ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Duwendag, Dieter

Article — Digitized Version

Inflationsgefahren durch Geldüberhang?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Duwendag, Dieter (1989) : Inflationsgefahren durch Geldüberhang?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 69, Iss. 1, pp. 21-27

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/136476

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Dieter Duwendag

Inflationsgefahren durch Geldüberhang?

Die starke Geldmengenexpansion in den letzten drei Jahren hat Inflationsbefürchtungen wieder aufkommen lassen. Werden die Liquiditätsüberhänge „verausgabt"? Werden sich die Trends der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes und der Liquiditätsneigung wieder umkehren? Kann die Notenbank ohne Gefährdung anderer Ziele einen Beitrag zum Abbau der Geldüberhänge leisten?

Nach deutlichen Verfehlungen der Geldmengenziele in den Jahren 1986 und 1987 ist auch der für 1988 von der Bundesbank gesetzte monetäre Zielkorridor wieder überschritten worden. Unter Zugrundelegung der „Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen" (ZBG; in der Abgrenzung der Bundesbank) betrug das Wachstum dieser Zielgröße 1986 7,7% und 1987 8,0% gegenüber der anvisierten Bandbreite von 3,5-5,5% respektive 3-6%. Nach dem Wechsel des monetären Zwischenziels – von der ZBG zu M3 – ist die Überschreitung im Jahre 1988 zwar wesentlich geringer ausgefallen; sie bleibt aber mit etwa 6,8% im Vergleich zum Zielkorridor (3-6%) beachtlich[1], vor allem mit Blick auf die zugrunde gelegte Richtschnur, das Wachstum des Produktionspotentials zu laufenden Preisen (Annahme: +4%). Über den gesamten Dreijahreszeitraum gerechnet ergibt sich eine Zielüberschreitung in „ZBG-Einheiten" von 24 Mrd. DM und in „M3-Einheiten" von 69 Mrd. DM, wenn man den durchschnittlichen Korridorwert während dieser drei Jahre (jeweils 4,5%) als Zielgröße zum Vergleich heranzieht. Geht man vom oberen Wert der Bandbreite als Referenzgröße aus, so lauten die Abweichungen +15 Mrd. DM (ZBG) bzw. +27 Mrd. DM (M3).

Dies sind gewiß keine vernachlässigbaren Größenordnungen, wenn man bedenkt, daß sie als „Finanzierungsreserve" jederzeit für zusätzliche Güter- und Dienstleistungskäufe mobilisiert und eingesetzt werden können. Angesichts der bereits wieder erreichten „Normal-Auslastung" des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials im Jahre 1988[2] könnte die Mobilisierung dieser „Reserve" verstärkte Inflationsgefahren heraufbeschwören. Vor dem Hintergrund dieser Auslastung der Sachkapazitäten, des Fortfalls von bislang stabilitätsfördernden außenwirtschaftlichen Sonderfaktoren und der wieder leicht anziehenden Inflationsrate mahnt denn auch die Bundesbank, es müsse „nun verstärkt darauf geachtet werden, daß diese hohen Geldbestände nicht preisvirulent werden"[3]. Und auch die Mehrheit des Sachverständigenrats verweist in dem neuesten Gutachten auf das „bedrohliche Inflationspotential, das sich mittlerweile aufgrund der starken Geldmengenexpansion aufgebaut hat"[4]. Gibt es Hinweise auf die „Preisvirulenz" des Geldüberhangs, und was könnte die Bundesbank gegebenenfalls dagegen unternehmen?

Das Geldmengenziel für 1989

Der Beschluß des Zentralbankrats vom 15. 12. 1988 trägt den Inflationsbefürchtungen Rechnung: Der Kurs der Geldpolitik für 1989 zielt auf eine Ausweitung des Aggregats M3 vom vierten Quartal 1988 bis zum vierten Quartal 1989 „um etwa 5%". Kalkulationsbasis für dieses Ziel sind wiederum der voraussichtliche Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials in jeweiligen Preisen um 4-4,5% und ein Zuschlag von ½ Prozentpunkt wegen der erwarteten Verringerung der Umlaufsgeschwindigkeit von M3. Wie im Vorjahr wurde für das Produktionspotential eine Preissteigerungsrate von 2% veranschlagt[5].

Prof. Dr. Dieter Duwendag, 51, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften an der Hochschule für Verwaltungswissenschaften, Speyer.

[1] Jeweils Veränderungsrate vom vierten Quartal des laufenden Jahres gegenüber dem vierten Quartal des Vorjahres; für 1988 geschätzt.

[2] Als Maßgröße gelten 96,5%; vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1988/89, BT-Drucksache 11/3478 vom 24. 11. 1988, S. 60.

[3] Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Nr. 12, 1988, S. 8.

[4] Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1988/89, a.a.O., S. 162.

[5] Vgl. Deutsche Bundesbank: Monatsbericht Nr. 12, 1988, S. 8/9.

