

Sperber, Herbert; Sprink, Joachim

Article — Digitized Version

Geldmengenpolitik auf dem Prüfstand

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Sperber, Herbert; Sprink, Joachim (1990) : Geldmengenpolitik auf dem Prüfstand, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 70, Iss. 1, pp. 37-42

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136599>

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.

Herbert Sperber, Joachim Sprink

Geldmengenpolitik auf dem Prüfstand

Vor kurzem hat die Deutsche Bundesbank ihr Geldmengenziel für 1990 bekanntgegeben. Welcher geldpolitischen Strategie folgt dabei die Bundesbank, und wie stellt sich die Leistungsfähigkeit ihrer Politik im Lichte der Empirie dar?

Das eigentliche Operationsfeld der Geldpolitik ist der monetäre Sektor. Geldumlauf und Kreditversorgung sind indessen nicht allein von den Bedingungen auf monetären Märkten abhängig, sondern werden von realen Prozessen beeinflusst. Gleichzeitig will die Geldpolitik aktiv Einfluß auf die Entwicklung des güterwirtschaftlichen Bereichs nehmen. Die Erfolgchancen der Zentralbank stehen und fallen deshalb mit der Friktionslosigkeit der monetären „Transmission“, und zwar auf der *ganzen Strecke* von der Zentralbank bis in die Gütersphäre: Der monetäre Impuls, der von der Zentralbank ausgeht, muß die reale Sphäre möglichst rasch und unverfälscht erreichen¹.

Die bis 1974 verfolgte Strategie der Bundesbank des – je nach konjunkturellen Erfordernissen – fallweisen Einsatzes der Geldpolitik basierte auf einem starken Vertrauen in den reibungslosen Ablauf der kredittheoretischen Transmissionswege. Die Transmissionskette geldpolitischer Impulse weist indessen „Schwachstellen“ auf, die ganz besonders bei der keynesianischen Politik diskretionärer Eingriffe ins Gewicht fallen.

So gibt es offenbar Situationen, in denen der von der Zentralbank ausgesandte monetäre Impuls den realen Sektor gar nicht (oder nicht in vollem Ausmaß) erreicht, sondern in der finanziellen Sphäre steckenbleibt. Umgekehrt können die Banken (und Nichtbanken) dann eine kontraktive Politik der Zentralbank durch „Ausräumen“ ihrer Liquiditätsreserven konterkarieren. Bis zum Wirksamwerden geldpolitischer Maßnahmen kann mehr oder weniger lange Zeit vergehen. Dadurch erhöht sich die Gefahr, daß antizyklisch gedachte geldpolitische Maßnahmen bei einer inzwischen eingetretenen Änderung der Konjunkturlage prozyklisch wirken. Desweiteren erhärtete die Stagflation der 70er Jahre den Verdacht, daß die Geldpolitik lediglich kurzfristig die reale

Wirtschaftstätigkeit anregen könne und sie sich auf lange Sicht nur in den Preisen niederschlägt.

Vor diesem Hintergrund propagiert die von der Bundesbank heute praktizierte Verstätigungspolitik die Abkehr von der diskretionären „stop and go“-Politik. Damit verbunden ist die Abkehr vom keynesianischen Postulat der Nachfragesteuerung durch fiskalpolitische Maßnahmen. Die Geldmengenpolitik empfiehlt statt dessen die Orientierung des Geldsektors an der Entwicklung des Produktionspotentials. In der Grundtendenz ist die Geldmengensteuerung damit monetaristisch ausgerichtet. Grundpfeiler der monetaristischen Geldtheorie ist die Wiederbelebung der Quantitätsgleichung in der Form

$$\text{Geldmenge (M)} \times \text{Umlaufgeschwindigkeit (v)} \\ = \text{Reales Bruttosozialprodukt (Y}_R\text{)} \times \text{Preisniveau (P)}.$$

Diese tautologische Beziehung besagt, daß dem Güterkreislauf einer Volkswirtschaft ein gleich großer Geldkreislauf (in umgekehrter Richtung) gegenübersteht. Die Gleichung ist stets erfüllt (Identität), da die Umlaufgeschwindigkeit als „catch all“-Größe definiert ist; sie bündelt sämtliche Effekte, die auf die Höhe des (nominalen) Sozialprodukts und der Geldmenge einwirken.

