

Heise, Michael

**Article — Digitized Version**

## Wie groß ist der Handlungsspielraum der Geldpolitik?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Heise, Michael (1988) : Wie groß ist der Handlungsspielraum der Geldpolitik?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 4, pp. 218-224

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136390>

**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.*

Michael Heise

## Wie groß ist der Handlungsspielraum der Geldpolitik?

*In der aktuellen geldpolitischen Diskussion wird vielfach bezweifelt, daß die potentialorientierte Geldmengenpolitik der Bundesbank heute noch sinnvoll und zeitgemäß sei. Ist ein geldpolitischer Konzeptionswechsel notwendig, oder würden die vorgeschlagenen Alternativen die Geldpolitik lediglich mit unerfüllbaren Aufgaben überfrachten?*

Am 21. Januar hat der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank ein Geldmengenziel für das Jahr 1988 festgelegt. Mit der Ankündigung einer Zielvorgabe für das Geldmengenaggregat M3 setzt er die Politik einer potentialorientierten Geldmengensteuerung, die in der Bundesrepublik Deutschland seit 1974/75 praktiziert wird, in leicht modifizierter Form fort<sup>1</sup>. Vorrangiges Ziel einer solchen Politik ist es, die Voraussetzungen für ein stabiles Preisniveau und eine stetige Sozialproduktentwicklung zu schaffen. Seit einiger Zeit mehren sich jedoch die Zweifel daran, ob die potentialorientierte Geldmengenpolitik, die über die Jahre hinweg einige Anerkennung verbuchen konnte, noch geeignet ist, den konjunkturellen und außenwirtschaftlichen Erfordernissen der deutschen Wirtschaft gerecht zu werden. Verwiesen wird insbesondere darauf, daß die deutsche Notenbank eine weitere Höherbewertung der D-Mark verhindern müsse und dafür eine zielwidrige Expansion der Geldmenge in Kauf zu nehmen sei.

Ist die Konzeption einer potentialorientierten Geldmengensteuerung vor allem aufgrund veränderter außenwirtschaftlicher Rahmenbedingungen tatsächlich obsolet geworden? Wäre es besser, den Vorschlägen derjenigen zu folgen, die der Geldpolitik eine Regelbindung empfehlen, bei der Zielvariablen wie etwa die Zinsen, der Wechselkurs oder das nominale Bruttoinlandsprodukt vorgegeben werden, oder sollte gänzlich auf bindende Zielvorgaben verzichtet und zu einer diskretionär ausgerichteten Politik zurückgekehrt werden?

*Dr. Michael Heise, 31, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter im Stab des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.*

Diese Fragen können in dem vorliegenden Beitrag nicht in aller Ausführlichkeit beantwortet werden. Ziel des Beitrages ist es lediglich, einige wichtige Argumente aus der aktuellen geldpolitischen Diskussion aufzunehmen und kritisch zu würdigen. Vieles von dem, was zur Begründung eines geldpolitischen Konzeptionswechsels vorgebracht wird, läuft nämlich darauf hinaus, der Geldpolitik Aufgaben zu übertragen, die sie nicht erfüllen kann. Eine zweckmäßige Fortentwicklung und Verbesserung geldpolitischer Verfahrensvorschriften kann aber nicht auf einer unangemessenen wirtschaftspolitischen Rollenverteilung aufbauen.

### Geldpolitik und Konjunktur

Gegner einer potentialorientierten Geldmengensteuerung sehen in dieser Politik ein bedeutendes Risiko für die weitere konjunkturelle Entwicklung. So ist der konkrete geldpolitische Vorschlag der Mehrheit des Sachverständigenrates, im Jahre 1988 eine Expansion der bereinigten Zentralbankgeldmenge von höchstens 4 1/2% anzustreben, in vielen Stellungnahmen als Beispiel für eine restriktive oder kontraktive Politik bezeichnet worden, die angesichts der gesamtwirtschaftlichen und internationalen Lage nicht erwünscht sein könne. Eine Beurteilung dieser These muß unter verschiedenen Aspekten erfolgen; neben der Entwicklung der bereinigten Zentralbankgeldmenge ist auch das Niveau der kurzfristigen Zinssätze und die Höhe des Außenwerts der D-Mark in die konjunkturelle Analyse der Geldpolitik miteinzubeziehen.

<sup>1</sup> Mit den Vorteilen und Nachteilen des Übergangs auf die neue Zwischenzielgröße M3 haben sich jüngst Duwendag sowie Herz und Röger auseinandergesetzt. D. Duwendag: Geldmengenpolitik: Eine schwierige Gratwanderung, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 2, S. 79-85; B. Herz, W. Röger: Wechsel des monetären Zwischenziels, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 3, S. 163-168.