In Verbindung mit den Zinserhöhungsschritten von Mitte und Ende 1988 bedeutet der Geldmengenbeschluß ein ehrgeiziges, auf die Erhaltung der (relativen) Preisstabilität entschlossen ausgerichtetes Ziel: Zum einen wird der monetäre Spielraum für „unvermeidliche" Preiserhöhungen mit 2% sehr knapp gehalten, wobei allein die Verbrauchsteuererhöhung ab Anfang 1989 einen Schub von ½ Prozentpunkt auslösen dürfte. Zum anderen kehrt die Bundesbank nach vielen Jahren einer Politik der Zielkorridore (seit 1979) zu einem Punktziel zurück, auch wenn es nur ein „Etwa-Punktziel" ist. Dies ist zu begrüßen, da breite monetäre Zielkorridore die Gefahr in sich bergen, bei den Adressaten der Geldmengenpolitik implizit ebenso große Inflationserwartungen bzw. Erwartungen auf „variable" Inflationsspielräume zu wecken. Zwar sollte man in die (pragmatischen) Zielvorgaben der Bundesbank nicht zuviel hineininterpretieren, aber eine Zielsetzung von „etwa 5%" suggeriert unter dem Aspekt der „Treffsicherheit" allemal eine ehrgeizigere Vorgabe als ein Korridor von „3-6%" – und damit eine größere Entschlossenheit der Bundesbank, dieses Ziel auch tatsächlich einhalten zu wollen. Drittens ist das neue Geldmengenziel auch deshalb ehrgeizig, weil für die erwartete Verringerung der Umlaufsgeschwindigkeit von M3 (V3) nur ein Zuschlag von ½ Prozentpunkt vorgesehen ist. Dies entspricht zwar dem Rückgang von V3 im Jahre 1988 (geschätzt), liegt aber weit unter der Verringerung von V3 in 1987 (−3,0%) und dem jahresdurchschnittlichen Rückgang im Zeitraum 1986-88 (−1,5%).

Bei einer Beurteilung der Ambitionen des Geldmengenziels für 1989 ist andererseits auch zu berücksichtigen, daß die neue Vorgabe – wie schon in den Vorjahren – auf dem Überschreitungsniveau des vierten Quartals 1988 als Ausgangsbasis ansetzt. Für etwaige Absichten, den zwischenzeitlich aufgebauten Geldüberhang sukzessive zurückzuführen, bietet dieses Geldmengenziel nur wenig Raum. Im Prinzip hätte zwar durch eine noch knappere Geldmengenvorgabe versucht werden können, auf die Trends der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes und der Liquiditätspräferenz der Wirtschaftssubjekte Einfluß zu nehmen, diese gar umzukehren (erstere zu erhöhen, letztere zu verringern). Doch würde ein derartiges Vorhaben auf einen höchst ungewissen Ausgang, möglicherweise sogar auf einen restriktiven konjunkturellen Druck hinauslaufen. Auch der Sachverständigenrat hat wegen solcher Risiken vor dem Problem des Geldüberhangs insofern kapituliert, als er seine ab 1985 vorgeschlagene mittelfristige Orientierung an einem Zielpfad – mit den jeweiligen Zielwerten als Ausgangsniveau – aufgegeben hat und für die 1989er Vorgabe (der „bereinigten Zentralbankgeldmenge") vom derzeit erreichten (überhöhten) Niveau der Geldversorgung ausgegangen ist[6]. Der Rat hat es offenbar aufgegeben, dem ständig steigenden Geldüberhang mit seinen Zielvorgaben hinterherzulaufen – vermutlich auch ein Indiz dafür, daß er keine Chance mehr sieht, diesen monetären Überhang jemals wieder einholen zu können.

Das Problem des Geldüberhangs

Im Zeitraum 1986-88 ist ein deutlicher Rückgang der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes zu beobachten gewesen, und zwar für sämtliche Geldmengenaggregate (ZBG, M1, M2, M3). Die Umlaufsgeschwindigkeit (V) – sie entspricht dem reziproken Wert des Kassenhaltungsquotienten – ist definiert als Relation aus dem nominellen Bruttosozialprodukt (BSP) und einer beliebigen Geldmenge bzw. Kassenhaltung (M):

$$(1)\ V = \frac{BSP}{M}$$

Diese Größe ist ein „catch all", da sie sämtliche Effekte bündelt, die auf die Höhe des Sozialprodukts und der Geldmenge einwirken. Aus diesem Grunde ist sie einer näheren Interpretation nur schwer zugänglich. Im vorliegenden Zusammenhang interessiert ausschließlich der Nenner, d. h. die Kassenhaltung der Wirtschaftssubjekte. Steigt diese Kassenhaltung prozentual stärker als das BSP, d. h. kommt es zu einem Geldüberhang, so sinkt die Umlaufsgeschwindigkeit (und umgekehrt), wie aus der Definition ersichtlich ist. Veränderungen von V registrieren das Auseinanderdriften von BSP und M, ohne über dahinterliegende Einflußgrößen Auskunft zu geben.

