

Duwendag, Dieter

Article — Digitized Version

Geldmengenpolitik: eine schwierige Gratwanderung

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Duwendag, Dieter (1988) : Geldmengenpolitik: eine schwierige Gratwanderung, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 2, pp. 79-85

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136367>

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.

Dieter Duwendag

Geldmengenpolitik: Eine schwierige Gratwanderung

Die Bundesbank wird auch 1988 ihre Geldmengenpolitik fortsetzen, allerdings mit der neuen Zielgröße M3. Der prinzipielle Konflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen bleibt jedoch bestehen. Welche Vorteile bringt das neue Geldmengenkonzept? Läßt sich durch die neue Zielgröße der Konflikt mit dem Wechselkursziel wenigstens etwas entschärfen?

Eine besonders große Experimentierfreudigkeit kann man der Bundesbank gewiß nicht nachsagen. Da versuchen einige ausländische Notenbanken schon des öfteren einmal etwas „Neues“. Auch mit dem mit großer Spannung erwarteten Beschluß des Zentralbankrates vom 22. Januar 1988 wurde keine echte Neuerung eingeleitet, obwohl insbesondere der Verzicht auf die seit 1975 praktizierte Politik der Geldmengenziele von einigen Kritikern eindringlich gefordert worden war und wird¹. Statt dessen wurde das bisherige Konstrukt „Zentralbankgeldmenge“ fallengelassen und die Geldmenge „M3“ als neue Zielgröße gewählt. Mit einem wie im Vorjahr ausgestatteten Zielkorridor von 3-6 % (vom 4. Quartal 1987 bis zum 4. Quartal 1988) soll dieses monetäre Aggregat auch 1988 auf dem erwarteten Wachstumspfad des Produktionspotentials in jeweiligen Preisen (Annahme: + 4 %) gehalten werden.

Die Bundesbank hat damit auch in einer schwierigen Situation ihre bisherige kontinuierliche Linie bewahrt. Das Problem bestand (und besteht) darin, gleichzeitig das eine zu tun – das vor angekündigte Geldmengenziel einzuhalten – und das andere nicht zu lassen – die Rücksichtnahme auf Wechselkurse, konjunkturpolitische Ziele und Forderungen des Auslandes. Bekanntlich hat die Bundesbank dieses Kunststück in den letzten beiden Jahren nicht fertiggebracht. Vielmehr hat sie beträchtliche Überschreitungen ihrer Geldmengenziele 1986 und 1987 in Kauf genommen, um drohende Konflikte an (mindestens) drei Fronten zu verhindern bzw. abzuschwächen.

Prof. Dr. Dieter Duwendag, 50, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften an der Hochschule für Verwaltungswissenschaften Speyer.

Im Mittelpunkt dieser Konfliktpotentiale steht die Zinspolitik der Bundesbank. Denn um (Geld-)Mengen zu beeinflussen, müssen deren Preise (Zinsen) verändert werden. Geldmengensteuerung vollzieht sich also auf indirekte Weise, indem die Bundesbank ihre Zinssätze (Pensions-, Diskont-, Lombardsatz) und liquiditätspolitischen Maßnahmen variiert. Dadurch werden zunächst die Geldmarktkonditionen verändert und später auch die Zinssätze am „langen Ende“, d. h. auf den Kredit- und Kapitalmärkten, mitgezogen. Dieser Prozeß ist zwar quantitativ nicht exakt kalkulierbar und weist ungewisse time lags auf, doch werden in seinem Verlauf die Geldnachfrage und die Kreditgewährung beeinflusst und damit schließlich auch die Geldmengenaggregate.

In der gegebenen Situation der Jahre 1986/87 wären nun – bei isolierter Betrachtung der Geldmengenziele – eine Verknappung der Bankenliquidität und zinserhöhende Maßnahmen, insgesamt also eine scharf restriktive Geldpolitik angezeigt gewesen, um die überschießende Geldmengenexpansion zu dämpfen. Und im Prinzip kann kein Zweifel daran bestehen, daß es der Bundesbank bei genügend scharfem Restriktionskurs wohl auch gelungen wäre, die monetäre Zielvorgabe einzuhalten – wenn es allein darauf angekommen wäre.

Die Konfliktpotentiale

Tatsächlich galt es jedoch, die Einhaltung des Geldmengenziels „um jeden Preis“ gegen die konfliktverschärfenden Auswirkungen einer kontraktiven Zinspoli-

¹ Vgl. dazu z. B. C. C. von Weizsäcker: Ziellos ohne Mengenziel?, in: Wirtschaftswoche, Nr. 2, vom 8. 1. 1988, S. 56 ff.; und R. Pohl: Brauchen wir eine neue geldpolitische Konzeption?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 67. Jg. (1987), H. 7, S. 339 ff.

tik abzuwägen, und zwar auf den folgenden drei Ebenen:

□ Zinserhöhende Maßnahmen der Bundesbank hätten (unter sonst gleichen Bedingungen) den Zinsabstand zum Ausland verringert und bei den ohnehin vorhandenen DM-Aufwertungserwartungen insbesondere gegenüber dem US-Dollar ausländische (Dollar-)Kapitalzuflüsse verstärkt, damit die reale Abwertung des Dollars noch weiter beschleunigt und Verspannungen im Wechselkursgefüge des Europäischen Währungssystems (EWS) ausgelöst, letztere eventuell mit der Folge eines erneuten Realignments im EWS. Hinter dieser Konstellation steht der Konflikt zwischen Geldmengen- und Wechselkurszielen bzw. – soweit inflationäre Prozesse ein monetäres Phänomen sind – der Konflikt zwischen binnenwirtschaftlicher Preisniveaustabilität und außenwirtschaftlicher Währungsstabilität. Fürs erste handelt es sich hierbei lediglich um ein Konfliktpotential, da aktuelle Inflationsgefahren nicht erkennbar sind. Diese Tatsache hat der Bundesbank die Entscheidung erleichtert, an den Devisenmärkten in erheblichem Umfang zugunsten des Dollars und einiger EWS-Währungen zu intervenieren und – damit verbunden – Überschreitungen ihrer Geldmengenziele hinzunehmen. Nicht auszuschließen ist dagegen, daß mit diesen Zielüberschreitungen und angesichts der langen Wirkungsverzögerungen bereits jetzt der Anstoß für wieder aufkeimende Inflationserwartungen gegeben wurde. Schaden genommen durch die zweimaligen beträchtlichen Zielverfehlungen hat jedoch in jedem Fall die Glaubwürdigkeit der Geldmengenziele.

□ Das zweite Konfliktpotential bestand zwischen den Zielen der auf Preisstabilität gerichteten Geldmengenziele und der Konjunkturpolitik. Mit einer kontraktiven Zinspolitik seitens der Bundesbank wären nicht nur ein verstärkter Dollarkurs-Verfall und damit weitere Exporterschwerungen, sondern auch dämpfende Effekte auf die inländische, ohnehin sehr schwache Investitionstätigkeit verbunden gewesen. Beide Auswirkungen hätten Einbußen bei den konjunktur- und beschäftigungspolitischen Zielen (Rezessionsgefahren) und im Wirtschaftswachstum nach sich gezogen.

□ Die Priorität für die Einhaltung des Geldmengenziels (mittels einer scharf kontraktiven Zinspolitik) wäre international als gravierender Verstoß gegen die Kooperationsbereitschaft gewertet worden (Louvre-Akkord!) und hätte damit einen dritten Konflikt heraufbeschworen. So genügte z. B. schon eine sehr geringe Erhöhung des Zinssatzes von 3,60 auf 3,80 % im Oktober 1987, um die Bundesbank unter internationalen Druck zu bringen und diesen Zinssatz bereits nach drei Wochen wieder zurückzunehmen. Fordern die Defizitländer schon

seit Jahren, auch von der Bundesregierung, expansive Maßnahmen und werfen der deutschen Wirtschaftspolitik z. B. „mercantilist or nationalist traditions“ vor², so hätten durchgreifende Zinserhöhungen diesen Forderungen vollends widersprochen. Bei einem zinspolitischen Alleingang wäre überdies wahrscheinlich die Autonomie der Bundesbank erneut ins Kreuzfeuer auch der inländischen Kritik geraten.

Die neue Zielgröße M3

Zu fragen ist, ob von dem Übergang auf die neue Zielgröße M3 eine gewisse Entschärfung der genannten Konflikte erhofft werden kann. Dazu bedarf es zunächst einer Gegenüberstellung der wichtigsten Eigenschaften der beiden Geldmengenaggregate. Die bisherige, seit 13 Jahren definitorisch im wesentlichen unveränderte Zielgröße war die „Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen (ZBG)“. Sie ist ein Konstrukt, das sich aus der Summe von Bargeldumlauf in der Hand der Nichtbanken (BG) und dem Mindestreserve-Soll der Banken für ihre Inlandsverbindlichkeiten, nämlich Sicht- (D), Termin- (T) und Spareinlagen (S; T und S jeweils mit Laufzeiten unter 4 Jahren), zusammensetzt. Um nur die Effekte von Einlagenveränderungen zu erfassen, wird die Mindestreservekomponente der ZBG zu konstanten Reservesätzen (\bar{r} ; Basis Januar 1974) kalkuliert, und zwar mit $\bar{r}^D = 16,6\%$, $\bar{r}^T = 12,4\%$ und $\bar{r}^S = 8,1\%$, was ungefähr der Relation 4:3:2 entspricht. Die nachstehende Gleichung zeigt die ZBG-Komponenten sowie deren empirische Größenordnungen und relative Anteile (Durchschnitt der 23 Monate von Januar 1986 bis November 1987)³:

$$\begin{array}{rclcl} \text{ZBG} & = & \text{BG} & + & \bar{r}^D \text{D} & + & \bar{r}^T \text{T} & + & \bar{r}^S \text{S} & & \\ 220,5 & = & 110,7 & + & 37,9 & + & 30,6 & + & 41,3 & & \text{(Mrd. DM)} \\ 100 & = & 50,2 & + & 17,2 & + & 13,9 & + & 18,7 & & \text{(\%)} \end{array}$$

Die neue Zielgröße M3 enthält ebenso wie die ZBG den Bargeldumlauf, erfaßt jedoch in vollem Umfang die Sicht-, Termin- und Spareinlagen, wobei sich die S-Komponente in M3 – abweichend von der ZBG-Abgrenzung – auf die „Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist“ bezieht (S^G). Die Bestandteile des M3-Aggregats und deren empirische Größenordnungen ergeben sich, wiederum als Durchschnitt der saisonbereinigten Daten für die Zeit von Januar 1986 bis November 1987 berechnet, wie folgt:

² R. de Vries: The G-5 Communiqué: An Appraisal, in: World Financial Markets, Februar/März 1987, S. 13.