Stellt man auf die Entwicklung der bereinigten Zentralbankgeldmenge in Relation zur Entwicklung des nominalen Produktionspotentials ab, so kann der konkrete Vorschlag des Sachverständigenrats wohl kaum als restriktiv bezeichnet werden. Denn das Wachstum des nominalen Produktionspotentials wird im Durchschnitt des Jahres 1988 vermutlich nur rund  $3\frac{1}{2}\%$  betragen. Dem stünde schon dann eine wesentlich höhere jahresdurchschnittliche Expansion der bereinigten Zentralbankgeldmenge (etwa 6%) gegenüber, wenn ihre Zunahme im Verlauf des Jahres auf eine Rate unterhalb von  $4\frac{1}{2}\%$  (etwa 4%) begrenzt werden könnte<sup>2</sup>. Dies ist Folge des „monetären Überhangs“, der durch die rasche monetäre Expansion im Verlauf des vorangegangenen Jahres entstanden ist und den die Geldpolitik nicht ignorieren kann.

Legt man nicht die Rate der Geldmengenexpansion, sondern die Höhe der kurzfristigen Zinssätze zugrunde, um die Konjunkturwirkungen der Geldpolitik zu beurteilen, so kommt man nicht zwangsläufig zu einem völlig entgegengesetzten Bild. Zu bedenken ist nämlich, daß das Tempo des Geldmengenwachstums nicht von dem Niveau, sondern unter anderem von der Veränderung der Zinssätze abhängt, wenn man herkömmlich spezifizierte Geldnachfragefunktionen unterstellt. Im vergangenen Jahr hat die Bundesbank die Expansion der Geldmenge durch mehrmalige Zinssenkungen forciert. Würden die kurzfristigen Zinssätze in diesem Jahr auf dem erreichten niedrigen Niveau gehalten, müßte schon dies – für sich genommen – eine Verlangsamung der Geldmengenexpansion gegenüber 1987 bewirken. Eine Politik der niedrigen Geldmarktzinsen muß mit anderen Worten nicht mit dauerhaft hohen monetären Expansionsraten einhergehen.

Das entscheidende konjunkturelle Risiko einer streng potentialorientierten Geldmengenpolitik liegt gerade in einer Zeit angespannter internationaler Kooperationsbemühungen in den möglichen Folgen für die Wechselkursentwicklung. Dies hat den Sachverständigenrat bewogen, noch einmal ausdrücklich auf die Ausnahmetat-

bestände hinzuweisen, bei denen Abweichungen vom Geldmengenziel geboten sind<sup>3</sup>. Gleichwohl bleibt es unzweckmäßig, der Geldpolitik Wechselkursziele oder damit zusammenhängende Zinsziele vorzugeben. Denn die ökonomischen Wirkungszusammenhänge zwischen den geldpolitischen Stellgrößen auf der einen Seite sowie dem langfristigen Zins und dem Wechselkurs auf der anderen Seite sind sehr komplex und im Ergebnis keineswegs so eindeutig, wie es für solche Vorgaben nötig wäre. Im weiteren wird beispielsweise zu zeigen versucht, daß es unter den derzeitigen Bedingungen trügerisch sein dürfte, von einer weiteren Rückführung der Notenbankzinsen, die einen Rückgang (oder langsameren Anstieg) des Außenwerts der D-Mark bewirken dürfte, zugleich eine deutliche Senkung der langfristigen Zinssätze zu erwarten.

### Umlaufgeschwindigkeit

Um zu verdeutlichen, daß eine potentialorientierte Geldmengenpolitik unter den gegenwärtigen Bedingungen eine restriktive Wirkung entfalten müsse, wird häufig auf den starken Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes verwiesen (vgl. Abbildung). Es wird argumentiert, daß die Wirtschaft offenbar mehr monetäre Mittel benötige, als es der Zuwachsrate des nominalen Sozialprodukts (oder auch des Produktionspotentials) entspreche.

In der Tat deutet einiges darauf hin, daß die Zunahme gesamtwirtschaftlicher Kassenhaltung in längerfristiger Sicht etwas über der des Sozialprodukts liegt, so daß die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes dem Trend

<sup>2</sup> Die Zielvorstellung des Sachverständigenrats ist in Stellungnahmen zum Jahresgutachten nicht immer einheitlich interpretiert worden. Daß es sich bei dem angegebenen Wert nicht um die Expansionsrate im Jahresdurchschnitt, sondern um ein sogenanntes Verlaufsziel handelt, dürfte der folgenden Textpassage klar zu entnehmen sein: „Gegen den Vorschlag, die Zentralbankgeldmenge mit einer Rate unter 4,5% wachsen zu lassen, ließe sich einwenden, damit sei die Wahrscheinlichkeit einer Überschreitung des Geldmengenziels (das stets als Verlaufsziel definiert wurde, d.V.) im dritten aufeinanderfolgendem Jahr groß...“ Jahresgutachten 1987/88, Ziffer 327.

<sup>3</sup> Vgl. Jahresgutachten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1987/88, Ziffern 323 und 328.