Für die Umsetzung in geldpolitische Empfehlungen wird angenommen, Y_R seit weitgehend durch reale Faktoren bestimmt bzw. von monetären Maßnahmen (mehr oder weniger) unabhängig. Des weiteren sei v relativ invariant. Durch Änderungen der Geldmenge könnten somit das Preisniveau und das nominale Sozialprodukt weitgehend gesteuert werden. Das heißt, der (wie immer definierten) Geldgesamtheit wird ein *verlässlicher Einfluß* auf das gesamtwirtschaftliche Nominaleinkommen beigemessen². Das Ziel der Geldpolitik in diesem Umfeld besteht in der Vorgabe eines Geldmengenziels, d. h. eines monetären Rahmens, zur Sicherung der Geldwertstabilität. Dem Postulat der Konstanz der Wirtschaftspolitik folgend, könnten auf diesem Wege die Erwartungen der Marktteilnehmer stabilisiert werden.

Dr. Herbert Sperber, 36, und Dr. Joachim Sprink, 34, sind Mitarbeiter des Generalsekretariats, Abteilung Volkswirtschaft und Marktforschung der Dresdner Bank AG in Frankfurt/Main. Die Autoren geben in diesem Beitrag ihre persönliche Meinung wieder.

¹ Vgl. ausführlich R. Pohl: Die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 190 (1975), S. 1-28.

² Vgl. hierzu und im folgenden u. a.: BIZ: Jahresbericht 1986, Kapitel VI.

Nicht zuletzt könnte die Zentralbank autonomen Tarifparteien signalisieren, daß sie nicht bereit ist, die negativen Beschäftigungseffekte überhöhter Tarifabschlüsse inflationär aufzufangen.

Als Steuerungs-„Parameter“ der monetaristisch geprägten Geldpolitik kann die Geldbasis (B) betrachtet werden. Diese umfaßt die gesamte Reservehaltung der Banken und den Bargeldbestand der Nichtbanken³. Die Geldbasis besteht also ausschließlich aus von der Zentralbank bereitgestelltem (wenngleich teilweise schon von den Nichtbanken „verbrauchtem“) Geld und kann ohne Mitwirkung der Zentralbank in ihrer Höhe nicht verändert werden. Variationen der Geldbasis führen entsprechend dem Geldmultiplikator (m) zu Veränderungen der Geldmenge und letztlich zu gleichgerichteten Preisniveauänderungen.

Voraussetzung für die Funktionsfähigkeit der Geldmengensteuerung ist damit zusätzlich zu den oben genannten Bedingungen eine hinreichende Konstanz oder Prognostizierbarkeit des Geldmultiplikators. Der Geldmultiplikator reflektiert indessen außer den zentralbankpolitischen Maßnahmen auch das Portfolioverhalten der Banken und des Publikums. Änderungen in der Kreditgewährung und der multiplen Kreditschöpfung der Banken sowie Umschichtungen der Nichtbanken zwischen Bargeld und Einlagen oder innerhalb der verschiedenen Einlageformen schlagen sich im Multiplikator nieder. Der Geldmultiplikator kann also nicht – wie die Geldbasis – von der Zentralbank autonom „gesetzt“ werden; er ist vielmehr auch abhängig von der Geldnachfrage bzw. Liquiditätspräferenz der Geschäftsbanken und des Publikums⁴. Der monetaristische Ansatz unterstellt nun auch in dieser Beziehung eine ausreichende „Stabilität“ der Geldnachfrage und damit des Geldmultiplikators. Das würde bedeuten, daß die Zentralbank über eine Variation der Geldbasis die Geldmenge *zuverlässig steuern* kann⁵.

³ Vgl. J. von Hagen: Probleme der Geldmengenpolitik in der Bundesrepublik Deutschland, in: Geld und Währung, 2. Jg. (1986), S. 6-22. Zu den verschiedenen Geldbasis-Konzepten vgl. A. R o h d e : Mengensteuerung und Zinssteuerung, Berlin 1985, S. 21 ff.