³ Eigene Berechnungen mit saisonbereinigten Größen.

⁴ Zu beachten ist jedoch die unterschiedliche Abgrenzung der S- und S^G-Komponente.

M3	=	BG	+	D	+	T	+	S ^g	
1018,3	=	110,7	+	228,4	+	246,6	+	432,6	(Mrd. DM)
100	=	10,9	+	22,4	+	24,2	+	42,5	(%)

Die Gegenüberstellung zeigt, daß die ZBG ebenso wie M3 ein sehr breites Geldmengenaggregat ist, wobei in der ZBG die verschiedenen Einlagearten nur in Höhe des Bruchteils der spezifischen Reservesätze abgebildet sind. Insofern kann man die ZBG auch als „verkleinertes Abbild“ von M3 bezeichnen. Gemeinsam ist beiden Aggregaten ferner, daß sie kein disponibles, von den Banken zur monetären Expansion noch frei verfügbares Zentralbankgeld mehr enthalten, sondern ausschließlich „verbrauchtes“ Zentralbankgeld: „verbraucht“ für die Bargeldhaltung und die Mindestreserve (ZBG) bzw. für die Bildung („Unterlegung“) der Einlagen (M3).

Anders gewendet, beide Geldmengenaggregate sind das Ergebnis bzw. der Reflex eines vorangegangenen Geldschöpfungsprozesses der Bundesbank in Verbindung mit den Kreditinstituten und Nichtbanken. Das bedeutet, und dieser Punkt ist wichtig für die künftige Steuerung des M3-Aggregats, daß sich am bisherigen Ansatz der Geldmengensteuerung der Bundesbank im Prinzip nichts ändert, nämlich: mit ihren zins- und liquiditätspolitischen Instrumenten die Geldmarktbedingungen und die davon ausstrahlenden Effekte auf die Kredit- und Kapitalmärkte so zu beeinflussen, daß daraus im Zusammenspiel der Bargeld- und Einlagenkomponenten die geldpolitisch erwünschte Wachstumsrate von M3 resultiert.

Fundamentale Unterschiede

Ansonsten bestehen zwischen den beiden Aggregaten jedoch fundamentale Unterschiede; sie kommen am augenscheinlichsten in ihrer Struktur, d. h. in den kraß unterschiedlichen Anteilen ihrer jeweiligen Komponenten, zum Ausdruck (siehe oben):

War der Bargeldumlauf in der ZBG noch mit über 50 % enthalten, so sinkt sein Anteil in M3 nun auf knapp 11 %.

Dementsprechend steigt das Gewicht der verschiedenen Einlageformen in M3, und zwar hier besonders drastisch der Termin- und Spareinlagen (24,2 bzw. 42,5 % gegenüber 13,9 bzw. 18,7 % in der ZBG)⁴.

Besteht die ZBG, wie der Begriff schon aussagt, ausschließlich aus Zentralbankgeld, d. h. aus Verbindlichkeiten der Bundesbank, so repräsentiert die neue Zielgröße M3 fast zu 90 % „Bankengeld“ und enthält nur

noch mit dem Bargeldumlauf in Höhe von knapp 11 % eine Zentralbankgeldkomponente. Dies ist sicher mehr als eine nur graduelle Veränderung des Geld-„Charakters“ der neuen Zielgröße. So hatte die Bundesbank erst unlängst (1985) betont, daß der ZBG im Vergleich zu anderen Geldaggregaten „auf Grund ihrer besonderen Eigenschaften überlegene Qualitäten als monetärem Indikator und intermediärer Zielvariablen der Geldpolitik zugesprochen werden müssen“⁵. Als rein technische Vorzüge wurden erstens die „frühe Datenverfügbarkeit (und) Kontrollierbarkeit“ der ZBG hervorgehoben⁶. Der zweite Vorzug hängt mit dem Monopol der Zentralbankgeldschaffung durch die Bundesbank zusammen, indem die Verwendung der ZBG als Zielgröße „den besonderen Vorteil (hat), daß sie die letzte Verantwortung der Notenbank für die Ausweitung der Geldbestände in leicht einzusehender Weise unterstreicht“⁷.

Ein Vertreter der Bundesbank sieht in der Verwendung der ZBG sogar einen „politisch-psychologischen Appellcharakter“⁸, was wohl so zu interpretieren ist, daß die Bundesbank das Geldmengenziel in Einheiten des von ihr geschaffenen und für die gesamte Geldschöpfung unabdingbaren Mediums festlegt und damit eine „Selbstverpflichtung der Bundesbank zu stabilitätspolischem Handeln dokumentiert“⁹. Ein dritter Vorteil besteht nach Dudler in der Eigenschaft der ZBG als „unverzerrter Indikator für das Ausmaß der gesamten monetären Expansion“¹⁰ wegen des Rechnens mit konstanten Reservesätzen und wegen des abgestuften Gewichtungsschemas der verschiedenen Einlagearten (ca. 4:3:2; siehe oben). „Dies“, so vermutet die Bundesbank, „könnte annähernd dem unterschiedlichen Geld- und Liquiditätsgrad entsprechen, der den erfaßten Bankeinlagen zuzuerkennen ist“¹¹.

