrageimpulsen mit entsprechenden Zinsänderungen entgegenwirken. Je stärker die Geldnachfrage schwankt, um so größer werden – bei stabilisierter Geldmenge – auch die Zinsfluktuationen sein, was auf die Wechselkurse weiterwirken kann. Es gibt zu denken, daß die Zinsschwankungen seit den 70er Jahren, als die Bundesbank zu den Geldmengenzielen übergang, stärker geworden sind. Der Kapitalmarktzins schwankte in den fünfziger und sechziger Jahren zwischen 6 % und 8 %, nach 1973 dagegen zwischen 6 % und 11 %. Auch die Fluktuationen der Refinanzierungszinsen waren beachtlich. Der Lombardsatz (einschließlich Sonderlombardsatz) lag zwischen 3,5 % und 13 %.

Nun wäre es ebenso wenig sinnvoll, wenn die Bundesbank etwa eine Zinsstabilisierung anstreben würde. Dies würde wiederum die Geldmengenentwicklung destabilisieren. Das Problem liegt woanders, nämlich in einer notwendigen Abwägung. Wenn die Geldnachfrage spontan ansteigt, kann es ja durchaus auch sinnvoll sein, die Geldmenge stabil zu halten und Zinssteigerungen hinzunehmen. Das wäre z. B. der Fall, wenn die Geldnachfrageausweitung mit einer allgemein zunehmenden höheren Inflationserwartung in Verbindung gebracht werden könnte. Die Zinssteigerung würde dem Inflationsimpuls entgegenwirken. Ist die Geldnachfrageerhöhung dagegen Ausdruck einer zunehmenden Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Konjunktur und der monetären Märkte, dann wäre eine Ausweitung der Geldmenge tolerabel und ein Zinsanstieg nicht hinzunehmen, weil dieser den kontraktiven Impuls der erhöhten Geldnachfrage noch verstärken würde. Diese Ab-

wägung hat die Deutsche Bundesbank z. B. 1986 vornehmen müssen. Sie hat die starke Ausweitung der Geldmenge hingenommen und damit eine konjunkturwidrige Erhöhung des Zinsniveaus vermieden.

Aus alledem folgt: Eine Notenbank kann sich nicht darauf festlegen lassen, die Entwicklung einer einzigen monetären Größe – sei es nun die Geldmenge, seien es die Zinsen – stabilisieren zu müssen, weil dies die anderen Größen destabilisiert. Gefordert ist vielmehr, daß die Notenbank im konkreten Einzelfall pragmatisch abwägt, wie sie auf wirtschaftliche Störungen und Verhaltensänderungen am zweckmäßigsten reagiert. Diese notwendige Abwägung kann sie nicht leisten, wenn sie sich einem vorher gesetzten Geldmengenziel verpflichtet fühlen muß.

Grundsätzlicher Mangel

Die Geldmengenziele, so wie sie bisher praktiziert wurden, hatten den grundsätzlichen Mangel, daß sie nur auf die Wachstumsrate der Geldmenge gerichtet sind, jedoch das Niveau der Geldmenge vernachlässigt haben. Die für erforderlich gehaltene Veränderungsrate der Geldmenge wurde „potentialorientiert“ bestimmt nach der Formel: Wachstumsrate des Produktionspotentials plus unvermeidlicher Preisanstieg (gegebenenfalls korrigiert um die trendmäßige Änderung für die Umlaufgeschwindigkeit). Nicht berücksichtigt wird bei dieser Vorgehensweise, ob das Ausgangsniveau, von dem die Geldmenge mit der potentialorientierten Rate fortgeschrieben werden soll, angemessen ist oder nicht. Die Bundesbank hat bei ihren Geldmengenzielen stets an dem tatsächlich realisierten Geldmengeniveau am Ende des Vorjahres angeknüpft. Dies kann jedoch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht durchaus „zu

niedrig" gewesen sein (was dann im Folgejahr eine Zunahme der Geldmenge mit einer größeren als der potentialorientierten Rate erfordert hätte) oder „zu hoch“ gewesen sein (was einen Abschlag von der potentialorientierten Rate erfordert hätte).

Die Angemessenheit des Niveaus der Geldmenge beurteilen zu wollen, ist sicherlich keine leichte Aufgabe. Das Geldmengenniveau müßte zumindest mit Blick auf den Auslastungsgrad des Produktionspotentials, die Höhe der Zinsen und den Saldo der Leistungsbilanz beurteilt werden. So schwierig dies auch sein mag – das Problem bei der Festlegung von Geldmengenzielen einfach zu ignorieren, indem lediglich auf die Veränderung der Geldmenge mit der potentialorientierten Rate abgestellt wird, ist keineswegs angemessen.

Die Geldmengenziele in ihrer bisherigen Form sollten aufgegeben

werden. Zumindest müßten zur Zentralbankgeldmenge andere monetäre Indikatoren mit gleichem Rang hinzugefügt werden. Die amerikanische Praxis liefert nur bedingt ein Vorbild. Neben der Zentralbankgeldmenge könnten als „nahe Verwandte“ die Geldvolumina M1 und M2 einbezogen werden; darüber hinaus müßten aber auch die langfristigen Bankforderungen (Geldkapital), die Bankkredite und die Zinsen (z. B. der Geldmarktsatz) berücksichtigt werden.

Ein solches Indikatorsystem könnte freilich nicht den Rang verbindlicher geldpolitischer Ziele einnehmen, sondern nur als Orientierungsrahmen für die Geldpolitik dienen. Bei der jährlichen Quantifizierung der Indikatoren würde die Notenbank damit deutlich machen, welche monetäre Entwicklung sie mit einer spannungsfreien Wirtschaftsentwicklung für vereinbar hält. Aus der jeweils aktuellen Ent-

wicklung aller dieser Indikatoren würde dann abzuwägen sein, welche geldpolitischen Maßnahmen erforderlich sind.

Das hier vorgeschlagene Vorgehen ist weit weniger innovativ, als es auf den ersten Blick scheinen mag. Im Grunde genommen entspricht es weitgehend der heute schon geübten Praxis der Bundesbank. Auch wenn die Bundesbank Ziele nur für die Zentralbankgeldmenge verabschiedet, hat sie sich doch nie allein daran orientiert, sondern stets das breite Spektrum monetärer Indikatoren in ihr Urteil einbezogen und daran ihre Politik ausgerichtet.

