

Pohl, Rüdiger

Article — Digitized Version

## Brauchen wir eine neue geldpolitische Konzeption?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Pohl, Rüdiger (1987) : Brauchen wir eine neue geldpolitische Konzeption?,  
Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 67, Iss. 7, pp. 339-345

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136295>

**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.*

Rüdiger Pohl

# Brauchen wir eine neue geldpolitische Konzeption?

*Die Konzeption der potentialorientierten Geldmengensteuerung, die seit den 70er Jahren zunehmend die geldpolitische Theorie und Praxis beherrschte, gilt einer wachsenden Zahl von Kritikern inzwischen als gefährliche Sackgasse. Bedarf es eines neuen geldpolitischen Leitbildes? Wie könnte es aussehen?*

Die Politik der Geldmengensteuerung steckt weltweit in der Krise. Der bisherige amerikanische Zentralbankpräsident Paul Volcker hat vor dem US-Senat erklärt, daß die vergangenen Entwicklungstrends der Geldmenge M1 keine verlässliche Basis mehr seien, um die angemessene Geldentwicklung heute zu beurteilen. Es seien „neue Fragen für die Festsetzung von Geldmengenzielen“ entstanden, und man komme heutzutage nur noch unter Abwägung aller maßgeblichen Umstände zur Bestimmung des angemessenen Geldmengenwachstums<sup>1</sup>. Der Vizepräsident der Schweizerischen Nationalbank, Markus Lusser, hat ausgeführt, daß eine wichtige Grundlage für Geldmengenziele, nämlich verlässlich prognostizierbare Beziehungen zwischen der Wirtschaftsentwicklung und der Geldmenge, nicht mehr bestände. Die Zentralbanken müßten andere Indikatoren nutzen<sup>2</sup>. Der italienische Notenbankpräsident Carlos A. Ciampi konstatierte, daß die Notenbanken mehr und mehr Abweichungen der Geldmenge vom vorgesehenen Pfad tolerieren würden, weil sie sich bewußt seien, daß eine rigide Politik sich als destabilisierend erweisen könnte. Zinsen und Wechselkurse hätten eine zunehmende Bedeutung als Transmissionsvariable und Indikatoren gewonnen<sup>3</sup>. Auch in der Bundesrepublik Deutschland zeigen die Zielüberschreitungen der Zentralbankgeldmenge 1986/87, der sich die Bundesbank mit Rücksicht auf das abgeschwächte Wirtschaftswachstum und die Aufwertung der D-Mark nicht entgegengestellt hat, daß die strikte Durchsetzung von Geldmengenzielen als problematisch angesehen wird.

---

*Prof. Dr. Rüdiger Pohl, 42, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Fernuniversität Hagen und Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.*

Ist die aus den siebziger Jahren stammende Konzeption der potentialorientierten Geldmengensteuerung obsolet geworden? Brauchen wir eine neue Orientierung für die Geldpolitik? Im Kern geht es um die Wahl zwischen zwei Konzeptionen. Die eine soll hier als „strikte Geldpolitik“ bezeichnet werden. Danach soll die Notenbank dafür sorgen, daß die Geldmenge mit einer weitgehend konstanten Rate entlang eines mittelfristig orientierten Potentialpfades wächst. Abweichungen der Geldmenge von dem Potentialpfad sind zu unterbinden bzw. in engen Margen zu halten. Die andere Konzeption soll als „flexible Geldpolitik“ bezeichnet werden. Danach soll die Notenbank zwar grundsätzlich auch eine Geldmengenentwicklung entlang des Potentialpfades anstreben. Bei absehbaren gesamtwirtschaftlichen Fehlentwicklungen, etwa einer zunehmenden Unterauslastung des Produktionspotentials oder einer Inflationsbeschleunigung, soll sie jedoch flexibel reagieren. Je nach Lage kann es dann sinnvoll sein, die Geldmengenentwicklung über den Potentialpfad zu beschleunigen oder unter den Potentialpfad zu drücken.

## Zyklische Geldmengenentwicklung

Der empirische Befund für die Bundesrepublik Deutschland zeigt, daß das Konzept der potentialorientierten Geldmengensteuerung hierzulande nicht im strikten Sinne angewendet worden ist. Denn bei strikter Anwendung dieses Konzeptes hätte sich die Zentral-

---

<sup>1</sup> P. Volcker: Statement before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, in: Federal Reserve Bulletin, April 1987, S. 282 ff.

<sup>2</sup> M. Lusser: Vortrag über geldpolitische Konsequenzen der aktuellen Entwicklung des westlichen Banksystems, in: BIS-Review, Nr. 39, 25. 2. 1987, und Nr. 45, 5. 3. 1987.