Ange-sichts all dieser – tatsächlichen oder vermeintlichen – Vorzüge der ZBG läßt sich erahnen, daß dem Zentralbankrat der Abschied von der bisherigen und der Übergang zur neuen Zielgröße M3 nicht eben leicht gefallen sein mag. Andererseits hatte die Bundesbank auch schon wiederholt Zweifel an der Eigenschaft der ZBG als „unverzerrtem“ Indikator der monetären Ex-

⁵ Deutsche Bundesbank: Zur längerfristigen Entwicklung und Kontrolle des Geldvolumens, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 1, 1985, S. 26.

⁶ Ebenda, S. 16.

⁷ Ebenda.

⁸ H.-J. Dudler: Geldpolitik und ihre theoretischen Grundlagen, Frankfurt/M. 1984, S. 102.

⁹ Ebenda, S. 104.

¹⁰ Ebenda.

¹¹ Deutsche Bundesbank: Die Deutsche Bundesbank – Geldpolitische Aufgaben und Instrumente, Sonderdruck Nr. 7, 3. Aufl., 1985, S. 85.

pansion geäußert wegen des überproportionalen Gewichts des Bargeldumlaufs in der ZBG, das verschiedentlich für das Überschießen der monetären Wachstumsrate verantwortlich gemacht wurde¹².

Der Wechsel von dem einen auf das andere Geldmen- genaggregat als Zielgröße wirft letztlich wieder die ur- alte und im Prinzip immer noch ungelöste Frage der Geldtheorie nach der „richtigen“ bzw. „relevanten“ Geldmenge auf. Wird das, was es zu steuern gilt, besser durch die ZBG oder durch M3 abgebildet? Entspricht dieses oder jenes Geldaggregat besser den Geldhal- tungsmotiven der Nichtbanken? Stehen das Transak- tions-(Ausgaben-), Vorsorge- und Spekulationsmotiv der Geldnachfrage im Aggregat M3 in einem ausgewo- genen Verhältnis zueinander als in der ZBG? Und wie steht es mit dem unterschiedlichen Geld- und Liquidi- tätsgrad der verschiedenen Bankeinlagen, der in einer monetären Zielgröße erfaßt werden soll?

All diese Fragen können hier nur aufgeworfen wer- den. Wie groß die mit dem Übergang auf M3 verbunde- nen Kontraste sind, verdeutlicht jedoch die obige Ge- genüberstellung der empirischen Struktur beider Geld- aggregate. Wenn, um nur das Extrembeispiel zu nen- nen, die Bargeld-zu-Spareinlagen-Relation in der ZBG bisher 5:1,9 betrug und nun in M3 auf 1,1:4,25 sinkt und sich damit mehr als umkehrt, darf man auf die *theoreti- sche* Begründung für die Wahl der neuen Zielgröße ge- spannt sein.

Vorzüge des M3-Aggregats

Den Aggregatwechsel als simplen „Griff in die Trickki- ste“ abzutun¹³, erscheint dagegen verfehlt, trotz der zahlreichen offenen Fragen. So weist M3 als Zielgröße durchaus eine Reihe von Vorteilen auf, die anhand von Tabelle 1 und Abbildung 1 demonstriert werden können:

□ Wäre das Geldmengenziel statt für die ZBG für M3 formuliert worden, so hätten sich – streng genommen – zwar für beide Aggregate jeweils acht Zielverfehlungen in den 13 Jahren von 1975-1987 ergeben. Allerdings weist M3 weitaus geringere prozentuale Zielüber- oder -unterschreitungen auf. Nimmt man eine Abweichung von unter 10 % als „Toleranzgrenze“¹⁴, so wurde die Zielvorgabe von der ZBG in insgesamt sieben Jahren verfehlt, von M3 dagegen nur in vier Jahren (vgl. Tab. 1). Im Jahr 1987 wäre der Zielkorridor von M3 praktisch ein- gehalten worden (Abweichung nur um 0,1 Prozent-

punkt), während die ZBG die obere Korridorergrenze um zwei Prozentpunkte überstieg. Das bedeutet, tenden- ziell auch für einige weitere Jahre: Mit M3 hätte die Bun- desbank – wie geschehen – eine wechsellorsorien- tierte Geldpolitik betreiben können, *ohne* die Verfehlung des Geldmengenziels und den damit verbundenen Ver- lust an Glaubwürdigkeit hinnehmen zu müssen. Auch die „Versuchung“ einer kontraktiven Zinspolitik wäre ihr erspart geblieben. M3 als alternative Zielgröße hätte so- mit für 1987 den Konflikt zwischen Geldmengen- und Wechselkurszielen gar nicht erst aufkommen lassen, wobei die Prämisse „unter sonst gleichen Bedingun- gen“ natürlich zu beachten ist. Auch ist damit nichts aus- gesagt über die Relevanz der Geldmenge M3 und über mögliche Inflationsgefahren trotz der Zielkonsistenz von M3.