## KONJUNKTUR VON MORGEN

Der vierzehntäglich erscheinende Kurzbericht des HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg über die Binnen- und Weltkonjunktur und die Rohstoffmärkte

ISSN 0023-3439

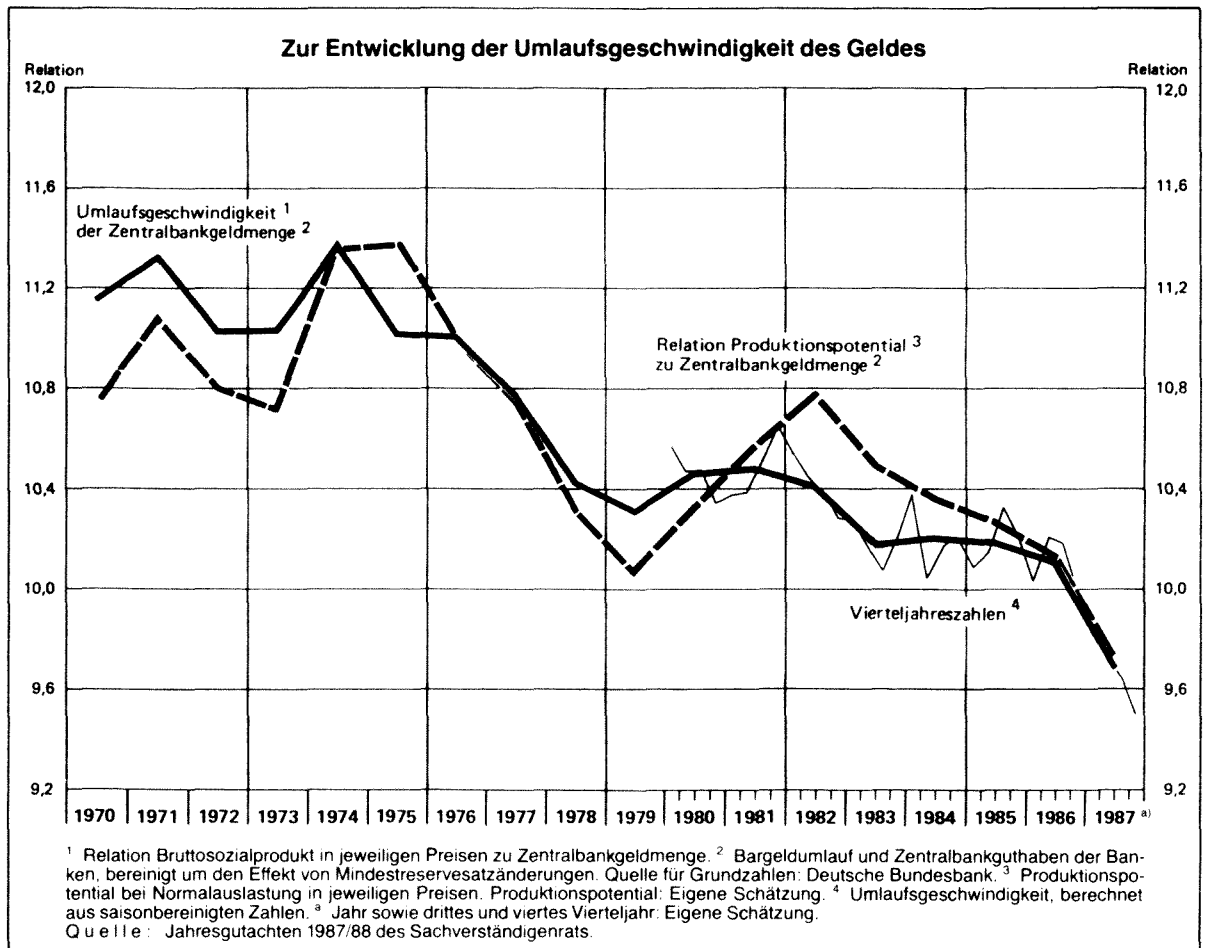
VERLAG WELTARCHIV GMBH – HAMBURG

nach sinkt. Allerdings ist die Stärke dieses empirisch nachweisbaren Trends nicht hinreichend groß, um damit zu begründen, daß die rasche monetäre Expansion der letzten zwei Jahre lediglich einer *dauerhaften*, von der Geldpolitik unabhängigen Zunahme der Geldnachfrage entsprochen hat und somit als konjunkturneutral anzusehen ist. In den meisten ökonometrischen Untersuchungen zur Geldnachfrage in der Bundesrepublik Deutschland<sup>4</sup> liegen die geschätzten langfristigen Einkommenselastizitäten vor allem für die lang gefaßten Geldmengenaggregate nur geringfügig über 1. Für die Umlaufgeschwindigkeit der Zentralbankgeldmenge wird ebenfalls ein leicht sinkender Trend festgestellt, wie ihn auch der Sachverständigenrat bei der Ableitung des mittelfristigen Zielpfades für die Zentralbankgeldmengen-