<sup>3</sup> C. A. Ciampi: Italy's changing Financial Markets and the Implications for Monetary and Credit Policy, in: BIS-Review, Nr. 32, 16. 2. 1987.

bankgeldmenge stetig entwickeln müssen; tatsächlich vollzog die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge aber ausgeprägte Schwankungen (vgl. Tabelle). Es gab Phasen, in denen sich die Wachstumsrate der Zentralbankgeldmenge beschleunigte (1977/78, 1981/83, 1985/86), andere Phasen, in denen sie sich abschwächte (1974/75, 1978/80, 1983/85) und schließlich Phasen mit relativ konstantem Geldmengenwachstum (1975/77, 1980/81). Dem Bild einer stetigen Geldmengenentwicklung entspricht dies wahrlich nicht.

Die Deutsche Bundesbank hat also das Konzept der potentialorientierten Geldmengensteuerung nicht im strikten Sinne, sondern im flexiblen Sinne aufgefaßt und praktiziert. Sie fand dabei Unterstützung auch beim Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, der ausführte, „daß es in Ausnahmefällen zur Sicherung des Geldwertes und zur Vermeidung gravierender gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte geboten sein kann, von einem zunächst wohlbegründeten Geldmengenziel abzuweichen“ (Jahresgutachten 1985/86, Ziffer 239). Bei dieser Ausgangslage geht es heute also darum zu entscheiden, ob die Deutsche Bundesbank bei ihrer bisherigen Linie flexibel gehandhabter Geldmengensteuerung bleiben soll oder ob sie zu einer strikten Geldmengensteuerung übergehen soll, wie es dem theoretischen Konzept der potentialorientierten Geldmengenpolitik ursprünglich entsprach. In diesem Beitrag wird dafür geworben, die flexible Grundlinie der Geldpolitik beizubehalten<sup>4</sup>.

### Stabilität des privaten Sektors?

Das Kernstück der monetaristischen Begründung für die strikte Geldmengensteuerung war die These von der „relativen Stabilität des privaten Sektors“. Nach monetaristischer Interpretation ist der private Sektor nicht in-

stabil, sondern in der Lage, Schocks zu absorbieren und in stabilisierende Bewegungen umzuformen. Die wirtschaftliche Instabilität gehe hauptsächlich auf das Verhalten des staatlichen Sektors zurück<sup>5</sup>. Somit war es konsequent, eine Verstetigung für die Geldmengenentwicklung zu fordern. Für nicht-stetige monetäre Impulse gibt es bei der unterstellten Stabilität des privaten Sektors keinen Grund; dagegen wird durch stetige Geldausweitung verhindert, daß die Geldpolitik selbst destabilisierend wirkt.

Die monetaristische Stabilitätsthese stand im bewußten Gegensatz zur Keynes'schen Sichtweise. Keynes ging davon aus, daß der private Wirtschaftsbereich zu ernsthaften Schwankungen um ein Unterbeschäftigungsniveau neige, wenn auch die Instabilität nicht zum völligen Zusammenbruch der Wirtschaft führen würde. Aus dieser Sicht heraus läßt sich ein Bedarf an wirtschaftspolitischen Maßnahmen ableiten, um aktuellen Fehlentwicklungen der Wirtschaft entgegenzuwirken<sup>6</sup>. Eine nur auf Geldmengenverstetigung ausgerichtete Geldpolitik würde diesen Erfordernissen nicht gerecht. Notwendig ist eine flexible Geldpolitik, die je nach Art und Ursache von Fehlentwicklungen und ihren gesamtwirtschaftlichen Konsequenzen Änderungen im monetären Expansionstempo vornimmt.

Ob die monetaristische Stabilitätshypothese oder die Keynes'sche Instabilitätsthese zutrifft, ist letztlich empi-

<sup>4</sup> Vgl. auch A. Oberhauser: Kritische Thesen zu einer strikt potentialorientierten Geldmengenpolitik, in: A. Gutowski (Hrsg.): Geldtheoretische Regelbindung: theoretische Entwicklungen und empirische Befunde, Berlin 1987, S. 123 ff.

<sup>5</sup> K. Brunner: The „Monetarist Revolution“ in Monetary Theory, in: Weltwirtschaftliches Archiv, 1970, Bd. 105, H. 1, S. 1-30.

<sup>6</sup> J. M. Keynes: The General Theory of Employment, Interest, and Money, London u. a. 1936, S. 249 ff.