□ Ein wichtiger Grund für das weitaus kräftigere Über- schießen der ZBG liegt in dem hohen Anteil der Bargeld- komponente. Insbesondere Abb. 1 zeigt, von wenigen Jahren abgesehen, den Bargeldumlauf als „Trendset- ter“ der ZBG, und zwar dies in beiden Richtungen (vgl. Tab. 1). Steigt der Bargeldumlauf, wie 1986/87, überpro- portional – aus Gründen, die auch die Bundesbank

Tabelle 1
Entwicklung¹ der Zentralbankgeldmenge (ZBG)²
und von M3³, 1975-1987

(in %)

	Tatsächliche Entwicklung (Wachstumsraten) ⁴				
	ZBG- Ziel ⁴	Insgesamt	BG ⁵	MR ⁵	M3
1975	8	10,4	11,0	9,0	8,7
1976	8	9,2	8,4	10,0	9,9
1977	8	9,0	9,1	8,9	9,4
1978	8	11,4 ^a	12,4 ^a	10,3	10,6
1979	6-9	6,4	6,9	5,9	5,7
1980	5-8	4,8	5,3	4,4	5,9
1981	4-7	3,6	0,3	7,2	5,4
1982	4-7	6,1	5,5	6,7	7,6
1983	4-7	7,0	8,5	5,7	5,9
1984	4-6	4,6	4,2	5,0	4,0
1985	3-5	4,5	3,8	5,3	4,7 ^b
1986	3,5-5,5	7,7	8,3	7,1	7,2
1987	3-6	8,0	10,3	5,7	6,1

¹ Saisonbereinigte Größen als Basis; eigene Berechnungen. ² Bargeld- umlauf und Mindestreserve-Soll auf Inlandsverbindlichkeiten zu kon- stanten Reservesätzen vom Januar 1974. ³ Bargeldumlauf und die von inländischen Nichtbanken bei inländischen Kreditinstituten unterhalte- nen Sichtdeposits, Termineinlagen unter 4 Jahren und Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist. ⁴ 1975: Dez. 1974 bis Dez. 1975; 1976- 1978: im Jahresdurchschnitt; 1979-1986: jeweils vom 4. Quartal des Vor- jahres bis zum 4. Quartal des lfd. Jahres; 1987: Okt./Nov. 1987 gegen- über Okt./Nov. 1986. ⁵ Bargeld-(BG) bzw. Mindestreserve-(MR)Kompo- nente.

^a Ab März 1978 ohne die auf die Mindestreserve anrechenbaren Kas- senbestände der Kreditinstitute (bereinigt).

^b Ab 1985 bereinigt um die Änderung der Berichtspflicht bei den Kredit- genossenschaften.

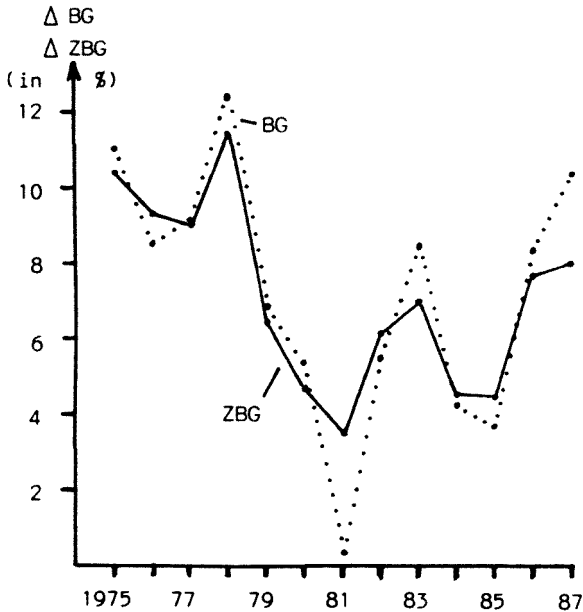
Quelle: Statistische Beihette zu den Monatsberichten der Deut- schen Bundesbank, Reihe 4, saisonbereinigte Wirtschaftszahlen (div. Jge.).

¹² So zuletzt in den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Nr. 1, 1988, S. 6/7.

¹³ Vgl. Handelsblatt vom 22./23. 1. 1988, S. 2.

¹⁴ Tatsächliche Entwicklung von ZBG und M3 jeweils gegenüber der un- teren bzw. oberen Grenze des Zielkorridors.

Abbildung 1
Bargeldumlauf (BG) als „Trendsetter“ der ZBG¹



¹ Veränderung des Bargeldumlaufs und der Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen (ZBG) in % (vgl. Tab. 1).

„nicht schlüssig zu erklären“¹⁵ in der Lage ist (Bargeldpräferenz bestimmter Bevölkerungsgruppen oder wegen zunehmender Schattenwirtschaft, wegen geringer Opportunitätskosten der Bargeldhaltung bei Preisstabilität und niedrigem Zinsniveau; Erhöhung der DM-Horte im Ausland?) –, so schlägt das hohe Gewicht dieser Komponente stark auf die ZBG insgesamt durch, während sie sich in M3 mit einem Anteil von nur 11 % kaum bemerkbar macht.

□ Ein besonderer Vorteil des M3-Aggregats gegenüber der ZBG ist seine *Robustheit* in bezug auf Einlagenumschichtungen. Beispiel: Eine betragsmäßig gleich hohe Umschichtung von den Spar- hin zu den Sichteinlagen läßt die Geldmenge M3 unverändert, während die ZBG wegen des höheren (konstanten) Reservesatzes auf die Sichteinlagen steigt. In Zeiten wie 1986/87 mit einer ausgeprägten Liquiditätsvorliebe der Wirtschaftssubjekte sind derartige Verhaltensänderungen von ausschlaggebender Bedeutung für die Zielerreichung, die wiederum von der Wahl des zugrunde gelegten Geldaggregats abhängig ist. Insgesamt läßt sich also festhalten, daß die Geldmenge M3 in ihrer Indikatoreigenschaft die von der Geldpolitik, von den Banken und Nichtbanken sowie vom Ausland ausgelösten mo-

¹⁵ N. Kloten: Das Geldmengenziel nicht aufgeben, Wiederabdruck in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 89, vom 10. 12. 1987, S. 5.

netären Impulse „ausgewogener“, „gleichmäßiger“ verarbeitet als die ZBG. Dabei sei nochmals daran erinnert, daß diese Aussage kein Urteil über M3 als die „richtige“ Geldmenge impliziert.