Veränderungen der Kassenhaltung werden letztlich determiniert durch die Liquiditätspräferenz der Wirtschaftssubjekte. Die Liquiditätsneigung (L) läßt sich auf die unterschiedlichste Weise definieren. Wir wählen hier die wohl weiteste Abgrenzung, nämlich L als Quotient von Geldmenge bzw. Kassenhaltung jeglicher Form (M) zum gesamten Geldvermögen (GV):

$$(2)\ L = \frac{M}{GV} \text{ bzw. } M = L \cdot GV$$

Durch Einsetzen von (2) in (1) erhält man:

$$(3)\ V = \frac{BSP}{L \cdot GV}$$

bzw. in grober Annäherung als Wachstumsraten:

$$(4)\ w_V = w_{BSP} - w_L - w_{GV}$$

Aus (4) folgt: Ist die Summe der Wachstumsraten von L und GV größer als jene des BSP, so sinkt die Umlaufs-

[6] Vgl. Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1988/89, a.a.O., S. 162.

geschwindigkeit. Anders gewendet: bei gegebenen Werten von BSP und GV führt ein Anstieg der Liquiditätspräferenz zu einem Rückgang der Umlaufsgeschwindigkeit (und vice versa). Bei diesen Gleichungen handelt es sich natürlich nur um tautologische, rein rechnerische Beziehungen, die keinen Aufschluß über die eigentlichen Bestimmungsfaktoren geben. Immerhin lassen sich jedoch aus der Beobachtung des Verhaltensmusters der Umlaufsgeschwindigkeit und ausgewählter Liquiditätspräferenzen im Zeitablauf gewisse Anhaltspunkte dafür finden, ob diese Größen einen längerfristig stabilen Trend aufweisen oder aber kurzfristig und eher zufallsbedingt schwanken.

Wir werden in diesem Zusammenhang das Begriffspaar „autonom" und „induziert" verwenden. Von „induzierten" Wirkungen sprechen wir dann, wenn sich die Umlaufsgeschwindigkeit und Liquiditätspräferenz unter dem Einfluß eines überhöhten Geldangebotes ändern, von „autonomen" Veränderungen dann, wenn diese Größen durch außerhalb des Geldangebots liegende, also geldnachfrageseitige Faktoren beeinflußt wurden. Diese Unterscheidung ist zugegebenermaßen nicht besonders strikt, mischen sich doch Geldangebots- und Geldnachfragefaktoren dabei in vielfältiger Weise, so z. B. der von einem erhöhten Geldangebot ausgehende Zinssenkungseffekt, der wiederum ein Argument der Geldnachfragefunktion ist. Aber als Arbeitshypothese mag diese Unterscheidung vorerst genügen.

Bei der Beurteilung des Rückgangs der Umlaufsgeschwindigkeit in den letzten drei Jahren sah sich auch der Sachverständigenrat vor diese Frage gestellt. Er kommt zu dem Ergebnis, daß sowohl die „reichliche Geldversorgung" als auch eine „gleichzeitige („autonome"; D. D.) Erhöhung der Liquiditätsneigung" mit dazu beigetragen haben. Das Fazit des Rats: „Eine befriedigende quantitative Unterscheidung des Anteils der beiden Einflußfaktoren erscheint jedoch nicht möglich."[7] Gleichwohl soll im folgenden versucht werden, anhand einiger empirischer Datenreihen im Wege der „qualitativen" Analyse einige Hinweise auf das Verhaltensmuster der Umlaufsgeschwindigkeit und der Liquiditätsneigung zu gewinnen.

Rückgang der Umlaufsgeschwindigkeit

Am Anfang der empirischen Betrachtungen steht der ausgeprägte Rückgang der Umlaufsgeschwindigkeit der vier Geldmengenaggregate ZBG, M1, M2 und M3. Das breiteste Aggregat, M3, ist definiert als die Summe aus Bargeldumlauf (BG) und den von inländischen Nichtbanken bei inländischen Kreditinstituten gehaltenen Sichteinlagen (D), Termingeldern unter vier Jahren (T) und Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist (SG):

M3 = BG + D + T + SG
M2 = BG + D + T
M1 = BG + D

Das Konstrukt der Zentralbankgeldmenge (ZBG) in der Abgrenzung der Bundesbank umfaßt neben BG das zu konstanten Reservesätzen berechnete Mindestreserve-Soll (MRK) auf die oben genannten Verbindlichkeiten der Banken (wobei hier sämtliche Spareinlagen unter vier Jahren einbezogen sind):
ZBG = BG + MRK

Diesen vier Aggregaten sind spezifische Umlaufsgeschwindigkeiten (V) zugeordnet, nämlich VO (ZBG), V1 (M1), V2 (M2) und V3 (M3), deren Entwicklung in Tabelle 1 und Abbildung 1 dargestellt ist. Daraus lassen sich einige interessante Schlußfolgerungen ableiten:

□ Zwar weisen sämtliche Varianten der Umlaufsgeschwindigkeit markante (jahresdurchschnittliche) Rückgänge im Betrachtungszeitraum auf, jedoch ist das Tempo bei den einzelnen Aggregaten sehr unterschiedlich – am stärksten bei M1, am schwächsten bei M2. Die V-Größen folgen offenbar unterschiedlichen „Gesetzmäßigkeiten".