### Phasen der Beschleunigung und Verlangsamung in der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge (ZBG) zu konstanten Reservesätzen

Phase (Quartal)	Dauer der Phase in Quartalen	Veränderungsrate der ZBG in % am Anfang der Phase <sup>1</sup>	Veränderungsrate der ZBG in % am Ende der Phase <sup>1</sup>	Änderung der Wachstumsrate der ZBG im Verlauf der Phase, in Prozentpunkten
IV 72 – II 74	6	13,5	5,4	- 8,1
II 74 – IV 75	6	5,6	9,5	+ 3,9
IV 75 – II 77	6	9,6	8,7	- 0,9
II 77 – IV 78	6	8,6	12,1	+ 3,5
IV 78 – III 80	7	12,1	4,4	- 7,7
III 80 – IV 81	5	4,4	3,6	- 0,8
IV 81 – III 83	7	3,6	7,7	+ 4,1
III 83 – III 85	8	7,7	4,3	- 3,4
III 85 – IV 86	5	4,3	7,8	+ 3,5

<sup>1</sup> Abweichende Angaben am Ende einer Phase und am Anfang der jeweils nächsten Phase durch zwischenzeitliche Revisionen der saisonbereinigten Zeitreihe für die Zentralbankgeldmenge, die diesen Berechnungen zugrunde lag.  
Quelle: Eigene Berechnungen nach Angaben der Deutschen Bundesbank.

risch zu entscheiden. Hier hat sich ein Wandel vollzogen. Die monetaristische Position war vor dem Erfahrungshintergrund der wirtschaftlichen Entwicklung der sechziger und der frühen siebziger Jahre entwickelt worden. Die Kennzeichen waren ein dynamisches Wachstum, ein hoher Beschäftigungsgrad, zyklische Entwicklungen, die aber vornehmlich als Wachstumszyklen auftraten, ein sich tendenziell beschleunigender Preisauftrieb. Nicht die Produktions- und Beschäftigungsentwicklung war das wirtschaftspolitische Hauptproblem, sondern die Inflationstendenz. Die strikte Geldmengenbegrenzung war hier eine angemessene Antwort.

Inzwischen hat sich der Erfahrungshintergrund deutlich gewandelt: stark abgeschwächtes Wirtschaftswachstum, chronische Arbeitslosigkeit mit steigender Tendenz, Zyklen mit negativen Wachstumsraten im Abschwung, gebrochene Preisauftriebstendenzen. Dies sind keynesianische Bedingungen. Hinzu kommen seit der Mitte der siebziger Jahre eine Reihe gravierender Störungen des Wirtschaftsablaufs, die nicht dem Fehlverhalten der deutschen Wirtschaftspolitik angelastet werden können: Ölpreisschocks (1974, 1979), Ölpreisverfall (1986), erratische Wechselkursschwankungen, massive internationale Kreditausweitung bis zur Überschuldung einiger Länder, explosionsartige Zunahme internationaler Wertpapiergeschäfte in Zusammenhang mit Finanzinnovationen, rapide Zunahme des Anteils ausländischer Nachfrager am deutschen Kapitalmarkt (ab 1985).

### Überholtes Leitbild

Es sind diese Erfahrungen, die das Leitbild eines weitgehend störungsfreien Wirtschaftswachstums zerstört haben, in dem es der Geldpolitik nur darum gehen könnte, monetäre Impulse zu verstetigen, um nicht selbst zum Störenfried zu werden. Die Tragik des monetaristischen Konzepts der Geldmengensteuerung besteht darin, daß es – für eine makroökonomische Konstellation der Inflationsgefahr bei Vollbeschäftigungswachstum konzipiert – Mitte der siebziger Jahre in einer Zeit von den Notenbanken übernommen worden war, in der eine ganz andere makroökonomische Konstellation, Arbeitslosigkeit bei gedämpfter Preisniveauentwicklung und massiven Störungen, aufgetreten war.

Die Notenbanken haben den Widerspruch zwischen den Bedingungen des theoretischen Konzepts und den praktischen Anforderungen schnell gespürt und sich alsbald flexibel darauf eingestellt. Zur an sich beabsichtigten Geldmengenverstetigung ist es daher nicht gekommen. Die Wirtschaftspolitik sieht sich heute einer relativ instabilen Wirtschaftsentwicklung gegenüber. Dies

begründet die Forderung nach einer flexiblen Wirtschaftspolitik, die es als Aufgabe akzeptiert, größeren Fehlentwicklungen im Wirtschaftsablauf entgegenzutreten. Für die Geldpolitik bedeutet das Flexibilitätspostulat, daß sie sich nicht auf eine strikte Geldmengenstabilisierung festlegen kann. Sie muß bereit bleiben, destabilisierenden Einflüssen auf die Wirtschaftsentwicklung entgegenzutreten. Eine Verstetigung der Geldmenge in einer ansonsten instabilen Umwelt würde die Wirtschaftsprobleme verschärfen.