□ Was die Funktion als monetäres Zwischenziel (zur Beeinflussung der „letzten“ Ziele der Wirtschaftspolitik) betrifft, so haben zahlreiche ökonometrische Arbeiten – auch solche der Bundesbank selbst – gezeigt, daß „prinzipiell alle diese Geldaggregate (ZBG, M1, M3; der Verf.) als mögliche Zwischenzielgrößen der Geldpolitik nicht ungeeignet (erscheinen)“¹⁶. In einer großangelegten ökonometrischen Studie wurde erst kürzlich nachgewiesen¹⁷, daß von allen untersuchten Aggregaten M3 eine maximale Kontrollierbarkeit über den Geldmarkt gewährleistet, ein Ergebnis, das die Entscheidung für die neue Zielgröße wahrscheinlich besonders beeinflusst haben dürfte.

□ Vergleicht man die Eigenschaften von M3 gegenüber der ZBG anhand des Kriteriums der minimalen Varianz, so zeigt sich zusammenfassend folgendes: Mit diesem Kriterium wird danach gefragt, bei welchem Geldaggregat die vergleichsweise geringsten Schwankungsbreiten zu beobachten sind. Für die auf die *Verstärkung* der Geldmengenentwicklung und damit zugleich auch der Wirtschaftsaktivität abzielende Geldpolitik ist dies natürlich eine wichtige Information. Die Ergebnisse zeigen, daß die Varianz von M3 nur geringfügig größer ist als jene der ZBG und weit unter der Varianz von M1 liegt¹⁸.

□ Als letztes Vergleichskriterium sei das der niedrigsten Einkommens- und Zinselastizität von Geldmengenaggregaten (bzw. der Geldnachfrage) betrachtet. Denn: Aggregate mit niedriger Zinselastizität erlauben der Notenbank einen größeren diskretionären zinspolitischen Aktionsradius. Sie signalisieren Verfehlungen des Geldmengenziels in nur relativ schwachem Maße, wenn die Zentralbank – etwa, um Konflikte mit konjunkturpolitischen Zielen abzuschwächen – den durch die Geldmengenregel „diktierten“ (impliziten) zinspolitischen Spielraum überschreitet. Analog dazu reagieren Geldaggregate mit niedriger Einkommenselastizität in nur geringem Maße auf Änderungen bzw. Störungen

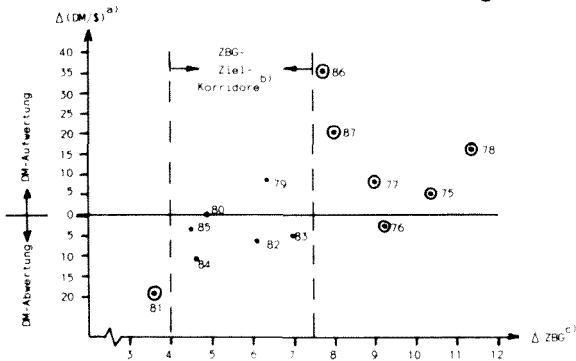
¹⁶ Deutsche Bundesbank: Zur längerfristigen Entwicklung . . . , a.a.O., S. 26.

¹⁷ Vgl. M. J. M. Neumann, J. von Hagen: Theoretische und empirische Grundlagen von Geldmengenzielen und ihrer Realisierung, in: A. Gutowski (Hrsg.): Geldpolitische Regelbindung: theoretische Entwicklungen und empirische Befunde, Berlin 1987, S. 104.

¹⁸ Vgl. dazu K. Hasenbach-Jaenisch: Strategien der Geldpolitik – Eine Kritik der Geldmengensteuerung, Hamburg 1985, S. 52; D. Duwendag: Das Konzept der Deutschen Bundesbank: Zwischen Geldmengenzielen und zinspolitischer Flexibilität, in: W. Ehrlicher, D. B. Simmert (Hrsg.): Wandlungen des geldpolitischen Instrumentariums der Deutschen Bundesbank (im Druck).

Abbildung 2

DM/US-Dollar-Wechselkurs und Geldmengenziele



- a) Jahresdurchschnittliche Veränderung des DM/US-\$-Wechselkurses in %.
 - b) Spannweite der Durchschnittswerte der Zielkorridore von 1979-1987 (in %); vgl. Tab. 1.
 - c) Veränderung der Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen (ZBG; in %) innerhalb der jeweiligen Zielperioden (vgl. Tab. 1).
- Quellen: Vgl. Tab. 1 und Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; eigene Berechnungen.

des Einkommens. Beide Kriterien, nämlich das der niedrigsten Zins- und der niedrigsten Einkommenselastizität, sind also für die Wahl der monetären Zwischenzielgröße von entscheidender Bedeutung, da sie den Grad der Flexibilität der geldpolitischen Steuerung bestimmen. Die Ergebnisse ökonomischer Berechnungen weisen darauf hin, daß die Zinselastizität von M3 z. T. deutlich unter jener von anderen Geldaggregaten liegt, während sich hinsichtlich der Einkommenselastizität ein differenziertes Bild ergibt¹⁹.