Tabelle 1
Jahresdurchschnittliche Veränderungen der Umlaufsgeschwindigkeit[a]
(in %)

	1974-88	1974-78	1979-82	1986-88
V0	−1,10	−1,50	−0,15	−2,33
V1	−1,59	−3,93	+1,75	−3,60
V2	−0,71	+0,83	−3,50	−1,03
V3	−1,33	−2,15	−1,23	−1,53

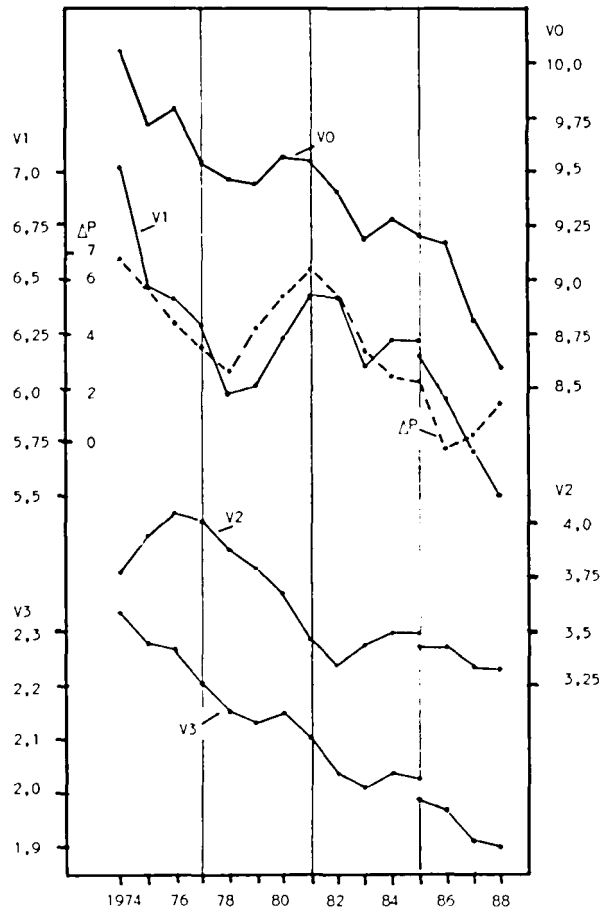
[a] Saisonbereinigte Daten als Basis; für 1988 geschätzt; statistischer Bruch vom Dezember 1985 bereinigt; eigene Berechnungen.
Quelle: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 4, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen (div. Jge.).

□ Nicht überraschend ist, daß – mit Ausnahme von V2 – die Umlaufsgeschwindigkeiten am stärksten in den Phasen der Geldmengen-Zielüberschreitungen gesunken sind (Abbildung 1); der Rückgang der V-Größen ist ja nur ein anderer Indikator für die Registrierung des

[7] Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1988/89, a.a.O., S. 160.

Abbildung 1

Umlaufsgeschwindigkeit[a] der Geldmengenaggregate[b] und Inflationsrate[c]



[a] Zur Definition vgl. Text.
[b] 1988 geschätzt; 1985 statistischer Bruch.
[c] Veränderung des Preisindex für die Lebenshaltung aller privaten Haushalte (ΔP).

Quelle: Vgl. Tabelle 1; eigene Berechnungen.

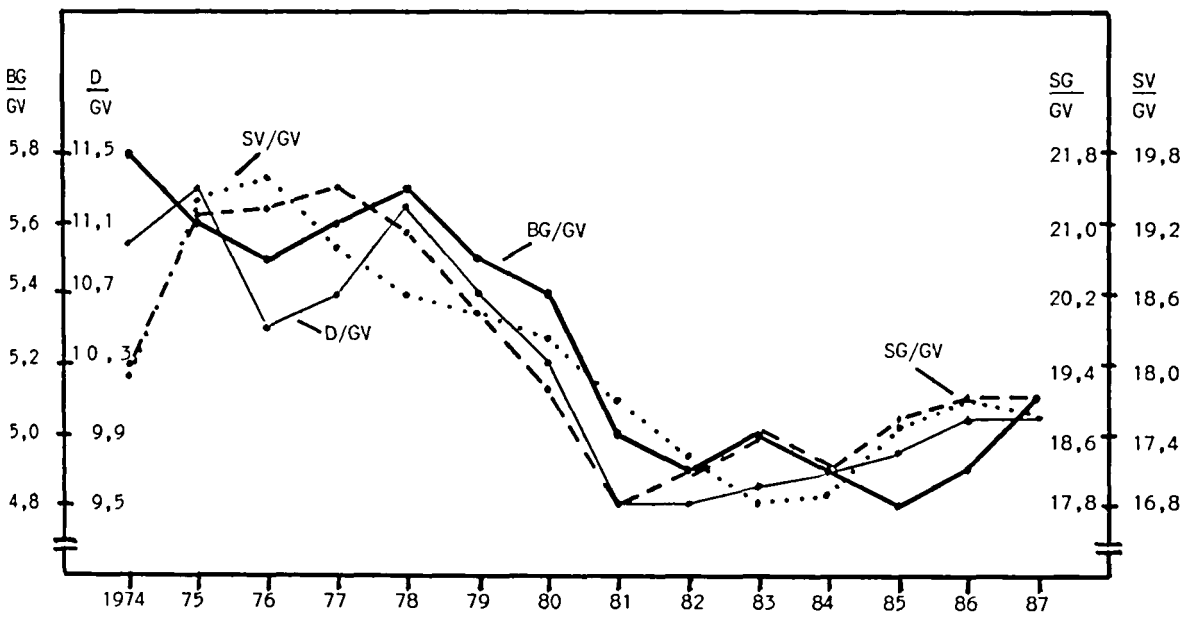
monetären Überhangs. Die gravierenden Zielverfehlungen der Jahre 1974-78 gingen einher mit einem ausgeprägten Fall der V-Größen. Es folgte bis 1981/82 eine Phase der Beruhigung und des Wiederanstiegs der Umlaufsgeschwindigkeiten (insbesondere V0 und V1) bei gleichzeitiger Einhaltung der Geldmengenziele. Danach genügte 1983 schon das Streifen der oberen Zielbandbreite, um die Umlaufsgeschwindigkeit zum Teil wieder drastisch fallen zu lassen (V0, V1). 1984/85 wurden die Geldmengenziele nahezu „perfekt" realisiert, und die V-Größen kehrten sich wieder um bzw. folgten einer stabilen Entwicklung. Die letzte Phase, 1986-88, zeigt wieder das bekannte Bild einer Parallelität zwischen Geldmengenüberschreitungen und stark rückläufigen Umlaufsgeschwindigkeiten.