entwicklung berücksichtigt. Man kann diesen Sachverhalt einer relativ zum Sozialprodukt tendenziell zunehmenden Kassenhaltung auf verschiedene Weise erklären: Neben Argumentationen entlang der Friedmanschen Luxusgeldhypothese kann darauf verwiesen werden, daß das private Geldvermögen und der mit seinen Umschichtungen verbundene Transaktionsbedarf seit langem schneller wächst als das gesamtwirtschaftliche Einkommen; eine Rolle mag auch spielen, daß die Arbeitsteilung im Produktionsprozeß zunimmt, also das Volumen aller Transaktionen schneller wächst als die Wertschöpfung, und daß vermehrt im Sozialprodukt nicht erfaßte, schattenwirtschaftliche Transaktionen vorgenommen werden. Schließlich könnte in der tendenziell steigenden Geldnachfrage auch zum Ausdruck kommen, daß der inflatorische Druck seit Anfang der achtziger Jahre nachgelassen hat und die Geldhaltung als eine Form der Vermögensanlage deswegen attraktiver geworden ist.

Allerdings dürfte dies seinen Niederschlag vorwiegend in dem tendenziellen Rückgang des Nominalzins-

<sup>4</sup> Vgl. M. J. M. Neumann, J. von Hagen: Theoretische und empirische Grundlagen von Geldmengenzielen und ihrer Realisierung, in: Geldpolitische Regelbindung: Theoretische Entwicklung und empirische Befunde, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Bd. 161, 1987, S. 69 und dort angegebene Literatur; sowie R. Schneider: Gibt es dauerhafte Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes? – Eine empirische Analyse für die Bundesrepublik Deutschland, Arbeitspapiere des Instituts für empirische Wirtschaftsforschung, Heft 8, Berlin 1987, S. 22 ff.



niveaus seit Anfang der 80er Jahre gefunden haben, das für die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ebenfalls von Bedeutung ist<sup>5</sup>. Vom Zinsniveau hängt es ab, welcher Ertrag den Wirtschaftssubjekten durch die Haltung von Geld verlorengelht. Bei niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung ist die gewünschte Kassenhaltung entsprechend hoch. Vor allem aber spielt eine Rolle, welche Zinsentwicklung die Wirtschaftssubjekte erwarten, denn dies ist ausschlaggebend dafür, ob die Haltung von festverzinslichen Wertpapieren Kursgewinne oder Kursverluste erwarten läßt. Vermehrt die Notenbank das Angebot an Geld in einer Zeit, in der überwiegend mit steigenden Zinsen gerechnet wird, sei es wegen der Erwartung zunehmender Inflation oder – was bei der Internationalisierung der Kapitalmärkte immer wichtiger wird – wegen der Erwartung steigender Zinsen im Ausland, so bleibt die konjunkturelle Wirkung des expansiven Impulses zunächst gering, die Kassenhaltung steigt rasch an.

#### Zeitverzögerte Wirkung

Käme man zu dem Ergebnis, daß der tatsächlich beobachtbare Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit vollständig als ein dauerhaftes, allein durch die Geldnachfrage erklärbares Phänomen gedeutet werden kann, so hätte dies weitreichende Konsequenzen für die Geldpolitik, die etwa von Weizsäcker<sup>6</sup> wie folgt zusammenfaßt: „Da sind die Gewichte falsch gesetzt, wenn man – wie der Rat – (eine, d. V.) Geldexpansion empfiehlt, die angesichts der beobachteten Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit nur als kontraktiv interpretiert werden kann.“ Die Implikation dieser Diagnose ist allerdings, daß die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes von der Geldpolitik unabhängig ist. Tatsächlich beeinflussen monetäre Impulse die wirtschaftliche Entwicklung nur mit zeitlichem Abstand. Infolgedessen kann sich die Relation des nominalen Sozialprodukts zur bereinigten Zentralbankgeldmenge auch als Folge geldpolitischer Handlungen zeitweilig deutlich verändern<sup>7</sup>. Wieviel Zeit vergeht, bis eine Maßnahme der Notenbank auf die Produktion und schließlich auf die Preise durchwirkt, läßt sich a priori kaum abschätzen; bekannt ist allenfalls, daß die Verzögerungen variabel und mitunter auch recht lang sind. Die Ungewißheit über den zeitlichen Wir-

kungsablauf geldpolitischer Konjunkturimpulse ist ja bekanntlich ein wichtiges Argument gegen eine Geldpolitik, die sich konjunkturelle Feinststeuerung zur Aufgabe macht.