Störungen im Wirtschaftsablauf, die nicht durch eine bewegliche Geldmenge „aufgefangen“ werden, würden Zinsentwicklung und Wechselkursentwicklung destabilisieren. Das würde die Kalkulierbarkeit der Zinsen verringern und damit die Unsicherheit über die Zinsentwicklung erhöhen. Die Risikoprämie im Zins fiel höher aus, der langfristige Zins müßte steigen. Sicherlich kann es in einer instabilen Wirtschaftsentwicklung nicht darum gehen, den Zins oder den Wechselkurs stabil zu halten; aber eben auch nicht die Geldmenge. Wie die Anpassungslast nach wirtschaftlichen Störungen auf diese Größen zu verteilen ist, kann nur mit Blick auf die jeweilige gesamtwirtschaftliche Lage beurteilt werden.

### Auslandseinflüsse

Ein großer Teil der Instabilität im Wirtschaftsablauf kommt vom Ausland her. Die Wechselkursschwankungen und Ölpreisbewegungen sind hierfür die gravierendsten Beispiele. Eine strikte Geldmengenstabilisierung müßte derartige Auslandseinflüsse ignorieren. Das aber ist keine angemessene Politik, denn sie würde dazu beitragen, daß Auslandsstörungen ungehindert auf die deutsche Wirtschaft übergreifen können. Hätte die Deutsche Bundesbank etwa 1986/87 die Geldmengenentwicklung stabilisiert, wäre die reale D-Mark-Aufwertung noch stärker, der konjunkturdämpfende Effekt noch ausgeprägter gewesen.

Es ist nicht so, daß die Bundesrepublik Deutschland ein „großes“ Land ist (nicht einmal in Europa besitzt sie eine gesicherte Dominanz)<sup>7</sup>, das mit seiner Geldpolitik die monetären Trends in der Weltwirtschaft beherrscht und daher destabilisierende weltwirtschaftliche Entwicklungen verhindern könnte. Die Bundesrepublik Deutschland ist ein „kleines“ Land, das weltwirtschaftliche Störungen weitgehend hinzunehmen hat und sich ihnen nur anpassen kann. Daher bedarf es auch einer flexiblen Geldpolitik, um monetäre Anpassungsformen finden zu können, die den jeweiligen außenwirtschaftlichen Störungen gerecht werden.

<sup>7</sup> H. Matthes: Koordinierung der Wirtschaftspolitik innerhalb der EG, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 67. Jg. (1987), H. 5, S. 247 ff.

Diese Zusammenhänge wurden noch in der ersten Hälfte der siebziger Jahre ganz anders beurteilt. Viele Ökonomen und Geldpolitiker setzten darauf, daß ein Land durch flexible Wechselkurse von Auslandsstörungen wirksam abgeschottet werden könnte. In solch einem Fall gäbe es in der Tat keine außenwirtschaftlichen Gründe, die gegen eine stetige Geldmengenentwicklung gesprochen hätten. Kaum eine ökonomische These ist aber in den letzten Jahren durch die Erfahrungen so nachhaltig widerlegt worden wie die von der Abschirmwirkung flexibler Wechselkurse: Reale Wechselkursänderungen haben ein Ausmaß erreicht, das die Verfechter flexibler Wechselkurse nicht für möglich gehalten hätten.

Heute ist nach diesen Erfahrungen davon auszugehen, daß ein Land auch bei flexiblen Wechselkursen Störungen vom Ausland her ausgesetzt ist. Nur muß aus diesen Erkenntnissen auch eine geldpolitische Konsequenz gezogen werden. Es ist daran zu erinnern, daß

bei der Begründung der strikt potentialorientierten Geldmengenversorgung in den siebziger Jahren die funktionierende Abschirmwirkung flexibler Wechselkurse als wichtige Voraussetzung angenommen wurde. Diese Voraussetzung ist nicht erfüllt worden. Damit wird die strikte Geldmengenstabilisierung unter außenwirtschaftspolitischen Aspekten zu einer fragwürdigen Strategie.

### Einseitige Inflationsdeutung

Unbestritten ist die Sicherung der Preisniveaustabilität eine wesentliche Aufgabe für die Geldpolitik, der auch eine flexibel gehandhabte Geldpolitik verpflichtet bleibt. Nun sehen Verfechter einer strikten Geldmengensteuerung allerdings in der Stabilisierung der Geldmengenentwicklung entlang des Potentialpfades eine notwendige Voraussetzung für Preisniveaustabilität. Sie argumentieren, daß eine flexible Geldpolitik, die die Geldmenge in bestimmten Phasen auch über den Po-

#### VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

Klaus Bolz (Hrsg.)