Entschärfung von Konflikten

Mit dem Übergang auf die neue Zielgröße M3 ist also durchaus eine Reihe von Vorteilen verbunden, die alleamt geeignet sein können, die eingangs skizzierten Konflikte zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen abzumildern. Dies gilt vor allem mit Blick auf die konfliktträchtige Geldmengen-/Wechselkursziel-Beziehung. Sie hat über weite Phasen die Epoche seit Beginn der Geldmengensteuerung im Jahre 1975 beherrscht. Mit Bezug auf den DM/US-Dollarkurs und die bisherige Zielgröße ZBG zeigt Abb. 2 zunächst generell, daß Jahre der DM-Aufwertung einhergingen mit Zielüberschreitungen (eingekreiste Punkte), während Phasen der DM-Abwertung und „ruhiger“ Wechselkursentwicklung in der Regel von einer Erreichung des Geldmengenziels begleitet waren. Konkret: Von den insgesamt sieben ZBG-Zielüberschreitungen fielen fünf in Phasen

der DM-Aufwertung und nur zwei in DM-Abwertungs-jahre (1981 mit einer Zielunterschreitung). Nimmt man wieder an, die Zielvorgaben wären für M3 formuliert worden, so hätten sich für diese Zielgröße nur drei Überschreitungen in DM-Aufwertungs-jahren ergeben (und nur eine im Abwertungs-jahr 1976; aus Gründen der Übersichtlichkeit sind diese Punkte in Abb. 2 nicht markiert).

Die neue Zielgröße M3 bietet dank ihrer spezifischen Eigenschaften also durchaus Chancen, eine wechselkursorientierte Geldpolitik zu betreiben und trotzdem das Geldmengenziel weitgehend einzuhalten und damit glaubwürdig zu bleiben – das eine zu tun und das andere nicht zu lassen. Das Aggregat M3 eröffnet der Bundesbank einen größeren Handlungsspielraum und hilft, die offene außenwirtschaftliche Flanke des Geldmengenziels ein wenig zu schließen. An dem prinzipiellen Konflikt zwischen Geldmengen- und Wechselkursziel ändert sich dadurch nichts: Die Gratwanderung bleibt, aber der Grat wird etwas breiter.

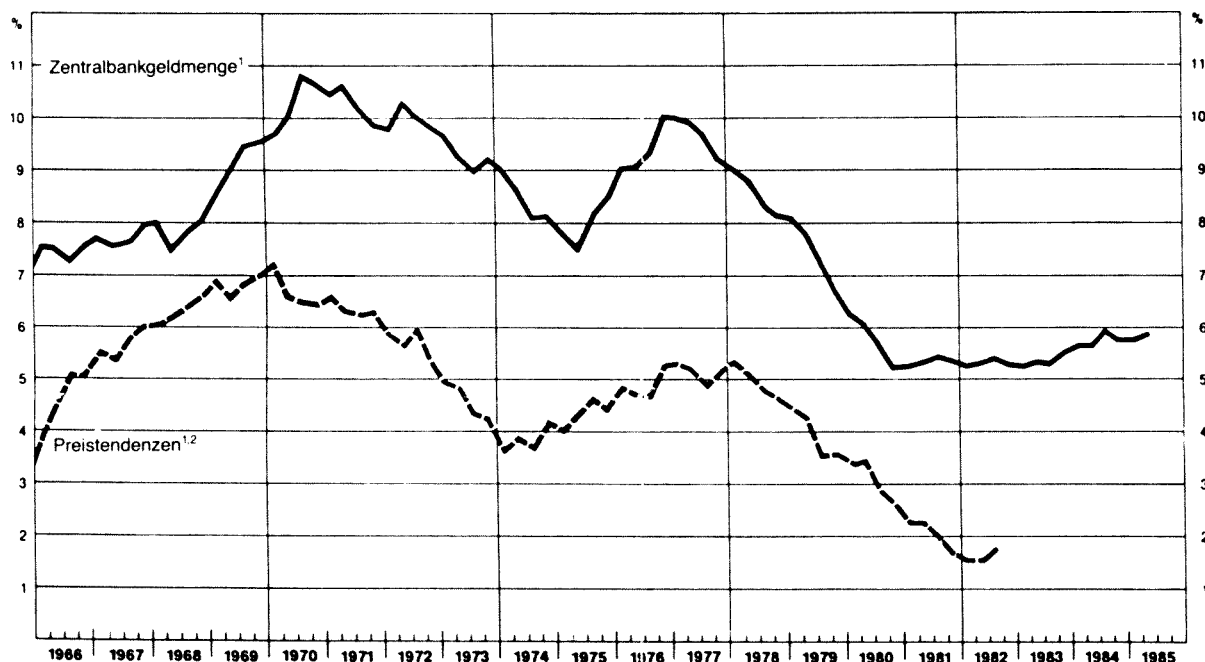
Inflationsgefahren?