In diesem Zusammenhang kann auf einige interessante Simulationsrechnungen mit dem makroökonomischen Modell der Deutschen Bundesbank verwiesen werden<sup>8</sup>. In diesem Modell hängen Änderungen des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus von der Überschußnachfrage am Gütermarkt und von der Entwicklung der Produktionskosten, insbesondere der Lohnkosten, ab. Der Einfluß der Geldmengenentwicklung auf die Preisniveauentwicklung ergibt sich aus den Interdependenzzusammenhängen des Modells, das von seiner Struktur her eher einer neo-keynesianischen als einer monetaristischen Position entspricht. Es ergibt sich ein zeitlich verzögerter Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Geldmenge und des Preisniveaus, wobei die dynamischen Abläufe je nach Quelle des exogenen monetären Impulses ganz unterschiedlich sind. Beispielsweise führt eine Senkung der Notenbankzinssätze erst nach zwei Jahren zu einer allmählichen Erhöhung des Preisniveaus, während ein monetärer Impuls durch einen exogenen Devisenzufluß sich schon nach einem Jahr preisniveausteigernd auszuwirken beginnt.

In beiden Fällen kommt es – bei anfänglich beschleunigter und dann wieder verlangsamter realer Expansion – langfristig zu einem dauerhaften Anstieg des Preisniveaus, der nach fünf Jahren noch nicht vollständig abgeschlossen ist. Da die Validität dieser Ergebnisse vor allem von den dynamischen Eigenschaften und von der Strukturkonstanz der gewählten Verhaltensgleichungen abhängt, sind sie als empirischer Beleg für die eine oder andere geldpolitische Konzeption sicherlich nur bedingt verwendbar. Von der zeitlichen Dimension geldpolitischer Transmissionsabläufe geben sie gleichwohl einen trefflichen Eindruck.

#### Die aktuelle Entwicklung

Um die monetäre Entwicklung im Jahre 1987 und auch in diesem Jahr angemessen zu würdigen, sind alle wichtigen Bestimmungsfaktoren der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in Betracht zu ziehen. Zunächst einmal muß konstatiert werden, daß die Deutsche Bundesbank, die über große Teile des Jahres unter erheblichem außenwirtschaftlichem Druck stand, die Leitzinsen zunächst im Januar und ein weiteres Mal nach dem turbulenten Aktienmarkteinbruch vom Oktober senkte.

<sup>5</sup> Auch diese Aussage wird durch die Ergebnisse ökonomischer Untersuchungen mit unterschiedlichen Geldmengenaggregaten und Zinssatzvariablen gedeckt. Vgl. hierzu die in Fußnote 4 angegebene Literatur.

<sup>6</sup> C. C. von Weizsäcker: Ziellos ohne Mengenziel?, in: Wirtschaftswoche, Nr. 2, 1988, S. 57.

<sup>7</sup> Da nicht angenommen werden kann, daß die Exportentwicklung in systematischer Weise von der Geldmengenexpansion beeinflusst wird, wäre es sinnvoller, auf die private Inlandsnachfrage abzustellen, um die Wirkungsvorstellungen zu überprüfen, die einer potentialorientierten Geldmengenpolitik zugrunde liegen.

<sup>8</sup> 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, 1987, S. 576-590.

Schon im ersten Halbjahr hatte sie auch die Sätze für Wertpapierpensionsgeschäfte ermäßigt. In all diesen Maßnahmen zeigt sich das Bemühen der Bundesbank, zu einer Stabilisierung des Außenwerts der D-Mark beizutragen. Allerdings schienen die finanziellen Anlage-dispositionen inländischer Nichtbanken vor allem in der ersten Jahreshälfte eher von der Erwartung wieder steigender und nicht sinkender Zinsen geprägt zu sein. Dies zeigte sich sowohl in der starken Zunahme der Geldhaltung und der Zurückhaltung inländischer Kapitalanleger beim Erwerb festverzinslicher Wertpapiere als auch in dem Auseinanderdriften von langfristigen und kurzfristigen Zinssätzen, das bis Oktober anhielt. Als die Bundesbank versuchte, der zunehmend größer werdenden Differenz zwischen kurzfristigen und langfristigen Zinssätzen durch leichte Anhebungen der Wertpapierpensionssätze im September und im Oktober entgegenzuwirken, sah sie sich erneut massiver Kritik vor allem aus dem Ausland ausgesetzt<sup>9</sup>.

Wenn die Diagnose zutrifft, daß die hohe Kassenhaltung privater Haushalte und Unternehmen nicht in er-

<sup>9</sup> In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, daß die amerikanische Notenbank der Entwicklung der Zinsstruktur zunehmend Beachtung schenkt, weil sie Rückschlüsse auf den geldpolitischen Handlungsspielraum zuläßt. Vgl. hierzu: Neue Zürcher Zeitung, Fernausgabe vom 28./29. Februar 1988, S. 14.

ster Linie durch eine trendmäßige oder dauerhafte Zunahme der Geldnachfrage erklärbar ist, müßte ein stärkeres Wirtschaftswachstum derzeit ohne größere Zinssteigerung finanzierbar sein; keinesfalls müßte es an übermäßig knappen Geldbeständen scheitern. Zwar könnte vor allem die mit den Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten verbundene Verunsicherung über die zukünftige Wirtschaftsentwicklung dazu beitragen, daß die Liquiditätsneigung vorerst hoch bleibt und der monetäre Impuls nur langsam auf die Wertpapiernachfrage und die Güternachfrage wirkt. Auf jeden Fall entzieht es sich aber weitgehend dem Einfluß der Geldpolitik, ob die hohe Liquiditätsausstattung letztlich für eine Ausweitung der realen Nachfrage oder hauptsächlich zur Finanzierung steigender Güterpreise genutzt wird. Deswegen sollten die mittelfristigen Konsequenzen der starken Geldmengenexpansion nicht vernachlässigt werden.