### DIE WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG IN DEN SOZIALISTISCHEN LÄNDERN OSTEUROPAS ZUR JAHRESWENDE 1986/87

Die Abteilung Sozialistische Länder und Ost-West-Wirtschaftsbeziehungen des HWWA-Instituts erarbeitet seit nunmehr 15 Jahren jeweils zu Jahresbeginn eine nach Ländern getrennte Übersicht über die wirtschaftlichen Ergebnisse des vorangegangenen Jahres sowie über die Entwicklungstendenzen des jeweils laufenden Jahres. In dem Bericht 1985/86 mußten für einige Länder die Ausführungen über die in der Planperiode 1986 bis 1990 angestrebten Ziele recht kurz gefaßt werden, weil einzelne Regierungen in Osteuropa am Beginn dieser Fünfjahrplanperiode Informationen über ihre mittelfristigen Wirtschaftsziele noch nicht in ausreichendem Umfang offengelegt hatten. Deshalb setzen sich einige Autoren jetzt – also im zweiten Jahr der laufenden Planperiode – mit dem Fünfjahrplan 1986/90 eingehender auseinander.

Großoktav, 275 Seiten, 1987, brosch. DM 39,-

ISBN 3-87895-325-9

VERLAG WELTARCHIV GMBH - HAMBURG

tentialpfad ansteigen läßt, inflationsfördernd wirken müßte. Diese These ist aus mehreren Gründen nicht stichhaltig.

Erstens ist sie durch die empirischen Erfahrungen widerlegt. Der Inflationstrend, der Anfang der siebziger Jahre in der Bundesrepublik Deutschland vorhanden war, ist gebrochen worden, obwohl sich die Zentralbankgeldmenge – wie oben gezeigt wurde – ausgeprägt schwankend und keineswegs stetig verändert hat. Maßgeblich war hier vor allem die geldpolitische Restriktion um 1973. Auch die Preisberuhigung nach dem Ölpreisschock von 1979/80 vollzog sich, obwohl die Zentralbankgeldmenge weiter deutlich schwankte. Inflationbekämpfung und Preisniveaustabilität setzen nicht eine verstetigte Geldmengenentwicklung voraus, wohl aber eine Geldpolitik, die dann, wenn inflationäre Beschleunigung absehbar ist, auf Restriktionskurs geht.

Zweitens beruht die Vorstellung, daß mit einer Geldmengenentwicklung über den mittelfristigen Potentialpfad hinaus ein Inflationspotential entsteht, das zu Inflation führen müsse, auf einer unzulässigen Verallgemeinerung inflationstheoretischer Erklärungsmuster. Zusätzliches Geld bedeutet in der Tat dann zusätzlichen Preisauftrieb, wenn das zusätzliche Geld in einer vollbeschäftigten Wirtschaft den Nichtbanken von der Notenbank aufgedrängt wurde, mithin also eine „Überschußkasse“ entsteht. Ganz anders sieht es aus, wenn sich die Liquiditätspräferenz der Wirtschaftssubjekte erhöht, z. B. bei sinkendem Zins oder zunehmender Ungewißheit über zukünftige Entwicklungen der Zinsen und der Wechselkurse. Das dann erforderliche zusätzliche Geld ist „gewünschte“ Kasse und keine Überschlußkasse, und es wirkt als solches dann nicht inflationär.

### Unzulässige Vereinfachung

Die Verfechter der These von den Inflationsfolgen einer Geldmengenausweitung übersehen regelmäßig, daß es für die Wirkungen einer gegebenen Geldmengenausweitung auf das Preisniveau entscheidend darauf ankommt, welche Ursachen die Geldmengenausweitung hat. Diejenigen Analytiker, die in der Geldmengenentwicklung 1986/87 kein Inflationspotential sehen, tun das nicht, weil sie generell jeden Einfluß von Geldmengenbewegungen auf die Preisniveaumentwicklung leugnen würden, sondern weil sie überzeugt sind, daß die Geldmengenbewegung 1986/87 lediglich eine steigende Liquiditätspräferenz des Publikums reflektiert. Die Argumente, die diese Interpretation stützen, sind bislang nicht widerlegt worden.

Drittens ist die umgekehrte Vorstellung, eine am Potentialpfad orientierte Geldmengenentwicklung gewähr-

leistete Preisniveaustabilität, nicht haltbar, weil sie auf einer monokausalen Inflationsinterpretation beruht. Auch bei konstanter Geldmengenexpansion kann ein zunehmend aggressiver Verteilungskampf, der sich in Lohnkostensteigerungen oder höheren Gewinnaufschlägen niederschlägt, für eine geraume Zeit Preisauftrieb verursachen, und dies um so mehr, je weniger der Verteilungskampf durch negative Bewegungen von Produktion und Beschäftigung gedämpft werden kann. Die Finanzierung des Preisauftriebs ist dabei allemal möglich, sei es durch die Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (die bei steigenden Zinsen eintreten wird), sei es durch rückläufige Produktionsentwicklung, was Geld für die Inflationsfinanzierung frei macht.