⁴ Vgl. D. D u w e n d a g u. a.: Geldtheorie und Geldpolitik, 3. Aufl., Köln 1985, S. 132 ff.

⁵ Vgl. D. D u w e n d a g : Das Geld und seine Aufgabe – Geldfunktionen, Geldmenge, Geldwert, in: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 37. Aufl., S. 27-60, insbesondere S. 44.

⁶ Diese Aussage ist für sich allein genommen nicht unproblematisch. Denn die in der Geldbasis enthaltenen Reserven der Banken bestehen ja aus Überschuß- und Mindestreserven. Das hat zur Folge, daß z. B. eine Senkung der Mindestreservesätze die Geldbasis nur in ihrer Struktur, nicht jedoch in ihrer Höhe ändert: Vormalige Mindest- werden zu Überschußreserven. Die – von der Zentralbank intendierte – Ausleihung dieser (zusätzlichen) Überschußreserven führt indessen zu einem Anstieg der Geldmenge und damit des auf die Geldbasis bezogenen Geldmultiplikators. Das heißt, Änderungen des so definierten Multiplikators können durchaus zielkonform sein. Das monetaristische Konzept legt allerdings den Verzicht auf eine derartige Geldmengensteuerung durch Beeinflussung des Geldmultiplikators nahe.

Zentrale Kriterien für die Beurteilung der „Performance“ der in der beschriebenen Weise monetaristisch geprägten Geldpolitik der Bundesbank sind also die einzelnen „Glieder“ und „Verbindungsstücke“ der monetären Wirkungskette von der Zentralbank bis in den güterwirtschaftlichen Bereich. Die Wirkungskette wird beschrieben durch die „Doppel-Gleichung“:

$$B \times m = M = \frac{Y_R \times P}{v}$$

Folgende Kettenglieder verdienen dabei besondere Beachtung:

□ Zu beurteilen ist erstens die effektive Steuerbarkeit des gewählten Geldmengenaggregats. Diese mißt sich zum einen an der „Treffsicherheit“, mit der die Bundesbank ihre *Geldmengenziele* tatsächlich erreicht bzw. eingehalten hat. Die hier vorliegenden Beobachtungen lassen indessen die Frage nach der grundsätzlichen Fähigkeit der Bundesbank zur Lenkung der Geldmenge offen. Der Maßstab hierfür ist die Stabilität oder Prognostizierbarkeit des *Geldmultiplikators*; diese entscheidet über die „Richtungstreue“ geldpolitischer Impulse⁶.

□ Ein weiteres wichtiges Kriterium ist die Stringenz des Zusammenhangs zwischen dem als Zwischenziel dienenden monetären Aggregat und dem gesamtwirtschaftlichen Nominaleinkommen. Gegenstand der entsprechenden Analyse ist das Verhalten der *Umlaufgeschwindigkeit*.

□ Von Interesse sind schließlich die Ergebnisse hinsichtlich der *Dekomposition*, also der „Aufteilung“ des monetären Gesamteffektes auf die güterwirtschaftlichen Endziele Produktion und Preise.

Tabelle 1
Geldmengenziele¹ und ihre Realisierung

1975	8	(JV)	9,5	(JV)
1976	8	(JD)	9,2	(JD)
1977	8	(JD)	9,0	(JD)
1978	8	(JD)	11,4	(JD)
1979	6-9 ^a	(JV)	6,4	(JV)
1980	5-8 ^a	(JV)	4,8	(JV)
1981	4-7 ^a	(JV)	3,5	(JV)
1982	4-7 ^b	(JV)	6,0	(JV)
1983	4-7 ^b	(JV)	7,0	(JV)
1984	4-6	(JV)	4,7	(JV)
1985	3-5	(JV)	4,5	(JV)
1986	3,5-5,5	(JV)	7,8	(JV)
1987	3-6	(JV)	8,1	(JV)
1988	3-6	(JV)	6,7	(JV)
1989	etwa 5	(JV)	4,7 ^c	(JV)

(JV): im Jahresverlauf vom 4. Quartal zum 4. Quartal.
(JD): im Jahresdurchschnitt.