Zumindest kann empirisch nicht hinreichend sicher belegt werden, daß zwischen der Geldmengenentwicklung und der Sozialproduktentwicklung auch unter Berücksichtigung von Wirkungsverzögerungen nur noch ein sehr loser Zusammenhang besteht und die potentialorientierte Geldmengenpolitik damit ihrer wichtigsten Anwendungsvoraussetzung entbehrt. In ökonomischen Tests wird sich erst nach einiger Zeit herausstel-

VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

**NEUERSCHEINUNG**

Franz Peter Lang

**EXPORTBOOM UND DEINDUSTRIALISIERUNG**

**Realer Wechselkurs, internationale Einkommens-transfers und Allokation**

Die Arbeit von Franz Peter Lang, die als Habilitationsschrift an der Ruhr-Universität Bochum entstanden ist, will die existierende Allokationstheorie kleiner, offener Volkswirtschaften im Rahmen einer allgemeinen Gleichgewichtstheorie internationaler Handelsbeziehungen weiter entwickeln, so daß die außenwirtschaftlichen Abhängigkeiten nationaler Allokationsprozesse systematisch analysiert werden können. Es gelingt dem Verfasser, die Konsequenzen länderspezifischer Produktionsbedingungen, welche die strukturellen Unterschiede zwischen Industrie- und Entwicklungsländern begründen, aufzudecken. Dabei werden signifikante Unterschiede der Allokations- und Verteilungswirkungen eines Exportbooms in Ländern unterschiedlicher Entwicklungsniveaus sichtbar gemacht.

Großoktav,  
212 Seiten, 1988,  
brosch. DM 54,-  
ISBN 3-87895-343-7

VERLAG WELTARCHIV-HAMBURG

schen Tests wird sich erst nach einiger Zeit herausstellen, ob die aktuelle Entwicklung als Strukturbruch in der Beziehung zwischen Geldmenge und Sozialprodukt gewertet werden muß. Jüngere Untersuchungen zur Stabilität dieser Beziehung in der Bundesrepublik Deutschland geben kein einheitliches Bild<sup>10</sup>. Eine grundlegende Schwierigkeit herkömmlicher Stabilitätstests der Geldnachfragefunktion liegt darin, daß sie zugleich die Angemessenheit der ökonomischen Spezifikation und der zugrunde gelegten ökonomischen Hypothese überprüfen. Die Ursachen für festgestellte Instabilitäten sind somit schwer auszumachen. Hinzu kommt, daß das ökonomische Modell der Umlaufgeschwindigkeit auch Erwartungsgrößen für Zinsvariable, möglicherweise auch Preis- oder Wechselkursvariable enthalten sollte, die bekanntermaßen schwer zu spezifizieren sind. Gerade aufgrund dieser empirischen Unwägbarkeiten muß allerdings geprüft werden, ob die Geldpolitik einen anderen Kurs einschlagen sollte.

#### Wechselkurse und Zinsen

In vielen Kommentaren zur aktuellen Geldpolitik wird von der Notenbank eine Erhöhung des Geldangebots gefordert, um für sinkende Zinsen am Kapitalmarkt zu sorgen<sup>11</sup>. Ob sie dazu auch in der Lage ist, erscheint jedoch gerade aufgrund der Erfahrungen im vergangenen Jahr fraglich. Denn die Entwicklung hat gezeigt, daß die Notenbank unter den vorliegenden Bedingungen keinen direkten Einfluß auf die Kapitalmarktzinsen hat und daß sie auf Bewegungen dieser Zinssätze, die in hohem Maße erwartungsbestimmt sind, häufig mit gleichgerichteten Änderungen ihrer Zinssätze reagiert. So ist daran zu erinnern, daß der an der Umlaufrendite der Anleihen von Bund, Bahn und Post gemessene langfristige Zinssatz von Mitte Mai bis Mitte September vergangenen Jahres um 1 Prozentpunkt angestiegen war, ohne daß sich beim Pensionssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte eine nennenswerte Änderung ergeben hätte (Zuteilungssatz ab 13. Mai: 3,55 % p.a., Festsatz bis 23. September: 3,60 % p.a.). Erst als der langfristige Zinssatz nochmals um über einen halben Prozentpunkt bis zum 19. Oktober anstieg, sah sich die Bundesbank veranlaßt, den bei den Wertpapierpensionsgeschäften angewendeten Zuteilungssatz leicht anzuheben<sup>12</sup>.