Die pauschale Formel „mehr Geld (als dem Potentialpfad entspricht) gleich mehr Inflation“ ist nicht richtig. Nur im Einzelfall kann die Notenbank entscheiden, ob eine zunehmende Geldmenge inflationär wirkt oder nicht. Sie muß flexibel genug sein, das Geldmengenwachstum dann zurückzuführen oder auszuweiten. Um den Willen der Notenbank zur Preisniveaustabilisierung zu dokumentieren, ist es weder erforderlich noch ausreichend, die Geldmengenentwicklung an einem vorgegebenen Pfad zu stabilisieren.

### Informationen ausschöpfen

Eine Notenbank steht vor dem Problem der Unsicherheit über monetäre Wirkungszusammenhänge. Wie wird sie dem am besten gerecht? Das Konzept der strikten Geldmengenstabilisierung enthält eine einfache Antwort. Die Notenbank soll sich gar nicht erst auf den schwierigen Versuch einlassen, widersprüchliche Indikatoren auszuwerten und ungewiß wirkende geldpolitische Aktivitäten zu entfalten. Statt dessen soll sie eine einzige monetäre Größe, eben die Geldmenge, strikt auf dem vorgegebenen Potentialpfad halten. Mit dieser Regelbindung, die geldpolitischen Handlungsbedarf lediglich aus dem Soll-Ist Vergleich der Geldmenge ableitet, andere Indikatoren dagegen weitgehend unberücksichtigt läßt, wird die Geldpolitik „einfach“, d. h. sie folgt einem jedermann erkennbaren Ziel. Eine flexiblere Geldpolitik scheint demgegenüber viel komplizierter, weil es hier keine einfachen Kriterien geben kann, nach denen die Notenbank entscheidet, ob sie Geldmengenabweichung vom Potentialpfad tolerieren kann oder nicht.

Der Vorteil der Einfachheit und Eindeutigkeit, der dem Konzept der strikten Geldmengenstabilisierung zugeschrieben wird, besteht allerdings nur scheinbar. Anders als die Verfechter einer „einfachen“ geldpolitischen Regel meinen, hat die Notenbank nicht die Wahl zwischen

einer einfachen Strategie, die wenig informationsintensiv ist, daher kaum von widersprüchlichen Informationen belastet und zugleich mit Blick auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung risikolos ist, und einer komplizierten Strategie, die informationsintensiv ist, daher auch mit widersprüchlichen Informationen belastet ist und mit Blick auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung als risikoreich erscheint. Vielmehr ist der Informationsbedarf einer einfachen Strategie, wenn die Kontrolle der Anwendungsbedingungen einbezogen wird, kaum geringer als der Informationsbedarf flexibler Strategien. Auch sind die Risiken einfacher Strategien nicht geringer als die komplexer, flexibler Strategien.

### Abwägungen notwendig

Die einfache Strategie der strikten Geldmengenstabilisierung scheint deshalb so wenig informationsintensiv zu sein, weil nur ein Indikator, eben die Geldmenge, beobachtet und ausgewertet werden muß. Tatsächlich ist der Informationsbedarf dieser Strategie jedoch weit höher. Die Geldmenge darf nur solange entlang des vorgegebenen Potentialpfades stabilisiert werden, wie sichergestellt ist, daß die Geldnachfrage, also das Verhältnis der Geldmenge zum Gesamteinkommen, stabil ist. Anders als manche Verfechter der strikten Geldmengenstabilisierung, die diese Stabilität per Annahme unterstellen oder bestenfalls mit empirischen Untersuchungen belegen, daß sich die Geldnachfrage in den *vergangenen* Jahren nicht geändert habe, kann eine verantwortliche Notenbank niemals sicher sein, daß die Stabilitätsbedingung wirklich noch erfüllt ist. Sie muß permanent und zeitnah überprüfen, ob sich etwas am Geldnachfrageverhalten geändert hat.

Wenn z. B. die Geldmenge über den Potentialpfad steigt, muß sich die Notenbank ein aktuelles Urteil bilden, ob dahinter ein geldpolitischer Einfluß steht (zu expansive Geldpolitik, die korrigiert werden müßte) oder ob sie nur einen Anstieg der Geldnachfrage signalisiert (was alimentiert werden müßte). Unversehens gerät die Notenbank damit bei der Anwendung der strikten Geldmengenstrategie in genau das gleiche Urteils- und Unsicherheitsproblem, das durch diese Strategie gerade ausgeschlossen werden sollte. Damit steht der Informationsbedarf der strikten Geldpolitik dem einer flexibleren Geldpolitik in nichts nach. Das Problem der Unsicherheit für die Geldpolitik läßt sich nicht durch die Wahl einer bestimmten monetären Strategie lösen.