Die Befürchtung, mit der Aufgabe des reinen Zentralbankgeldziels würden die Akteure an den Finanzmärkten „orientierungslos“ hinsichtlich des geldpolitischen Kurses, ist nicht zu teilen. Auch bisher haben sich Devisenhändler, Portfoliomanager und private Anleger niemals allein nur auf die Zentralbankgeld-

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

NEUERSCHEINUNG

Dietrich Keschull

TRANSMIGRATION IN INDONESIA

An Empirical Analysis of Motivation, Expectations and Experiences

Die Transmigration in Indonesien hat die Entlastung Javas und gleichzeitig die beschleunigte Entwicklung der dünn besiedelten Außeninseln zum Ziel. Die vorliegende Untersuchung liefert erstmals detaillierte Informationen zu diesem Themenkomplex, die auf Interviews mit Transmigranten vor und nach der Umsiedlung basieren. Sie machen deutlich, wo die Hauptengpässe des Umsiedlungsprogramms liegen und welche Maßnahmen zur Realisierung der Zielsetzungen künftig notwendig sind.

Großoktav, 162 Seiten, 1986, brosch. DM 52,-

ISBN 3-87895-314-3

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

menge verlassen, sondern sich auch an anderen monetären Größen orientiert. Ebenso wenig sind Zentralbankgeldziele erforderlich, um den Finanzmärkten die Glaubwürdigkeit und Konsistenz deutscher Geldpolitik zu vermitteln. Der Ruf der Bundesbank als Bewahrer von Stabilität hängt von ihrem faktischen Verhalten ab und nicht davon,

ob sie ein Ziel für die Zentralbankgeldmenge formuliert.

Eine andere Befürchtung könnte sein, daß die deutsche Geldpolitik, wenn sie sich nicht der strikten Regel einer potentialorientierten Geldmengenversorgung unterwirft, an Beliebigkeit gewinnen würde. Wichtig ist daran, daß die Notenbank dadurch einen größeren Handlungs-

spielraum erhalte (den sie im übrigen faktisch heute schon hat und auch nutzt). Dieser Handlungsspielraum ist aber auch erforderlich, damit die Geldpolitik auf die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung angemessen und sachgerecht reagieren kann. Starre Regeln nehmen der Geldpolitik die erforderliche Beweglichkeit.

Manfred J. M. Neumann

Preisstabilität durch mehrjährige Geldmengenziele sichern

Journalisten sprechen neuerdings davon, daß der Monetarismus „in aller Stille beerdigt“ worden sei. Geldmengenpolitik und damit Geldmengenregeln seien obsolet geworden, weil niemand mehr wisse, was denn die richtige Geldmenge sei. Bargeld werde immer weniger und dafür „Plastikgeld“ wie auch neue Formen der Geldaufbewahrung – z. B. Einlagenzertifikate (CDs) – immer mehr für Zahlungen verwendet.

Nach der inneren Logik des journalistischen Raisonnements ist es daher nur konsequent, wenn in den USA und Großbritannien Geldmengendisziplin und Monetarismus beerdigt werden, zumal hohe monetäre Expansionsraten in Zeiten stabilen Preisniveaus bekanntlich ohnehin ungefährlich sind. So lautet der neue Zeitgeist, dem auch die Bundesbank seit Anfang 1986 zu huldigen scheint, nach der zunehmend beschleunigten Expansion sämtlicher monetären Aggregate zu urteilen.

Gefahr einer Legitimationskrise

Es ist bestürzend zu beobachten, wie schnell Politiker bereit sind, um kurzfristiger, vermeintlicher Vorteile willen, wirtschaftspolitische Grund-

nien zu verlassen, und wie schnell sich Journalisten finden, die dem Publikum die erforderliche Rechtfertigung liefern. Offenbar soll wieder einmal die Reise in Richtung Inflation gehen und wie bisher jedesmal werden den Reisenden die zu erwartenden Risiken und Kosten verschwiegen.

Nun könnte man einwenden, es sei voreilig, aus der Beobachtung monetärer Überexpansion auf eine grundlegende Wende in den geldpolitischen Konzeptionen der Notenbanken der westlichen Welt zu schließen. Schließlich wissen wir aus allen Bereichen des Lebens, wie schwer es ist, der Verlockung zu einem gelegentlichen Regelverstoß zu widerstehen. Dies für sich genommen muß noch nicht bedeuten, daß die bestehenden Regeln generell abgelehnt werden und künftig fortwährend verletzt werden sollen. Geldpolitiker dürften sich in dieser Hinsicht kaum von anderen Sterblichen unterscheiden.

Wir wissen allerdings auch, daß es zu einer Legitimationskrise kommt, wenn sich Regelverstöße häufen und bagatellisiert werden. Dann muß geprüft werden, ob veränderte Lebensumstände es erfordern, die bisherigen Regelungen

durch neue Regeln abzulösen oder ob den bestehenden Regeln durch geeignete Maßnahmen Anerkennung verschafft werden kann.

In diesem Sinne soll im folgenden geprüft werden, ob das bisherige Grundkonzept der Geldpolitik noch dem tatsächlichen wirtschaftlichen Umfeld gerecht wird oder ob es zu veränderten Bedingungen an den Geld- und Kapitalmärkten in Widerspruch geraten ist. Im Rahmen einer solchen Überprüfung ist zugleich zu überlegen, ob es besser geeignete Alternativen gibt.

Probleme der Geldmengenpolitik

Eine Regelbindung der Geldpolitik an ein Geldmengenaggregat ist trivialerweise nur sinnvoll, solange sich ein monetäres Aggregat bestimmen läßt, das erstens in einem stabilen Wirkungszusammenhang zur privaten Gesamtnachfrage, und damit zum Preisniveau, steht und das zweitens von der Notenbank mit hinreichender Genauigkeit gesteuert werden kann. Ein solches monetäres Aggregat kann entweder eine Geldmenge sein oder eine Zentralbankgeldmenge.