Diese Entwicklung ist vor allem dadurch erklärbar, daß der deutsche Kapitalmarkt in hohem Maße in die internationalen Märkte integriert ist und Veränderungen

des Nettozuflusses an Mitteln sehr rasch und merklich zu Kapitalmarktzinsbewegungen führen<sup>13</sup>. Hinzu kommt, daß die Liquiditätsneigung im Inland seit einiger Zeit ausgesprochen hoch ist, also zusätzliche liquide Mittel nicht in größerem Umfang am Kapitalmarkt angelegt werden. Bei geringer Anlageneigung inländischer Nichtbanken kann das Dispositionsverhalten internationaler Anleger die Zinsentwicklung am Inlandsmarkt dominieren.

Ob internationale Kapitalanleger sich zugunsten eines Erwerbs deutscher Wertpapiere entscheiden, hängt aber von den zahlreichen Faktoren ab, die die erwartete Rentabilität einer solchen Kapitalanlage bestimmen. Hierzu zählt vor allem die erwartete Entwicklung der Wechselkurse, die ihrerseits mit dem voraussichtlichen Kurs der Wirtschaftspolitik, insbesondere der Geldpolitik, in Verbindung gebracht werden muß. Kündigt die Geldpolitik einen expansiven Kurs an, werden sich inländische und ausländische Kapitalanleger wegen der zu erwartenden Preis- und Wechselkurseffekte vermehrt anderen Kapitalmärkten zuwenden. Diese Tendenz zu vermehrtem Kapitalexport wirkt für sich genommen in Richtung auf einen erhöhten Kapitalmarktzins und einen niedrigeren Außenwert der Währung. Die Zinseffekte einer expansiven Geldpolitik werden deswegen in hohem Maße unsicher, sobald internationale Anlagedispositionen eine dominierende Rolle am inländischen Kapitalmarkt spielen. Es ist nicht einmal auszuschließen, daß die Zinsentwicklung den Intentionen dieser Politik zuwiderliefe, weil das Mittelangebot aus dem Ausland im Falle aufkommender Abwertungserwartungen (oder verminderter Aufwertungserwartungen) nur bei steigenden Zinssätzen aufrechterhalten würde.

Denkbar ist natürlich auch, daß die Ankündigung einer nicht primär stabilitätsorientierten Politik rasch zu einem (erwünschten) Rückgang des Außenwertes der Währung führt, so daß Abwertungserwartungen von daher beseitigt und internationale Kapitalanleger veranlaßt werden, auch bei gegebenen Zinssätzen „im Markt“ zu bleiben. Der empirische Erklärungsgehalt gängiger Wechselkursmodelle ist nicht hinreichend gesichert, um die wahrscheinlichen Anpassungsreaktio-

<sup>10</sup> Vgl. M. J. M. Neumann, J. von Hagen, a.a.O., S.66 ff.; siehe auch R. C. Fair: International Evidence on the Demand for Money, in: Review of Economics and Statistics, 1987, S. 473 ff.

<sup>11</sup> Vgl. z. B.: Erklärung des Kocheler Kreises zu den aktuellen Aufgaben der Wirtschaftspolitik aus Anlaß des Jahresgutachtens des Sachverständigenrats, Dezember 1987, S. 2.

<sup>12</sup> „Im Spätsommer und Frühherbst (1987, d.V.) schien es angezeigt, die Liquidität des Bankensystems, die insbesondere durch den Aufbau der Devisenreserven angereichert worden war, auf einem „Normalpegel“ zu halten und zugleich die bei Wertpapierpensionssätzen angewendeten Zuteilungssätze in geringfügigen und jederzeit umkehrbaren Schritten den damals sehr kräftigen Auftriebstendenzen der Zinssätze an den internationalen und nationalen Geld- und Anleihemärkten folgen zu lassen.“ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 39. Jg., Nr. 12, Dezember 1987, S. 8.

<sup>13</sup> Aus diesem Grund ist „die Kursentwicklung des US-Dollar für die Zinsprognose von zentraler Bedeutung“. R. Pohl: Kapitalmarktprospektiven 1988; Gedämpfte Zinsentwicklung in Sicht, Geldpolitische Analyse für den Winter 1987/88, Institut für empirische Wirtschaftsforschung, Berlin 1987.

nen genau vorherzusagen. Schon die Diskussion der verschiedenen Möglichkeiten dürfte jedoch gezeigt haben, daß es in Frage steht, ob von einer weiteren Rückführung der Notenbankzinssätze zur Zeit auch eine merkliche Senkung der Kapitalmarktzinsen zu erwarten wäre.