□ Von besonderem Interesse sind die Umkehr-Phasen der Umlaufsgeschwindigkeit, besonders ausgeprägt bei V1. Mit dem deutlichen Wiederanstieg von V1 in den Jahren 1979-81 beschleunigte sich zeitgleich die Inflationsrate (Verbraucherpreisindex). Bemerkenswert daran ist vor allem, daß es sich bei dem Rückgang des Kassenhaltungsquotienten (dem Anstieg der Umlaufsgeschwindigkeit) um jene Größe (M1) handelt, die das liquideste und damit ausgabenrelevanteste Geldaggregat darstellt. Bemerkenswert ist ferner, daß umgekehrt (mit einigen Ausnahmen) Phasen des Rückgangs von V1 mit einer Reduzierung der Inflationsrate parallel laufen, ein Gleichlauf, der bei den anderen V-Größen längst nicht so ausgeprägt ist.

Diese Beobachtungen verdeutlichen zweierlei: Umlaufsgeschwindigkeiten sind erstens im Zeitablauf reversibel, was vor allem für V1 gilt. Zweitens drohen von ihrem Wiederanstieg Inflationsgefahren. Zwar hat V1 im Betrachtungszeitraum nie wieder das Ausgangsniveau von 1974 erreicht, aber interessant ist das empirische Verlaufsmuster (vgl. Abbildung 1): Von 1974 bis 1978 sank V1 von 7 auf 6, stieg bis 1981 von 6 auf 6,5 (also um die Hälfte des vorherigen Rückgangs), sank erneut bis 1983 von 6,5 auf 6,1 und erhöhte sich bis 1985 von 6,1 auf rund 6,25 (wiederum etwa um die Hälfte des vorherigen Rückgangs). Sollte dieses Verhaltensmuster längerfristig Bestand haben, so wäre nach dem in der letzten Phase (1985-1988) eingetretenen Rückgang von V1 von 6,25 auf 5,5 in den nächsten Jahren mit einem Wiederanstieg bis auf etwa 5,9 – der Hälfte des vorigen Rückgangs – zu rechnen. Damit verbundene Inflationsgefahren wären nicht auszuschließen.

Das dargestellte Verhaltensmuster von V1 liefert einige Hinweise zur Beantwortung der schon weiter oben angeschnittenen Frage, ob und inwieweit die Erhöhung der Kassenhaltung (M1) bzw. der Rückgang von V1 „autonom" erfolgte oder „induziert" wurde. Danach scheinen beide Einflußgrößen in etwa je zur Hälfte an diesem Prozeß beteiligt gewesen zu sein: Ein durch ein erhöhtes Geldangebot induzierter Anstieg der Kassenhaltung wurde in späteren Phasen, d. h. bei „normaler" Geldversorgung, jeweils wieder um die Hälfte korrigiert. Mit anderen Worten, in solchen Phasen haben sich die autonomen, längerfristig wirksamen Kassenhaltungsgewohnheiten wieder durchgesetzt, wie sie durch die typischen Bestimmungsfaktoren der Geldnachfrage determiniert sind (Entwicklung des Realeinkommens, Preis- und Zinsniveaus). Diese längerfristigen, trendmäßigen Veränderungen der M1-Geldnachfrage deuten – wieder nach dem oben dargestellten V1-Verlaufsmuster

Abbildung 2
Bargeldumlauf (BG), Sichteinlagen (D) und Spareinlagen mit gesetzlicher (SG) und vereinbarter (SV) Kündigungsfrist (jeweils in % des gesamten Geldvermögens (GV))



Quelle: Vgl. Text; eigene Berechnungen.

zu urteilen – auf einen jahresdurchschnittlichen Rückgang von V1 in Höhe von etwa 1,6 % hin (vgl. Tabelle 1).