Wenn allerdings, wie neuerdings behauptet wird, sich die Verhaltens-

muster der Gelddispositionen von Haushalten und Unternehmen und die Geldschöpfungsdispositionen von Banken in unklarer Weise verändern, so werden nicht nur die bisher bekannten Regelbindungen obsolet. Vielmehr wird damit jeglicher Form von Geldmengenpolitik die Grundlage entzogen. Dann muß die Notenbank ihre „Mengenpolitik“ zugunsten einer „Preispolitik“ aufgeben und zu einer Steuerung des Wechselkurses oder des Zinsniveaus übergehen.

Bevor wir auf diese alternativen Konzepte eingehen, ist zu klären, ob es überhaupt zutrifft, daß veränderte Bedingungen an den Geld- und Kapitalmärkten die Grundlagen der Geldmengenorientierung erodieren.

Steuerung von M1 oder M3?

Der strategische Grundgedanke von Geldmengenpolitik besteht darin, durch Steuerung einer Geldmenge – im Sinne der zusammengefaßten Kassenhaltung inländischer Haushalte und Unternehmen – die Gesamtnachfrage dieser Wirtschaftseinheiten nach Gütern und Dienstleistungen so zu beeinflussen, daß Preisniveaustabilität gewährleistet wird. Dazu ist zu klären, welches beobachtbare monetäre Aggregat – beispielsweise M1, M2 oder M3 – die private Kassenhaltung der inländischen Nichtbanken am besten erfaßt. Sodann ist von der Notenbank zu entscheiden, ob für diese Geldmenge ein Geldmengenziel fest- und durchgesetzt werden soll (direkte Geldmengensteuerung) oder ob die Geldmenge nur indirekt über ein Wachstumsziel für eine Zentralbankgeldmenge gesteuert werden soll (indirekte Geldmengensteuerung).

Für die Theorie wie für die Praxis der Geldpolitik ist es eine alte Streitfrage, welches konkrete monetäre Aggregat am besten die zusammen-

gefaßte Kassenhaltung inländischer Nichtbanken spiegelt. Seit altersher wird zur Entscheidung dieser Frage vorwiegend auf zwei Kriterien abgestellt, die sich ergänzen. Das eine Kriterium betrifft die Tauschmitteleigenschaft, das andere die Stabilität der Geldnachfrage.

Nach dem Tauschmittelkriterium entspricht die Geldmenge der Summe von Sichteinlagen inländischer Nichtbanken im Inland sowie ihrer Bargeldhaltung. Denn Zahlungen erfolgen ausschließlich in Form der Bargeldübergabe oder der giralen Verfügung (Scheckausstellung, Überweisung). Spareinlagen und Termineinlagen dagegen dienen ebensowenig als allgemeine Tauschmittel wie etwa Aktien oder Rentenpapiere. Wer auf solche Finanzaktiva zurückgreift, um Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen, muß diese Aktiva zuerst – durch Verkauf – in Sichteinlagen oder Bargeld umwandeln. Stellt man allein auf die Tauschmitteleigenschaft ab, dann repräsentiert das monetäre Aggregat M1 die relevante Geldmenge am besten.

Neuere Entwicklungen an den Finanzaktivamärkten, wie der Gebrauch des so gern zitierten „Plastikgeldes“ oder das erwartete Vordringen von Einlagenzertifikaten (CDs), ändern daran nichts. Denn wer mit einer Kreditkarte einkauft, zahlt zunächst mit den Sichteinlagen des Kreditkartenausstellers statt mit eigenen Sichteinlagen. Gesamtwirtschaftlich gesehen ist es aber gleichgültig, mit wessen Bargeld oder Sichteinlagen individuelle Zahlungen bewirkt werden. Ebenso gleichgültig ist es natürlich auch, ob girale Verfügungen am Bankschalter vorgenommen werden oder „von zu Hause aus am Bildschirm“. Was verzinsliche Einlagenzertifikate angeht, so könnten diese theoretisch zu Tauschmitteln werden, wenn sie

in vergleichbaren Stückelungen wie Banknoten ausgegeben würden. Aber das wäre für die emittierenden Banken zu kostspielig. Diese Zertifikate werden in direkte Konkurrenz zu traditionellen Termineinlagen treten, so wie das heute schon für kurzlaufende Bankschuldverschreibungen gilt.

Stabilität der Umlaufgeschwindigkeit

All diese Neuerungen haben keinen Einfluß auf die Frage, ob Bargeld und Sichteinlagen inländischer Nichtbanken – und damit das Aggregat M1 – den Kern der gesamtwirtschaftlichen relevanten Geldmenge darstellen. Sie können allerdings die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes beeinflussen und damit unter Umständen die Eignung des Aggregats M1 einschränken, als direkter Orientierungsmaßstab der Geldpolitik zu dienen.

Dies bringt uns zu dem zweiten Kriterium einer Abgrenzung der gesamtwirtschaftlichen relevanten Geldmenge, der Frage nach der Stabilität der Geldnachfrage bzw. der Umlaufgeschwindigkeit. Dieses zweite, ergänzende Kriterium der Bestimmung der gesamtwirtschaftlich relevanten Geldmenge spielt vor allem deshalb eine Rolle, weil der Hang der Haushalte und Unternehmen zur Ökonomisierung ihrer Kassenhaltung sich so auswirken kann, daß es zu kurzfristigen Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M1 kommt, die sich nicht gut prognostizieren lassen. Werden Kassenmittel vorübergehend in Form von Spareinlagen oder kurzlaufenden Termineinlagen „geparkt“, dann kann es sein, daß die Umlaufgeschwindigkeit eines um diese „Quasigelder“ erweiterten M1 besser prognostizierbar ist als die von M1 allein.

Allerdings gibt es ein Informationsproblem: Niemand weiß, zu

welchem Anteil die beobachtbaren Termin- und Spareinlagen vorübergehend geparkte Kassenhaltung darstellen, zumal dieser Anteil mit den Zinsbedingungen im Zeitablauf variieren wird. Die Art der Kündigungsbestimmungen und die beobachtbare Laufzeitenstruktur lassen vermuten, daß nur einem kleinen Teil der Termin- und Spareinlagen Quasigeldcharakter im Sinne geparkter Kasse zukommt.

Da es aber keine sichere Information darüber gibt, bleibt nur der pragmatische Weg, die Umlaufgeschwindigkeiten alternativer monetärer Aggregate auf ihre empirische Prognostizierbarkeit hin zu untersuchen. Neuere Untersuchungen für die Verhältnisse der Bundesrepublik Deutschland zeigen, daß die Umlaufgeschwindigkeiten der Geldmenge M1 und der um Termin- und Spareinlagen erweiterten Geldmenge M3 sich stabil verhalten und gleichermaßen gut prognostizierbar sind.