¹ 1975-1987: Zentralbankgeldmenge; 1988 und 1989: M 3.

^a Angestrebt wurde die untere Hälfte des Zielkorridors.

^b Angestrebt wurde die obere Hälfte des Zielkorridors.

^c Anstieg vom 4. Quartal 1988 bis September 1989 (umgerechnet auf Jahresrate).

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang zweifellos auch, daß die für die Geldmengensteuerung als Zielgröße zur Verfügung stehenden unterschiedlichen Geldgesamtheiten hinsichtlich der oben angeführten Kriterien unterschiedlich geeignet sein können⁷.

Geldmengenziele

Die Deutsche Bundesbank hat bis 1987 eine spezielle Geldmengenkonstruktion als Zielgröße der Geldpolitik definiert, die (von ihr) sogenannte Zentralbankgeldmenge. Nach zwei aufeinanderfolgenden Jahren mit erheblichen Zielüberschreitungen gab sie dann Anfang 1988 mit der Geldmenge M 3 eine geänderte Zielgröße bekannt. Gleichzeitig betonte sie, daß dies keine Änderung ihrer grundsätzlich stabilitätsorientierten Strategie sei⁸. Sie begründete den Wechsel mit technischen und statistischen Vorteilen von M 3 gegenüber der Zentralbankgeldmenge (ZBG), wobei aus internationaler Sicht sicherlich die bessere Interpretierbarkeit für M 3 spricht⁹.

Die Zentralbankgeldmenge und die Geldmenge M 3 weisen insofern eine Reihe gemeinsamer Merkmale auf, als beide Aggregate die monetäre Entwicklung in ihrer weiten Abgrenzung erfassen. Der wesentliche Unterschied besteht in der Gewichtung der Finanzaktiva. Als Vorteil von M 3 gegenüber der Zentralbankgeldmenge kann man die „Robustheit“ gegenüber Umschichtungen zwischen den verschiedenen liquiden Aktiva ansehen. Dies spricht eigentlich für geringere Schwankungen dieses Geldmengenaggregats.

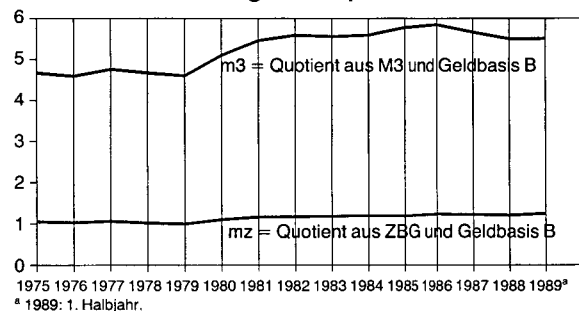
Gemessen an ihren jährlichen Vorgaben war die Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank dennoch nur teilweise erfolgreich (vgl. Tabelle 1). Im Zeitraum von

1979-1985 hielt der Zentralbankrat das Wachstum der Geldmenge recht präzise innerhalb des Zielkorridors. 1986, 1987 und 1988 gelang es der Deutschen Bundesbank jedoch nicht, die Expansion der Zentralbankgeldmenge bzw. der Geldmenge M 3 innerhalb der angestrebten Grenzen zu halten; die Vorgaben wurden zum Teil erheblich überschritten¹⁰.