Betont sei, daß dieser Deutungsversuch auf der „graphischen Anschauung" beruht und mit zahlreichen Unsicherheiten behaftet ist (wobei auf eine Interpretation des deutlich geringeren Rückgangs der V0-, V2- und V3-Größen hier zunächst völlig verzichtet wurde). Keineswegs soll damit einem Zuschlag zum Geldmengenziel in voller Höhe des errechneten jahresdurchschnittlichen Rückgangs der Umlaufsgeschwindigkeit das Wort geredet werden. Denn, soviel scheint sicher: Mit einem Wiederanstieg dieser Größe in der nächsten Zeit muß wegen der induzierten Effekte in den Jahren 1986-88, die sich bislang noch nicht wieder korrigiert haben, gerechnet werden.

Längerfristige Liquiditätspräferenzen

Nähere Aufschlüsse über das längerfristige Verhalten der Geldnachfrage lassen sich möglicherweise aus der Beobachtung der Entwicklung spezifischer Liquiditätspräferenzen gewinnen. Damit wird der Nenner des Quotienten zur Berechnung der Umlaufsgeschwindigkeit näher betrachtet. Die im folgenden dargestellten Liquiditätspräferenzen sind definiert als prozentuale Anteile bestimmter Kassenhaltungsformen am gesamten Geldvermögen. Es gelten folgende Abgrenzungen bzw. Definitionen (zu BG, D, T und SG siehe oben[8]):

□ T4, SV: Termingelder mit einer Befristung von vier Jahren und darüber bzw. Spareinlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist sowie Sparbriefe von inländischen privaten Haushalten und Produktionsunternehmen (einschließlich Wohnungswirtschaft) bei inländischen Banken.

□ GV: Gesamtes Geldvermögen der inländischen privaten Haushalte und Produktionsunternehmen (einschließlich Wohnungswirtschaft) abzüglich des in festverzinslichen Wertpapieren und Aktien sowie im Ausland gehaltenen Geldvermögens (Ausschaltung von Wertpapier- und Wechselkursschwankungen).

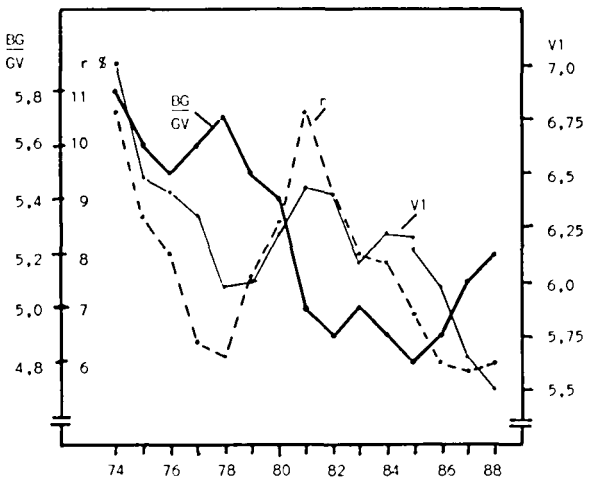
□ BG/GV, D/GV, T/GV, SG/GV, T4/GV, SV/GV: Spezifische Liquiditätspräferenzen (Anteile der verschiedenen Kassenhaltungsformen am gesamten Geldvermögen); sämtliche Angaben sind Jahresendstände[9]. Da die Daten der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrech-

[8] Die Einlagenformen beziehen sich im folgenden nur auf die inländischen privaten Haushalte und Produktionsunternehmen (einschließlich Wohnungswirtschaft).

[9] Quelle für sämtliche Grundzahlen der Abbildung 2-4: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): 40 Jahre Deutsche Mark; Monetäre Statistiken 1948-1987, Frankfurt/M. 1988, S. 16 f., 207, 364 f.

Abbildung 3

Bargeldumlauf (BG) in % des gesamten Geldvermögens (GV), Umlaufsgeschwindigkeit von M1 (V1) und Zinsniveau (r)[a]



[a] Für 1988 geschätzt; r: Umlaufsrendite festverzinslicher Wertpapiere.
Quellen: Vgl. Text und Tabelle 1; eigene Berechnungen.

nung für 1988 noch nicht vorlagen, konnten die Berechnungen nur bis 1987 durchgeführt werden.

Die in den Abbildungen 2 und 3 dargestellten Entwicklungen sollen im Zusammenhang betrachtet werden. Da die Liquiditätspräferenzen mit Bezug auf BG, D, SG und SV einem ziemlich gleichförmigen Verlauf folgen (vgl. Abbilung 2), kann in Abbildung 3 der Bargeldanteil am gesamten Geldvermögen (BG/GV) stellvertretend für diese vier Liquiditätspräferenzen stehen. Vier Phasen lassen sich unterscheiden, wobei sich die Interpretation insbesondere auf die BG- und D-Präferenzen bezieht.