Wir können daher schließen: Erstens, sowohl die Geldmenge M1 als auch die Geldmenge M3 sind geeignet, als Maßstab für die Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank zu dienen. Zweitens, die Veränderungen der letzten Jahre an den Finanzmärkten haben bisher nicht zu einem irregulären Verhalten der einen oder anderen Umlaufgeschwindigkeit geführt, das Geldmengenpolitik zu einem unkalkulierbaren Risiko machen würde.

Steuerung der Grundgeldmenge

Eine Alternative zur direkten Steuerung einer Geldmenge, sei es M1 oder M3, bildet die Wahl einer Zentralbankgeldmenge zur Zielvariablen. Auf den ersten Blick scheint das bisherige geldpolitische Konzept der Bundesbank diesem Ansatz einer indirekten Steuerung der Geldmenge zu entsprechen. Wir

werden allerdings noch sehen, daß das nicht der Fall ist.

Die Steuerung einer Zentralbankgeldmenge ist sinnvoll, wenn es einen stabilen Wirkungszusammenhang von dem gewählten Aggregat zu der die Kassenhaltung der Privaten repräsentierenden Geldmenge gibt. Ein Vorzug dieser indirekten Form der Geldmengensteuerung besteht darin, daß die Notenbank ihre Zielvariable täglich beobachten kann, weil jede konkrete Abgrenzung einer Zentralbankgeldmenge sich im wesentlichen aus Passivpositionen der Notenbankbilanz zusammensetzt.

Nur solche Finanzaktiva, mit denen Geschäftsbanken ihre Mindestreservepflicht erfüllen können, sind Zentralbankgeld; konkret sind dies Bargeld und Sichteinlagen bei der Bundesbank. Daher läßt sich eine erste Abgrenzung der Zentralbankgeldmenge bestimmen als die Summe von Bargeldumlauf und Sichteinlagenhaltung der Banken bei der Bundesbank. Aufgrund der seit 1978 geltenden Mindestreservebestimmungen entspricht diese Abgrenzung in analytischer Sicht der Summe von Bargeldumlauf außerhalb des Bankensystems, Mindestreserven und etwaigen Überschußreserven. Diese erste Abgrenzung der Zentralbankgeldmenge ist bekannt als „einfache Zentralbankgeldmenge“ oder „Geldbasis“.

Die Geldbasis eignet sich allerdings nicht sehr gut als Steuerungsvariable, weil die Bundesbank das Mindestreserveinstrument nutzt. Senkt sie die Mindestreservesätze, sinkt die Geldbasis und zeigt damit fälschlich einen kontraktiven Vorgang an. Eine geeignetere Abgrenzung der Zentralbankgeldmenge berücksichtigt dies durch eine entsprechende Korrektur. Ohne auf technische Einzelheiten einzugehen, sei erwähnt, daß zu diesem Zweck die einfache Zentralbank-

geldmenge mit einem Korrekturfaktor zu multiplizieren ist. Das Resultat ist eine zweite Abgrenzung der Zentralbankgeldmenge, die als „bereinigte Zentralbankgeldmenge“ oder als „Grundgeldmenge“ bezeichnet werden kann. Mit der Bezeichnung Grundgeldmenge wird zum Ausdruck gebracht, daß dieses von der Bundesbank leicht zu steuernde Aggregat die Grundlage bildet für die gesamte Geldschöpfung durch das Bankensystem¹.

Da die Grundgeldmenge im Unterschied zu dem vom Sachverständigenrat bis vor kurzem favorisierten Aggregat – der „bereinigten Zentralbankgeldmenge in alter Rechnung“ – den Einfluß der Mindestreservepolitik in unverzerrter Weise erfaßt, besteht ein stabiler Wirkungszusammenhang von dem Wachstum der Grundgeldmenge zum Wachstum der Geldmengen M1 und M3. Daher ist die Grundgeldmenge für ein Konzept indirekter Geldmengensteuerung die am besten geeignete Zielvariable.

Änderungen in den Zahlungsgewohnheiten der inländischen Nichtbanken und Änderungen in den Geldschöpfungsdispositionen der Geschäftsbanken beeinträchtigen nicht die Kontrollierbarkeit der Grundgeldmenge. Allerdings beeinflussen sie die Umlaufgeschwindigkeit dieses Aggregats. Jedoch gilt wiederum, daß auch für diese Umlaufgeschwindigkeit keinerlei irreguläres Verhalten in den vergangenen Jahren zu beobachten war. Sie ist ebenso gut prognostizierbar, wie die Umlaufgeschwindigkeiten der Geldmengen M1 und M3.

¹ Für eine eingehende Entwicklung des Verfahrens vgl. M. J. M. Neumann: Die Grundgeldmenge – Ein neuer Indikator der Geldpolitik, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 122, H. 3, September 1986, S. 520-533. Das Konzept wird im Gutachten 1986/87 des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung als Neuberechnung der „bereinigten Zentralbankgeldmenge“ vorgestellt.

Die „Zentralbankgeldmenge“ der Bundesbank

Die Geldmengensteuerung der Bundesbank ist bekanntlich auf ein monetäres Aggregat ausgerichtet, das sie als „Zentralbankgeldmenge“ bezeichnet. Dieses umfaßt die Bargeldhaltung von Nichtbanken sowie deren Sicht-, Termin- und Spareinlagen in spezieller Gewichtung. Als Gewichte dienen fiktive Mindestreservesätze, die mit den tatsächlichen Sätzen nichts zu tun haben. Nach Ansicht der Bank spiegeln diese Gewichte die unterschiedlichen Geld- und Liquiditätsgrade der Einlagenarten. Aber es kann als wissenschaftlich geklärt angesehen werden, daß diese Vorstellung nicht trägt. Die „Zentralbankgeldmenge“ der Bundesbank bietet lediglich ein verzerrtes Abbild der Geldmenge M3, wobei insbesondere dem Bargeldumlauf ein unangemessen großes Gewicht zuerkannt wird. Wenn man bedenkt, daß dieses Aggregat im Unterschied zur Grundgeldmenge auch nicht den Vorzug bietet, täglich beobachtbar zu sein, dann wird es vollends unverständlich, warum die Bundesbank daran festhält.