Unsicherheit kann nur gemildert werden, indem die Notenbank alle verfügbaren Informationen über die monetäre Entwicklung ausschöpft. Hierfür genügt es nicht, nur einen einzigen monetären Indikator, z. B. die Geld-

menge, zu beobachten. Ein umfassenderes und sicheres Bild erhält die Notenbank erst, wenn sie auf eine Vielzahl von Indikatoren, Geldmenge, Zins, Wechselkurs, Bankenliquidität, Kredite, zurückgreift und daraus ihr Gesamturteil ableitet. Das Urteil wird dort, wo widersprüchliche Informationen vorliegen, um Abwägungen und Wertungen nicht herumkommen. Eine Alternative hierzu gibt es nicht.

### Risiken

Das Risiko einer flexibel gehandhabten geldpolitischen Strategie besteht darin, daß aus widersprüchlichen Indikatorbewegungen heraus ein geldpolitischer Handlungsbedarf abgeleitet werden könnte, der objektiv vielleicht nicht besteht. Die geldpolitische Aktivität wirkt dann destabilisierend. Eine strikte Geldmengenstabilisierung kennt dieses Risiko nicht, weil sie konsequent nur einen Indikator beobachtet. Fehlaktivitäten wegen widersprüchlicher Indikatorbewegungen können so gar nicht aufkommen. Dies ist jedoch nur die eine Seite des Risikoproblems.

Anders sieht es aus, wenn aufgrund von bestimmten Verhaltensänderungen, z. B. aufgrund eines nachhaltigen Anstiegs der Liquiditätspräferenz, objektiv ein geldpolitischer Handlungsbedarf gegeben ist. Eine Politik strikter Geldmengenstabilisierung wird den vorgesehenen Pfad für die Geldmenge nicht verlassen. Da sie nur auf die Geldmenge blickt, diese aber bei strikter Politik die Verhaltensänderungen gar nicht anzeigen kann, bleibt es auch bei dem bisherigen Pfad. Die so geführte Geldpolitik ist dann objektiv destabilisierend, weil sie trotz eingetretener Verhaltensänderung nicht die erforderliche monetäre Anpassung vornimmt. Eine flexible Geldpolitik, die dagegen eine Vielzahl von Indikatoren beurteilen würde, hat Aussicht, die Verhaltensänderung zu diagnostizieren und daraufhin eine angemessene geldpolitische Reaktion einzuleiten.

Das Risiko einer starren Politik ist dann größer als das Risiko einer flexiblen Politik, wenn oft und größere Verhaltensänderungen eintreten, die objektiv monetäre Anpassungen erforderlich machen. Risiken treten also bei strikter Politik wie bei flexibler Geldpolitik gleichermaßen auf. Das relative Ausmaß läßt sich a priori schwer abschätzen.

Das Problem der Unsicherheit für die Geldpolitik und das daraus entstehende Risiko geldpolitischer Fehlaktivität läßt sich nicht durch die Wahl einer bestimmten Strategie vermeiden oder nachweisbar mindern, insbesondere auch nicht durch die Wahl einer einfachen Strategie mit starrer Handlungsanweisung. Weil die Anwendungsbedingungen der einfachen Strategie ebenfalls

unsicher sind und weil Risiko auch durch Unterlassen auftreten kann (wozu die starre Regel verleitet), ist die strikte Geldmengensteuerung keine bessere Antwort auf das Problem der Unsicherheit und des Risikos als die flexible Geldpolitik. Unsicherheit und Risiko können nur durch Ausschöpfung verfügbarer Informationen gemildert werden, auf die dann geldpolitisch reagiert wird. Die flexible Geldpolitik ist der Informationsausschöpfung gegenüber offener und zu geldpolitischen Reaktionen bereiter als eine starre Geldmengenstrategie.

### Geldmengenziel abschaffen

Die Deutsche Bundesbank sollte auch in Zukunft am Prinzip einer flexibel gehandhabten Geldpolitik festhalten und sich nicht der starren Regel strikter Geldmengenstabilisierung unterwerfen. Eine generelle Neuorientierung der Geldpolitik ist also nicht erforderlich. Eine flexible Geldpolitik kann durchaus an einem mittelfristigen Geldmengenpfad als Referenzpfad für eine monetäre Entwicklung festhalten, die bei Abwesenheit von Störungen und Fehlentwicklungen anzustreben wäre.