□ *Phase 1:* 1977/78, d. h. in einer Zeit gravierender Überschreitungen der Geldmengenziele, steigen die BG- und D-Anteile am gesamten Geldvermögen deutlich an, was mit dem Rückgang der Umlaufsgeschwindigkeit V1 (Abbildung 3) korrespondiert. Der Anstieg der BG- und D-Präferenzen läßt sich – wie Abbildung 3 zeigt – insofern als zinsreagibel interpretieren, als in dieser Phase des Zinsrückgangs die Alternativkosten der unverzinslichen Geldhaltung sinken.

□ *Phase 2:* Von 1979 bis 1981 findet ein ausgeprägter Rückgang sämtlicher vier betrachteten Liquiditätspräferenzen statt. Wiederum korresponiert der Rückgang der BG- und D-Anteile am gesamten Geldvermögen mit einem deutlichen Anstieg der Umlaufsgeschwindigkeit V1 (Abbildung 3). Gleichzeitig steigt in dieser Phase das Zinsniveau. Alle vier Liquiditätspräferenzen offenbaren eine klare Zinsreagibilität in dem Sinne, daß die Kassenhaltung in diesen unverzinslichen bzw. niedrig verzinslichen Formen in Relation zum gesamten Geldvermögen eingeschränkt wird.

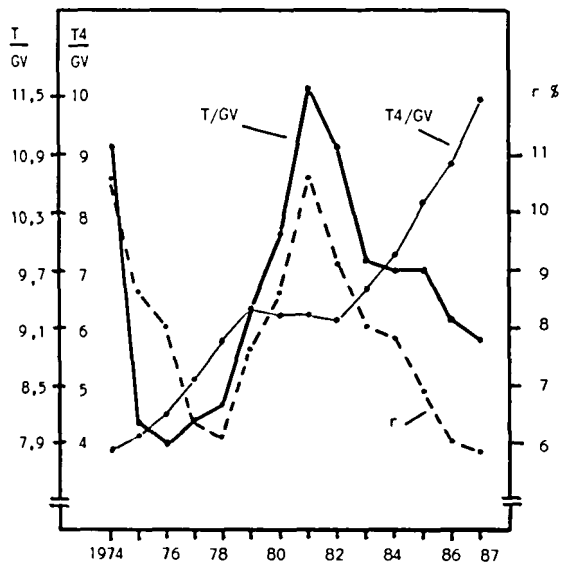
□ *Phase 3:* In dieser Phase (1982-85) zeigt sich ein bemerkenswertes Phänomen: Obwohl das Zinsniveau rapide sinkt, verharren sämtliche vier Liquiditätspräferenzen mit nur geringen Schwankungen auf dem vorher erreichten niedrigen Niveau, d. h. sie verhalten sich zinsindifferent (mit einem Anstieg des Anteils dieser niedrig verzinslichen Kassenhaltungsformen am gesamten Geldvermögen wäre eigentlich zu rechnen gewesen). Ein Grund für diese Zinsindifferenz mag in der damaligen Unsicherheit über die weitere Zinsentwicklung gelegen haben. Die relative Konstanz der betrachteten vier Liquiditätspräferenzen läßt sich aber auch dahingehend interpretieren, daß sich in dieser ruhigen Phase einer „normalen" Geldversorgung und des Einpendelns auf niedrigere Zins- und Inflationsraten die „autonomen", längerfristig stabilen Kassenhaltungsgewohnheiten (nach dem vorherigen Niveausprung nach unten) wieder durchgesetzt haben. Diese Interpretation würde im Einklang mit der oben vorgenommenen Deutung des zweimaligen Wiederanstiegs der Umlaufsgeschwindigkeit V1 in dieser Phase stehen und die dortige Argumentation stützen, jetzt auch durch die ergänzende Analyse der Liquiditätspräferenzen.

□ *Phase 4:* Von 1986-88 verzeichnen alle vier Liquiditätspräferenzen wieder einen deutlichen Schub nach oben. Unter dem Einfluß der erheblichen Überschreitungen der Geldmengenziele in diesen Jahren kommt es zu „induzierten" Überhängen der Kassenhaltung, die die „autonomen" Geldhaltungsgewohnheiten überlagern. Stark reduzierte Opportunitätskosten dieser Kassenhaltungsformen aufgrund der in diesen Jahren erreichten Preisstabilität und der weiter gesunkenen Zinsen dürften allerdings auch als geldnachfrageseitige Bestimmungsgründe eine Rolle gespielt haben. Ergänzt sei noch, daß auch in dieser Phase die Entwicklung der BG- und D-Liquiditätspräferenzen mit jener von V1 korrespondiert, wie Abbildung 3 zeigt.