Würde die Bank statt dessen die Geldmenge M3 zur Zielvariablen erheben, so würde sie verzerrungsbedingte kürzerfristige Abweichungen der Zielvariablen vom Zielpfad und die damit einhergehenden Interpretationsschwierigkeiten vermeiden. Würde die Bank andererseits die Grundgeldmenge zur Zielvariablen erheben, so könnte sie sehr leicht den gewünschten Zielpfad durchsetzen. Denn die Grundgeldmenge ist Teil der Bundesbankbilanz. Ihre Entwicklung kann daher täglich beobachtet und von einem zum anderen Tag korrigiert werden.

Gegen diese kritische Analyse kann die Bundesbank nur, aber auch immerhin, anführen, daß sie seit Beginn der achtziger Jahre mit

ihrem Aggregat als Zielvariable eindrucksvolle Erfolge bei der Bekämpfung der Inflation erzielt hat wie kaum eine andere Notenbank. Das ist zweifellos nicht gering zu schätzen und verdient große Anerkennung. Aber es handelt sich nicht um einen durchschlagenden Einwand. Denn diese Erfolge hätten sich auch mit M3 oder der Grundgeldmenge als Zielvariable erzielen lassen mit dem Unterschied, daß kürzerfristige Schwankungen der Geldversorgung sicherer hätten vermieden werden können.

Lästige Geldmengenziele

Die Bundesbank kam monetaristischen Vorstellungen etwas entgegen, indem sie beispielgebend als erste Notenbank die Institution jährlicher Geldmengenziele einführte. Wenn heute einige Praktiker, unterstützt von Journalisten und wenigen Wissenschaftlern, einen Abgesang auf den Monetarismus anstimmen, so geht es weniger um eine Klärung ökonomischer Zusammenhänge als vielmehr um eine Beseitigung der als lästig empfundenen Institution öffentliche Geldmengenziele.

Die Geldmengenziele haben bekanntlich die Funktion, Unternehmen, Gewerkschaften, Gebietskörperschaften und Kapitalanlegern den Kurs künftiger Geldpolitik zu signalisieren und auf diese Weise eine Stabilisierung der Erwartungen zu bewirken. Diese Funktion können sie aber nur erfüllen, wenn die Bundesbank die Ziele einhält. Je konsequenter sie das tut, um so glaubwürdiger wird ihre Politik, um so sicherer kann sie die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer beherrschen.

Aber das setzt voraus, daß die Bundesbank ihre Geldmengenziele als eine Selbstbindung begreift. Und genau dies wird als Last empfunden. Es gibt Stimmen, die noch immer nicht anerkennen wollen,

daß Geldpolitik Arbeitslosigkeit nicht dauerhaft beseitigen kann. Sie möchten noch einmal den zum Scheitern verurteilten Versuch wagen, durch monetäre Überexpansion Produktion und Beschäftigung dauerhaft zu stimulieren. Deshalb behaupten sie, neuere Entwicklungen an den Geld- und Kapitalmärkten machten Geldmengenziele obsolet. Deshalb behaupten sie auch, die derzeitige Entwicklung unserer Volkswirtschaft zeige doch, daß Preisstabilität möglich sei auch wenn die offiziellen Geldmengenziele dauerhaft überschritten werden.

Wir haben schon gesehen, daß die erste Behauptung fehlgeht. Aber auch die zweite Behauptung ist nicht tragfähig. Sie zeigt nur, daß man das Inflationsproblem nicht versteht oder nicht verstehen will. Denn es ist ein unumstößlicher, empirischer Grundsachverhalt, daß heutige Preisstabilität die Frucht vergangener Geldpolitik ist, während die heutige Geldpolitik über zukünftige Inflation bestimmt.

Diesen Sachverhalt kann der Zentralbankrat, wenn er dieser Tage über ein neues Geldmengenziel beschließt, nicht länger negieren. Angesichts der monetären Überexpansion im Verlaufe dieses Jahres sollte er klarstellen, daß er die geldpolitischen Zügel nicht länger schleifen lassen wird. Anderenfalls müssen wir für 1987 damit rechnen, daß die Geldpolitik in das Schlepptau von sich rasch aufbauenden Inflationserwartungen geraten wird, die sie selbst geweckt hat. Die Folge wäre eine erneute Inflationswelle, die wiederum nur in einem mehrjährigen Prozeß abgebaut werden könnte.

Eine Klärung des geldpolitischen Kurses im Sinne einer antiinflationären Geldpolitik setzt natürlich voraus, daß die Bundesbank für 1987 ein entsprechendes Geldmengen-

ziel bekannt gibt. Ratsam wäre ein Korridor von höchstens 3 bis 5%, sofern das bisherige Zielaggregat beibehalten werden soll, denn der monetäre Überhang beträgt schon jetzt 1,5 Prozentpunkte. Ein solches Ziel wäre keinesfalls zu restriktiv, denn das reale Wachstum der Wirtschaft wird 1987 und auch danach kaum mehr als 3% betragen.

Ein richtungsweisender Schritt

Aber die Frage ist, ob man es bei einem Jahresziel bewenden lassen sollte. Denn es kann nicht ausgeschlossen werden, daß dieses Ziel von der Öffentlichkeit nicht sehr ernst genommen wird, weil die Glaubwürdigkeit der Bundesbank 1986 gelitten hat.

Der Zentralbankrat sollte prüfen, ob es nicht ratsam ist, jetzt der Öffentlichkeit zusätzlich eine mittelfristige Perspektive zu geben. Seit Mitte der siebziger Jahre wird von Monetaristen der Bundesbank ein mehrjähriges Geldmengenziel empfohlen. Auch der Sachverständigenrat hat sich nun bereits zum zweiten Mal dafür ausgesprochen. Der entscheidende Gedanke dabei ist, daß

auf diese Weise den Preisniveauerwartungen eine mittelfristige Führung gegeben werden könnte, ohne daß die zukünftige Geldpolitik deshalb in allen Einzelheiten festgeschrieben werden müßte. Es wäre hinreichend anzukündigen, daß aus heutiger Sicht der Korridor von 3 bis 5% auch für die Jahre nach 1987 angestrebt werden wird, um mittelfristig das Geldmengenwachstum auf einem mittleren Pfad von etwa 4% zu halten.