Flexibilität erfordert jedoch dann, wenn Störungen und Fehlentwicklungen des Wirtschaftsablaufs vorliegen, Abweichungen der Geldmengenentwicklung vom Referenzpfad zuzulassen. Der Referenzpfad ist in diesem Sinne also kein Zielpfad. Da die Art der Störungen und Fehlentwicklungen ganz unterschiedlich sein kann, können keine Regeln vorgegeben werden, nach denen die Notenbank in konkreten Fällen handeln soll. Vielmehr muß dies die jeweilige Lageanalyse ergeben. Wenn z. B. internationale Kapitalverlagerungen zu einer überschießenden D-Mark-Aufwertung führen und dies auf eine ohnehin deflationäre Entwicklung trifft (die Situation 1986/87), dann kann die Geldmenge über den Referenzpfad steigen, und die Wechselkursstabilisierung wäre in dieser konkreten Lage die angemessene Politik.

Sollten dagegen Kapitalabflüsse über Abwertungen zu einer tendenziellen Überlastung des Produktionspotentials bei gleichzeitig importpreisbedingtem Inflationsschub führen, kann ein Geldmengenwachstum unterhalb des Referenzpfades vertretbar sein. Bei einem plötzlich auftretenden autonomen Inflationauftrieb im Inland wäre der Referenzpfad für die Geldmenge grundsätzlich einzuhalten, zusätzliches Geld würde nämlich nur die Inflation nähren, weniger Geld würde die ohnehin eintretenden Produktions- und Beschäftigungseinbußen verstärken.

Flexible Geldpolitik läuft also letztlich darauf hinaus, die Geldpolitik an der aktuellen Entwicklung des Brutto-

sozialprodukts, seiner Mengen- und seiner Preiskomponente so auszurichten, daß der Auslastungsgrad des Produktionspotentials hoch und die Preisniveausteigerungsrate niedrig bleibt<sup>8</sup>. Beides kann die Notenbank allein nicht garantieren, aber sie kann in dieser Richtung mitwirken.

### Ein leeres Ritual

Geldmengenziele, wie sie die Bundesbank bislang noch verkündet hat, stellen im Rahmen einer flexiblen Geldpolitik ein leeres Ritual dar. Sie suggerieren der Öffentlichkeit eine Selbstbindung der Notenbank, die diese de facto aber nicht eingeht, weil sich die Notenbank eben vorbehält, bei unerwarteten Entwicklungen, z. B. übermäßigen Wechselkursentwicklungen, vom Ziel abzuweichen. Zielvorgaben unter Vorbehalt nutzen der Öffentlichkeit nichts.

Auch mittelfristige Geldmengenziele, die zwar nicht für jedes einzelne Jahr, aber für den Durchschnitt mehrerer Jahre versprechen, den dort vorgegebenen Zielpfad einzuhalten, sind problematisch. Zum einen kann nur willkürlich festgelegt werden, in welchem Zeitraum (zwei Jahre, fünf Jahre, zehn Jahre?) Abweichungen der Geldmenge vom „mittelfristigen“ Pfad auszugleichen wären. Zum anderen hat der mittelfristige Zielpfad allenfalls dann einen Sinn, wenn sichergestellt wäre, daß sich die Geldnachfragebedingungen allenfalls nur vorübergehend, nicht aber auf mittlere Sicht hin ändern. Dies kann keineswegs unterstellt werden.

Geldmengenziele sind auch nicht notwendig, um die Verlässlichkeit und Kontinuität der Geldpolitik unter Beweis zu stellen. Verlaß muß darauf sein, daß die Notenbank zu einer spannungsfreien Wirtschaftsentwicklung beiträgt, z. B. bei Inflationsbeschleunigung nicht nachgiebig wird. Wie sie dieses Ziel erreicht, über welchen Instrumenteneinsatz und über welche Zwischenziele, ist dagegen zweitrangig. So wird es wohl auch von der Öffentlichkeit gesehen. Die Schwankungen der Zentralbankgeldmenge in den vergangenen zehn Jahren haben in der Wirtschaft, wenn sie denn überhaupt zur Kenntnis genommen worden sind, jedenfalls nicht die Reputation der Deutschen Bundesbank unterminiert. Wenn 1986/87 bei deutlicher Überschreitung des Geldmengenziels langfristige Kapitalzuflüsse wie nie zuvor in der Bundesrepublik Deutschland zu verzeichnen sind, belegt auch das, wie wenig internationale Kapitalanleger von Zielverfehlungen bei der Geldmenge beeindruckt sind.

<sup>8</sup> C. C. v. Weizsäcker: BIP statt Geldmenge, in: Wirtschaftswoche, Nr. 27 vom 26. 6. 1987.