Die letzte Betrachtung gilt der Abbildung 4, in der die Termingeld-Präferenzen (T, T4) in Abhängigkeit von der Zinsentwicklung (r) dargestellt sind. Für die T-Präferenz (Anteil der Termingelder mit einer Befristung unter vier Jahren am gesamten Geldvermögen) ergibt sich eine klare positive Zinselastizität, d. h. mit steigendem (fallendem) Zinssatz steigt (fällt) auch diese Form der Kassenhaltung. „Induzierte", vom jeweiligen Ausmaß der Geldversorgung in den einzelnen Jahren ausgehende Einflüsse (Geldüberhänge) sind nicht zu erkennen. Dif-

Abbildung 4

Termingelder unter vier Jahren (T) und mit vier Jahren und darüber (T4) (jeweils in % des gesamten Geldvermögens (GV)) und Zinsniveau (r)[a]



[a] r: Umlaufsrendite festverzinslicher Wertpapiere.
Quellen: Vgl. Text; eigene Berechnungen.

ferenzierter ist das Bild für die T4-Präferenz (Termingelder mit einer Befristung von vier Jahren und darüber). Abgesehen von einer kurzen Stagnationsphase (1980-82) folgt sie einem kontinuierlichen Aufwärtstrend, und zwar weitgehend unabhängig von Zinsschwankungen und dem Umfang des Geldangebots in den einzelnen Jahren. Dies legt den Schluß nahe, daß diese Form der Kassenhaltung noch „im Aufbau" begriffen ist (Anstieg von 1974-87 um das 7,2fache) und überwiegend eine „autonome" Liquiditätspräferenz reflektiert.

Geldpolitische Perspektiven

„Autonome" und – durch das Ausmaß der Geldversorgung – „induzierte" Veränderungen der Liquiditätspräferenz lassen sich empirisch nur schwer trennen. Der Gesamteffekt beider Veränderungen schlägt sich in einer (entgegengerichteten) Variation der Umlaufsgeschwindigkeit des Geldes nieder. Die Analyse spezifischer Liquiditätspräferenzen (Anteile einzelner Kassenhaltungsformen am gesamten Geldvermögen) für den zusammengefaßten Sektor der privaten Haushalte und Produktionsunternehmen deutet darauf hin, daß die durch Geldmengenzielüberschreitungen entstandenen Geldüberhänge vor allem in den Kassenhaltungsformen Bargeldumlauf, Sicht- und Spareinlagen (beide Komponenten) ihren Niederschlag gefunden haben. Derartige monetäre Überhänge sind in den beiden Formen der Termingelder nicht erkennbar.

Aus dem empirischen Verlaufsmuster der Umlaufsgeschwindigkeit und der Liquiditätspräferenz (speziell für Bargeld und Sichteinlagen) läßt sich grob abschätzen, daß „autonome" und „induzierte" Veränderungen im Betrachtungszeitraum ungefähr das gleiche Gewicht hatten. Beide Verlaufsmuster verhalten sich entgegengesetzt, folgen jedoch einem gemeinsamen Abwärtstrend, der etwa je zur Hälfte durch „exogene" (geldnachfrageseitige) und „endogene" (geldangebotsseitige) Faktoren bestimmt ist. (Wegen des stets gemischten Auftretens beider Einflußgrößen können hier nur tendenzielle Aussagen gemacht werden.)

Wie die Erfahrungen aus der Vergangenheit (1978-1981/82) gezeigt haben, drohen von einem Wiederanstieg der Umlaufsgeschwindigkeit bzw. von einem Abbau von Geldüberhängen (Rückgang der Liquiditätspräferenz) Inflationsgefahren. Nachdem sich durch ein überhöhtes Geldangebot induzierte Veränderungen beider Größen in der Vergangenheit wieder sukzessive zurückgebildet haben, steht aufgrund der gravierenden Überschreitungen der Geldmengenziele in den letzten drei Jahren eine kritische Phase bevor: Für diese Jahre hat sich der induzierte Rückgang der Umlaufsgeschwindigkeit (der induzierte Anstieg der Liquiditätspräferenz) noch nicht wieder korrigiert. Mit ihrem Wiederanstieg (Rückgang) in Höhe des induzierten Anteils muß daher gerechnet werden, was zusätzliche Inflationsimpulse auslösen kann.

Für die Geldpolitik ist es schwer, einen Beitrag zum Abbau der Geldüberhänge zu leisten, ohne mit anderen Zielen in einen scharfen Konflikt zu geraten. Wie die Erfahrung zeigt, vollziehen sich Korrekturen der induzierten Veränderungen der Umlaufsgeschwindigkeit und der Liquiditätspräferenz nur allmählich und erstrecken sich über Jahre. Eine knappere Bemessung des Geldmengenziels würde über die damit verbundenen Effekte (Verknappung der Bankenliquidität, Zinssteigerungen) unweigerlich Restriktionsdruck und konjunkturelle Risiken erzeugen, die im siebenten Aufschwungsjahr – bei anhaltend hoher Arbeitslosigkeit – keineswegs erwünscht sind. Mit einem Zuschlag von ½ Prozentpunkt für den autonomen Rückgang der Umlaufsgeschwindigkeit (Anstieg der Liquiditätspräferenz) hat die Bundesbank das Geldmengenziel für 1989 ohnehin zu knapp bemessen, wie unsere Berechnungen gezeigt haben. Die beste Strategie bleibt (natürlich): die Geldmengenziele einzuhalten, Geldüberhänge gar nicht erst aufkommen zu lassen.