Eine solche Selbstbindung der Bundesbank hätte richtungsweisende Kraft und würde etwaige Zweifel an der Glaubwürdigkeit zerstreuen.

„Preispolitik“ als Alternative?

Wir haben geklärt, daß es derzeit keinen objektiven Anlaß gibt, das Konzept der Geldmengenpolitik aufzugeben. Daher braucht die Alternative einer „Preispolitik“ nicht ausführlich behandelt zu werden.

Preispolitik würde bedeuten, daß das Mengenkonzept durch ein offizielles Wechselkursziel oder ein Zinsziel ersetzt wird. Wie bei der Geldmengenpolitik ergäbe sich das Problem, die Zielvariable Wechsel-

kurs oder Zins sinnvoll zu operationalisieren. Diese und andere technische Probleme wären wohl lösbar. Sie sind aber zweitrangiger Natur.

Das entscheidende Grundproblem jeder Form von Preispolitik ist dieses: Es läßt sich kein Wechselkursniveau und auch kein Zinsniveau angeben, das eine dauerhafte Stabilität des allgemeinen Preisniveaus sicherstellen würde. Wie schon der berühmte Nationalökonom Knut Wicksell nachwies, würde es zu einer kumulativen Inflation oder Deflation kommen, wenn eine Notenbank ein bestimmtes Zinsniveau oder Wechselkursniveau durchsetzen würde, das von den sich laufend ändernden Marktbedingungen abweicht. Die Unterordnung der Geldpolitik unter ein Zins- oder Wechselkursziel könnte daher niemals in Form einer Regelbindung erfolgen, sondern nur in diskretionärer Form. Eine dem Geldmengenkonzept vergleichbare Orientierung für die Marktteilnehmer wäre damit nicht mehr gegeben.

Damit ist das Urteil über jede Spielart von Preispolitik gesprochen. Weder Zinspolitik noch Wechsel-

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

NEUERSCHEINUNG

Rainer Klump

ENTSTEHUNG UND VERWENDUNG VON SCHLÜSSELWÄHRUNGEN

Theoretische Erklärungen, historische Erfahrungen, wirtschaftspolitische Schlußfolgerungen

Großoktav, 462 Seiten, 1986, brosch. DM 52,-

ISBN 3-87895-310-0

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG

seldkurspolitik bieten ein der Geldmengenpolitik vergleichbares stabilisatorisches Potential. Wer das Konzept der Geldmengenpolitik verabschieden möchte, weil er ein bestimmtes Zinsniveau oder ein Wechselkursniveau für zu hoch oder zu

niedrig hält, der sollte sich an den ökonomischen Grundsachverhalt erinnern, daß Geldpolitik zwar versuchen kann, ein nominales Zinsniveau oder einen nominalen Wechselkurs zu fixieren, aber damit nicht dauerhaft Einfluß auf das reale Zins-

niveau und den realen Wechselkurs gewinnen kann. Auch Geldmengenpolitik vermag dies nicht. Aber Geldmengenpolitik vermag es, Preisstabilität zu sichern und auf diese Weise das reale Wachstum zu fördern.

Dieter Duwendag

Es gibt keine seriösen Alternativen

In diesen Tagen wird der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank das Geldmengenziel für das Jahr 1987 beschließen. Es wäre das dreizehnte Geldmengenziel seit dem Übergang zur Geldmengensteuerung im Jahre 1975. Ein böses Omen? In der Tat sind Geldmengenziele in der letzten Zeit stark in das Kreuzfeuer der Kritik geraten. In der Bundesrepublik wird der obere Rand des anvisierten Zielkorridors für die Zentralbankgeldmenge im laufenden Jahr (3,5-5,5%) um zwei bis drei Prozentpunkte überschritten werden. Eine ähnlich gravierende Zielverfehlung gab es bisher nur 1978. In zahlreichen anderen Ländern sind weitaus höhere Zielüberschreitungen schon seit einigen Jahren zu verzeichnen, so z. B. in den USA und in England, wo Geldmengenregeln wesentlich laxer gehandhabt werden und jetzt generell zur Debatte stehen.

Kritik an Geldmengenregeln

Die Kritik an der Geldmengensteuerung kommt zu einer Zeit, in der – verglichen mit Ende der 70er/Anfang der 80er Jahre – in allen Ländern eindrucksvolle Erfolge bei der Inflationsbekämpfung erzielt worden sind und der Beitrag der Geldmengenpolitik zur Brechung der Inflationsmentalität und zur Verringerung der Inflationserwartun-

gen kaum bestritten wird. Über diese „Pflichtaufgabe“ hinaus werden jetzt weiterreichende Anforderungen an die Geldpolitik gestellt: Was kann und sollte sie leisten zum Abbau der hohen Dauerarbeitslosigkeit, zur Reduzierung des Niveaus und der Schwankungen der Zinssätze, zur Vermeidung von Staginations- und Rezessionsphasen und zur Beschleunigung des Wirtschaftswachstums? Haben Geldmengenregeln überhaupt einen Sinn, wenn sich das „relevante“ Geldmengenaggregat mehr und mehr der Meß- und Kontrollierbarkeit durch die Notenbank entzieht? Wenn der Zusammenhang zwischen dem monetären Zwischenziel und dem nominellen Sozialprodukt immer „lockerer“ wird? Wenn die Notenbankstrategie wegen häufiger Zielverfehlungen unglaubwürdig wird? Wenn die Geldmengensteuerung zunehmend in das Korsett außenwirtschaftlicher Zins- und Wechselkurszwänge gepreßt wird? Schließlich, wenn das Festhalten an nationalen Geldmengenzielen gar die internationale Koordinierung der Wirtschafts- und Währungspolitik erschwert?