### Fazit

Da die Geldpolitik die konjunkturelle Entwicklung zur Zeit vornehmlich über ihre Wechselkurseffekte beeinflußt, mag es sinnvoll sein, sterilisierte Interventionen auch zugunsten des US-Dollars durchzuführen und auf eine Beibehaltung der niedrigen Geldmarktzinsen hinzuwirken. Dagegen dürfte es unter den gegenwärtigen Bedingungen wenig aussichtsreich sein, über weitere Zinssenkungen und eine die Zunahme der Produktionskapazität wesentlich übersteigende Geldmengenerweiterung rasch eine Zunahme des Nachfrage- und des Sozialproduktwachstums zu bewirken. Zudem wäre mit Spätfolgen für die Preisniveaumentwicklung zu rechnen, deren Ausmaß allerdings wesentlich von dem Kurs der Lohnpolitik abhängt. Auf jeden Fall ist es unzumutbar, den von der Bundesrepublik Deutschland zu fordernden Beitrag zur internationalen Wachstumsstärkung vorwiegend der Geldpolitik aufzubürden und den geldpolitischen Handlungsbedarf an der Höhe des Kapitalmarktzins festzumachen, dessen Entwicklung die Geldpolitik nicht hinreichend unter Kontrolle hat.

Bei alledem ist zu berücksichtigen, daß sich die internationalen Finanzmärkte zur Zeit in einer wenig stabilen Verfassung befinden und die Entwicklung der Wechselkurse in hohem Maße politisiert ist. Ursächlich hierfür ist vor allem die Ungeduld über den langsamen Abbau der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte Japans, Euro-

pas und der Vereinigten Staaten. Zum einen sind die Unterschiede im Wachstumstempo der Binnennachfrage nicht hinreichend groß, um über eine raschere Entwicklung der Importnachfrage in den Überschußländern schnell zu einer Korrektur der Handelsbilanzungleichgewichte beizutragen. Zum anderen ist die Umlenkung der Handelsströme durch die enorme Dollarabwertung der letzten drei Jahre bislang noch nicht deutlich in der Leistungsbilanz sichtbar geworden, weil sich die Einfuhren der Vereinigten Staaten durch die Wechselkursentwicklung rasch verteuerten, während sie in den Überschußländern billiger wurden<sup>14</sup>. In diesem Umfeld einer stark politisierten Wechselkursentwicklung müssen binnenwirtschaftlich orientierte Zielvorgaben für die Geldpolitik mit Ausnahmeregeln versehen werden, auf die auch der Sachverständigenrat ausführlich hingewiesen hat<sup>15</sup>.

Allerdings darf auch nicht übersehen werden, daß der Außenwert des Dollars gegenüber der D-Mark auch ganz wesentlich von der Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten geprägt wird, die als Leitwährungs- und bei weitem wichtigstes Reservewährungsland ein Interesse daran haben müssen, das Vertrauen in den Außenwert ihrer Währung wiederherzustellen. Anderenfalls wird der starke Zustrom internationalen Kapitals in die Vereinigten Staaten nur bei hohen Zinsen aufrechterhalten werden können. Die Notwendigkeit, den Zuwachs an Auslandsschuld der Vereinigten Staaten auf Dauer zu verringern, wird von vielen amerikanischen Ökonomen betont, und die jüngsten Budgetkompromisse zeigen, daß hierzu auch eine gewisse politische Bereitschaft besteht. Aus diesem Grund und wegen der sich für 1988 abzeichnenden leichten Verbesserung der amerikanischen Leistungsbilanz dürfte der Spielraum der deutschen Geldpolitik, binnenwirtschaftliche Zielsetzungen zu verfolgen, wieder etwas zunehmen. Von entscheidender Bedeutung hierfür ist allerdings, ob die Wachstumsstärkung der deutschen Wirtschaft mit den geeigneten Mitteln entschlossen in Angriff genommen wird.

<sup>14</sup> Vgl. Jahresgutachten, a.a.O., Ziffer 2 ff.

<sup>15</sup> Vgl. Jahresgutachten, ebenda, insb. Ziffer 317. In diesem Kapitel des Gutachtens (Ziffer 331 ff.) wird auch dargelegt, warum die am häufigsten diskutierten Alternativen zu einer Geldmengenorientierung, nämlich die sogenannte BIP-Regel und die Wechselkursorientierung, die derzeit eine noch stärker expansive Geldpolitik begründen könnten, aus konzeptionellen Gründen nicht zu überzeugen vermögen.

**HERAUSGEBER:** HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Armin Gutowski †, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)

**Geschäftsführend:** Dr. Otto G. Mayer

#### REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Rainer Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Dipl.-Vw. Ira Lanz, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

**Anschrift der Redaktion:** Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 306/307

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages Weltarchiv GmbH ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf eine andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.

#### VERTRIEB:

manager magazin Verlagsgesellschaft mbH, Marketingabteilung, Postfach 11 1060, 2000 Hamburg 11, Tel.: (040) 30 07 624

**Bezugpreise:** Einzelheft: DM 8,50, Jahresabonnement DM 96,- (Studenten: DM 48,-) zuzüglich Porto

#### VERLAG UND HERSTELLUNG:

**Verlag Weltarchiv GmbH**, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 500

**Anzeigenpreisliste:** Nr. 13 vom 1. 1. 1983

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** Wunsch-Druck GmbH, 8430 Neumarkt/Opf.