Obwohl derzeit keine Inflationstendenzen erkennbar sind, gehen die Meinungen darüber auseinander, ob als Folge der starken Geldmengen-(ZBG-)Expansion in den letzten beiden Jahren in Zukunft mit Inflationsgefahren zu rechnen ist. Die Preisstabilität der Jahre 1986/87 bei den Gütern und Dienstleistungen der inländischen Verwendung war maßgeblich auf die stark verbesserten Terms of Trade zurückzuführen (DM-Aufwertung; Verfall der Rohstoff- und Energiepreise). Auf diese importierte Stabilitätskomponente wird man in den nächsten Jahren jedoch nicht vertrauen können, damit aber auch nicht auf die Kompensation von „hausgemachten“ Inflationsimpulsen.

Wurde nun durch das Überschießen der Geldmenge 1986/87 ein Inflationspotential für die nächsten Jahre aufgebaut? Wie die Abb. 3 zeigt, bestand zwischen der Entwicklung der Wachstumsraten der ZBG und des Preisniveaus von 1966 bis 1982 ein recht deutlicher Zusammenhang, wenn man für die Geldmenge einen Vorlauf von 11 Quartalen zugrunde legt. Anders ausgedrückt, die monetäre Wachstumsrate von heute determiniert die Inflationsrate in 2 ¾ Jahren. Sollten sich diese Verlaufsmuster und diese Beziehung wie bisher fortsetzen, wäre 1989 bzw. 1990 mit größeren Inflationsschüben aufgrund der starken Beschleunigung der Geldmenge in 1986 und 1987 zu rechnen. Auszuschließen ist eine solche Entwicklung keineswegs, denn die Umsetzung von Inflationserwartungen in tatsächliche Inflationsschübe braucht Zeit. Deren Dauer ist ungewiß, wie

¹⁹ Vgl. dazu M. J. M. Neumann, J. von Hagen, a.a.O., S. 96; W. G a b : Diskussion des Beitrags von M. J. M. Neumann und J. von Hagen, Theoretische und empirische Grundlagen von Geldmengenzielen und ihrer Realisierung, in: a.a.O. (vgl. Beitrag Neumann/von Hagen), S. 120; K. Hasenbach-Jaenisch, a.a.O., S. 37; D. Duwendag, a.a.O.

Abbildung 3
Längerfristiger Geldmengenverlauf und Preistendenzen



¹ Wachstum gegen Vorquartal in %, auf Jahresrate umgerechnet, geglättet mit 16-Periodendurchschnitt. ² Preise der inländischen Verwendung, geglättete Wachstumsraten um 11 Quartale zurückgeschoben.
Quelle: Deutsche Bundesbank.

auch Simulationsrechnungen mit dem Bundesbankmodell ergeben haben. Man muß jedoch davon ausgehen, „daß ein höheres Geldmengenwachstum früher oder später von einem Preisanstieg begleitet wird“²⁰.

Besonders Gleske betont, daß es bei dem Streit um mögliche Inflationsgefahren „jeweils einer genauen Analyse der Ursachen des starken Wachstums der Geldmenge (bedarf)“²¹. Diese Ursachen waren, grob gesprochen, während der letzten beiden Jahre

- die ausgeprägte Liquiditätspräferenz der deutschen Haushalte und Unternehmen,
- die massiven Stützungskäufe von US-Dollar und einigen EWS-Währungen seitens der Bundesbank.

Beide Phänomene haben verschiedene Berührungspunkte, und die Frage nach den Ursachen geht natürlich noch tiefer, indem sie die hinter diesen Erscheinungen liegenden Bestimmungsgründe ausloten müßte. Liquiditätspräferenzen und Nettokapitalzuflüsse aus dem Ausland im langfristigen Kapitalverkehr, die sich letztlich auf Konten von Inländern niederschlagen und damit Bestandteil der Inlandsgeldmenge werden, können sich rasch wieder umkehren, wie die Erfahrung gezeigt hat.

Sie können aber auch als Ausgaben (von Inländern) „virulent“ werden und damit Inflationsimpulse auslösen,

wenn keine Umkehrung in den Verhaltensweisen erfolgt. Die Gefahr, „die Spekulanten (sic!) wollten mit ihren Mark-Guthaben in Frankfurt Brathähnchen, Unterwäsche und Baumaterial kaufen“²², spielt in diesem Zusammenhang überhaupt keine Rolle. Eine solche Vorstellung verniedlicht das Inflationsproblem. Deshalb muß die Entscheidung der Bundesbank, die Politik der Vorankündigung von Geldmengenzielen fortzusetzen, begrüßt werden – als Orientierungshilfe und zur Stabilisierung der Erwartungen.

Demgegenüber gleicht die Anregung von Pohl, die Bundesbank sollte auf ein „breiter angelegtes Konzept (verschiedenster; der Verf.) monetärer Indikatoren“²³ übergehen, einem Schießen auf bewegliche Ziele. Ein solches Konzept würde wahrscheinlich auf eine Ad-hoc-Geldpolitik ohne echte Konzeption hinauslaufen.

²⁰ H. Schlesinger, W. Jahnke: Geldmenge, Preise und Sozialprodukt: Interdependenzzusammenhänge im Lichte ökonomischer Forschungsergebnisse für die Bundesrepublik Deutschland, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 203/5-6, 1987, S. 588.

²¹ L. Gleske: Perspektiven der wirtschaftlichen Entwicklung 1988, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 3, vom 15. 1. 1988, S. 7.

²² W. Engels: Zufallspfade, in: Wirtschaftswoche, Nr. 3, vom 15. 1. 1988, S. 100.

²³ R. Pohl: Minderheitsvotum zum Jahresgutachten 1987/88 des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Stuttgart, Mainz 1987, Ziff. 344.