Bohrende Fragen dieser Art müssen die Notenbanker seit geraumer Zeit über sich ergehen lassen. Kein Zweifel, der Zenit der Begeisterung über Geldmengenziele ist überschritten, die anfängliche Aufbruch-

stimmung gegenüber der als Experiment angesehenen Geldmengensteuerung verfliegen. Auch die Ziehväter der monetaristischen Idee – wiewohl seit jeher kritische Begleiter der tatsächlichen Praxis der Geldmengenpolitik – sehen sich zunehmend in der Defensive. Sie müssen Gerüchte über den angeblichen „Tod des Monetarismus“ dementieren¹ und mit einem Schuß Resignation zugeben, daß „der Monetarismus darin versagt hat, den politischen Markt wesentlich zu beeinflussen“². Letzteres zuzugeben heißt nicht, die Ratio des monetaristischen Ansatzes prinzipiell in Frage zu stellen. Dazu besteht überhaupt kein Anlaß, zumal wenn man sich die hauptsächlichen Alternativen zu einer Politik der Geldmengenregel vor Augen hält. Es sind dies die Rückkehr zu einer diskretionären Stop-and-go-Geldpolitik oder der Übergang zur Zinssteuerung.

Manko der diskretionären Geldpolitik

Mit der fallweisen, antizyklisch beabsichtigten Geldpolitik haben wir in der Bundesrepublik (wie auch andere Länder) bis zum Anfang der

¹ M. Friedman: Death of Monetarism greatly exaggerated, in: The Wall Street Journal, 25. 9. 1986, S. 17.

² K. Brunner: Hat der Monetarismus versagt?, in: Kredit und Kapital, H. 1, 1984, S. 61.

70er Jahre einschlägige – negative – Erfahrungen gemacht. Die damalige Strategie versuchte, über Ad-hoc-Änderungen der Bankenliquidität und der Notenbankzinssätze die Kreditgewährung der Banken in die jeweils konjunkturell erwünschte Richtung zu lenken. Das zentrale Manko dieses „Fine-tuning-Konzeptes“ ist heute wie damals die Unsicherheit über die kurzfristige Reaktionsstruktur der Wirtschaft. Denn die Wirkungen von monetären Impulsen auf Mengen und Preise lassen sich weder zeitlich noch quantitativ hinreichend genau abschätzen.

Die empirischen Erfahrungen deuten darauf hin, daß lange und variable zeitliche Wirkungsverzögerungen eher zum Gegenteil dessen führen, was mit antizyklischem Gegensteuern beabsichtigt ist, nämlich zu destabilisierenden oder gar prozyklischen Effekten. Letztere entstehen vor allem durch antizipatives Verhalten der Banken und Kreditnehmer, indem sie (erwarteten) restriktiven Maßnahmen durch Vorgriff und expansiven Maßnahmen durch Zuwarten und „Mitnahme“ ausweichen. Diese Erfahrungen in Verbindung mit einschneidenden Verhaltensänderungen der Banken (Rückgriff auf ausländische Finanzmärkte und Interbankverschuldung) veranlaßten die Bundesbank nach der Freigabe der Wechselkurse 1973, auf das Experiment der Steuerung der Zentralbankgeldmenge überzugehen.

Einführung von Zielkorridoren

Dieser Übergang bedeutete freilich nicht die lupenreine Umsetzung der monetaristischen Lehre in die geldpolitische Praxis, die eine Politik des konstanten Geldmengenwachstums verlangt hätte. Vielmehr führte die Bundesbank die Zielgrößen im Laufe der Jahre sukzessive zurück und schaffte sich durch die

Einführung von Zielkorridoren ab 1979 Spielraum für diskretionäre Anpassungen an binnen- und außenwirtschaftliche Erfordernisse. Von einem rigorosen theoretischen Standpunkt aus betrachtet sind derartige Vorbehalte zwar abzulehnen. Denn Zielkorridore bergen stets die Gefahr des antizyklischen Operierens mit Geldmengenzielen und drohen von daher den Erfolg des ganzen Unternehmens zu gefährden. Sie erscheinen jedoch als unvermeidbarer Tribut an die Tatsache, daß Notenbanken – national wie international – auch „politische“ Institutionen sind, deren Gleichmut gegenüber Zins- und Wechselkurschwankungen oder exogenen realen Schocks gewisse Grenzen gezogen sind.

Immerhin ist der Grundgedanke der Geldmengenpolitik, was die Bundesbank betrifft, erhalten geblieben:

□ Die Orientierung der Geldmengenziele an der längerfristigen Entwicklung des Produktionspotentials, um die Inflation unter Kontrolle zu bringen und damit eine wichtige Voraussetzung für die Erreichung anderer gesamtwirtschaftlicher Ziele (Beschäftigung, Wachstum) zu schaffen.

□ Die Vorgabe eines monetären Rahmens für alle am Wirtschaftsprozess Beteiligten, um deren Erwartungen und Planungshorizonte zu verstetigen und von daher den Wirtschaftsablauf zu stabilisieren.

□ Die Minimierung von geldpolitischen Fehlern und Risiken dadurch, daß auf bewußtes antizyklisches Gegensteuern verzichtet wird und so destabilisierende Effekte vermieden werden.

Es wäre fatal, wenn diese Erkenntnisse der geldtheoretischen Forschung schon wieder in Vergessenheit geraten wären; die Rückkehr zu diskretionärem geldpoliti-

schen Handeln ist daher keine seriöse Alternative zur Geldmengenpolitik.

Ansatz der Zinssteuerung

Ist die Politik der Zinssteuerung, d. h. der Verfolgung eines festgelegten Zinszieles, eine aussichtsreichere Alternative? Vor dem Hintergrund der andauernden Beschäftigungs-, Wachstums- und Investitionsschwäche hat diese Perspektive in den letzten Jahren zahlreiche Befürworter aus dem postkeynesianischen bzw. portfoliotheoretischen Lager gefunden. Sie basiert auf der Überlegung, daß es die Differenz zwischen zwei Zinssätzen ist, die die Wirtschaftsaktivität maßgeblich bestimmt, nämlich der Abstand zwischen dem (realen) Marktzins für Finanzanlagen und der Sachkapitalrendite (einschließlich Risikoprämie). Nur wenn letztere höher ist, so der grob vereinfachte Ansatz, sind Anstöße für zusätzliche Sachinvestitionen und damit für eine Zunahme von Produktion, Beschäftigung und Wachstum zu erwarten. Da sich die Sachkapitalrendite der geldpolitischen Steuerung (weitgehend) entzieht, kommt als Zielgröße nur eine Finanzrendite in Frage, z. B. ein gewogener Durchschnitt langfristiger Zinssätze für Finanzanlagen.

Steuerungsprobleme

Die konzeptionellen und Steuerungsprobleme einer solchen Strategie sind gravierend:

Das konzeptionelle Problem besteht darin, das „relevante“ Zinsniveau auf den Kredit- und Kapitalmärkten längerfristig so festzulegen (und einzuhalten), daß ein hinreichend großer Abstand zur Sachkapitalrendite entsteht und längerfristig gehalten werden kann. Die Betonung liegt dabei auf „längerfristig“, da es nicht um ein antizyklisches Gegensteuern geht.

Die Steuerungsaufgabe besteht darin, die geldpolitischen Hebel, d. h. die Notenbankzinssätze und die Bankenliquidität, so intensiv und so rasch zu betätigen, daß sie auch tatsächlich bis zum langen Ende der Finanzmarktzinssätze durchwirken und die Effekte dem angestrebten Zinsziel entsprechen. Die Analogie zu den Steuerungsproblemen der Geldmengenpolitik ist offensichtlich.

Im portfoliotheoretischen Ansatz kommt es auf den Abstand von zwei Realzinssätzen an. Unmittelbarer Angriffspunkt der Geldpolitik ist jedoch der nominale Zinssatz (für Finanzanlagen). Nur in dem Sinne, daß die Notenbank die Inflationserwartungen und damit die Inflationsrate beeinflusst, hat sie auch Einwirkungsmöglichkeiten auf die Realzinsen.

Zielkonflikte

Welches Niveau (und welchen Zinsabstand) sollte eine Politik der Zinssteuerung anstreben? Der maßgebliche Orientierungspunkt ist die – als Referenzgröße dienende – Rendite des Sachkapitals. Sie wird im wesentlichen bestimmt durch außerhalb der Geldpolitik liegende Einflußfaktoren, vor allem durch die Absatzentwicklung, die technische Fortschrittsrate, die Preise der Produktionsfaktoren (insbesondere Löhne und Lohnnebenkosten) und steuerliche Investitionsbedingungen. Die Festlegung eines Zinszieles müßte sich also an der zu erwartenden längerfristigen Entwicklung dieser Größen orientieren. Allein die Aufzählung verdeutlicht schon die Dimension dieses Orientierungsproblems. Als grobe Richtschnur könnte, wie bei der Geldmengenregel, die Wachstumsrate des Produktionspotentials dienen, oder noch allgemeiner: Das gewählte Zinsziel müßte sicherstellen, daß das Produktionspotential mit seiner „normalen“ Rate wächst.

Enger gefaßt mit Bezug auf das Beschäftigungsproblem müßte das Zinsziel so bemessen sein, daß Erweiterungsinvestitionen gerade in einem solchen Umfange stattfinden, der zu einer kontinuierlichen Schaffung von Arbeitsplätzen führt. Ein derartiger Bezugspunkt für Zinsziele führt direkt zu den Gründen der in der Bundesrepublik vorherrschenden Arbeitsplatzmangel-Arbeitslosigkeit, nämlich vor allem die demographische Entwicklung, die sektoralen Strukturschwächen und die Rigiditäten des Arbeitsmarktes. Letztlich sind es diese Faktoren, aus denen die „relevante“ Zinsschwelle für kontinuierliche, arbeitsplatzschaffende Investitionen abzuleiten wäre.

Das wohl größte Handicap einer Politik der Zinssteuerung: Wer kümmert sich um die Kontrolle der Inflation? Feste Zinsziele verlangen, dem Grundsatz nach, eine gleichmütige Haltung gegenüber der Geldmengenentwicklung, d. h. die Zentralbankgeldbereitstellung wird zu einer endogenen Größe. Da aber das Geldmengenwachstum maßgeblich die Entwicklung des Preisniveaus bestimmt, kann die Erreichung eines angestrebten Zinsziels durchaus mit inflationären Schüben einhergehen.

Schlußfolgerungen

Wie bei der Geldmengenpolitik werden sich auch beim praktischen Vollzug der Zinssteuerung Konflikte mit außenwirtschaftlichen Einflüssen ergeben: Der internationale Zinsverbund erlaubt nur in relativ engen Grenzen eine Abkoppelung vom ausländischen Zinsniveau, und reale Wechselkursveränderungen können Interventionen erfordern, die zu Konzessionen bei der Einhaltung des Zinszieles zwingen.

Als Fazit ergibt sich, daß weder die Rückkehr zur diskretionären

Geldpolitik noch die Zinssteuerung ernsthafte Kandidaten für eine Ablösung der Geldmengenpolitik sind. Gemessen am Ideal der exakten Feinsteuerung sind Geldmengenregeln sicher nur Second-best-Lösungen, gegenüber den diskutierten Alternativen erscheinen sie jedoch eindeutig überlegen. Der wohl größte Vorteil ist, daß eine erfolgreiche, d. h. annähernde Preisniveaustabilität erreichende Geldmengenpolitik zugleich die Voraussetzungen für ein stetiges Wachstum und eine kontinuierliche Beschäftigungsentwicklung schafft, indem sie tendenziell für ein niedriges Zinsniveau und einen realistischen Wechselkurs sorgt (das sind, zugegebenermaßen, sehr vage Umschreibungen).

Geldpolitik, wie Wirtschaftspolitik überhaupt, bedeutet ständiges Experimentieren. Auch die Geldmengenpolitik bedarf laufender Überprüfungen und gegebenenfalls Anpassungen, um die eingangs genannten Probleme in den Griff zu bekommen. Im Vordergrund steht das Aufspüren des „relevanten“ Geldmengenaggregats. Es sollte nicht nur der Meß- und Kontrollierbarkeit durch die Notenbank zugänglich sein, sondern – als monetäres Zwischenziel – auch möglichst enge Beziehungen zur Entwicklung der Wirtschaftsaktivität aufweisen. So besteht das Konstrukt der „Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen“ (ZBG) nahezu unverändert seit 1975. Inzwischen haben Finanzinnovationen, Geldnachfrageänderungen und ein trendmäßiger Rückgang der ZBG-Umlaufgeschwindigkeit (seit 1974 um ca. 12%) stattgefunden. Die Überprüfung des relativen Gewichts der Bargeld- und der Reservekomponente in der ZBG bieten sich ebenso an wie eine eventuelle Einbeziehung weiterer Geldsurrogate.