Multiplikator: wechselhaft und steigend

Angesichts der beträchtlichen Verfehlungen der Geldmengenziele scheinen einige grundsätzliche Fragen angebracht zu sein, die sich auf das Vorliegen der theoretischen Voraussetzungen für eine erfolgversprechende monetäre Verfestigungspolitik in der Bundesrepublik beziehen. So zeigt sich zunächst eine sehr deutliche *Fluktuation* der Geldmultiplikatoren m_3 sowie m_z (vgl. Schaubilder 1 und 2). Die geforderte Stabilität des Zusammenhangs zwischen der Steuerungsvariablen Geldbasis und der Geldmenge ist tatsächlich nicht erkennbar. Selbst Mehrperiodenaussagen, egal auf welche Geldmengenabgrenzung bezogen, sind nicht unproblematisch, da sowohl Phasen zunehmender als auch Zeiträume abnehmender Multiplikatorwerte beobachtet werden können. Die mangelnde Stabilität des Multiplikators bzw. seine offenbar schlechte Prognostizierbarkeit sind folglich *Kernprobleme* der mengenorientierten Geldpolitik¹¹. Für das Jahr 1980, als die Bundesbank scharf bremste, zeigt sich z. B. ein rapider Anstieg des Multiplikators. Das heißt, hier wurde die Zen-

Schaubild 1
Geldmengenmultiplikatoren



⁸ Vgl. Deutsche Bundesbank: Methodische Anmerkungen zur geldpolitischen Zielgröße „M3“, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1988 (40. Jg.), S. 18-21.

⁹ Vgl. D. D u w e n d a g : Geldmengenpolitik: Eine schwierige Gratwanderung, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 2, S. 79-85; weiterhin G. M a i e r : Varianten der Geldmengensteuerung international, in: Die Bank, H. 6, 1984, S. 268-274.

¹⁰ Einer konsequenten Anwendung des monetaristischen Postulats der Stetigkeit bzw. Konstanz steht freilich bereits die von der Bundesbank gewählte Ausgestaltung ihrer Strategie entgegen. So formulierte sie die angestrebte Veränderung der ihr als Richtgröße dienenden Geldgesamtheit stets als jährliches Ziel und differenzierte überdies zwischen Verlaufs- und Durchschnittszielen (vgl. zur Begründung Deutsche Bundesbank: Die Deutsche Bundesbank – Geldpolitische Aufgaben und Instrumente, Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Nr. 7, Frankfurt 1987, S. 89 ff.). Der so geschaffene Spielraum für kurzfristige geldpolitische „Ausschläge“ ist enorm. Darüber hinaus änderte die Bundesbank ihre Vorgaben ab 1979 in einen Zielkorridor, nachdem sie bis dahin Punktziele formuliert hatte; für 1989 wurde erstmals die Formulierung „etwa“ 5% gewählt.

¹¹ An dieser Aussage ändert auch die in Fußnote 6 beschriebene Eigenart der Mindestreservpolitik nichts. Zwar hat die Bundesbank über fallweise Änderungen der Mindestreservesätze den Geldmultiplikator häufig „destabilisiert“. Sie konnte jedoch offenbar das Ausmaß der dadurch ausgelösten Schwankungen nicht genau kontrollieren. Dies zeigt einmal der Vergleich der Mindestreservesatz- und Geldmultiplikatorverläufe. Zum anderen spricht dafür die Entwicklung eines Geldmultiplikators, der auf die Überschußreserven bezogen ist. Auch hier ergeben sich starke Schwankungen, obwohl sich in den Überschußreserven letztlich sämtliche Zentralbankaktivitäten (wenn sie greifen) niederschlagen. Schließlich sind bei dem auf die Geldbasis bezogenen Multiplikator auch in den letzten beiden Jahren, in denen keine Mindestreservesatzvariation stattfand, deutliche Änderungen zu erkennen.

⁷ Zur Auswahl der geeigneten Geldmengengröße vgl. W. N e u b a u e r : Über die Unmöglichkeit einer monetaristischen Geldpolitik, in: Kredit und Kapital, 10. Jg. (1977), S. 65-90; A. O b e r h a u s e r : Kritische Thesen zu einer strikt potentialorientierten Geldmengenpolitik, in: A. G u t o w s k i (Hrsg.): Geldtheoretische Regelbindung: theoretische Entwicklungen und empirische Befunde, Berlin 1987, S. 123-132; M. J. M. N e u m a n n , J. v o n H a g e n : Theoretische und empirische Grundlagen von Geldmengenzielen und ihrer Realisierung, in: A. G u t o w s k i , a.a.O., S. 63-111.

tralbankpolitik durch Aktionen der Geschäftsbanken und des Nichtbankensektors zweifellos „unterlaufen“; nur ein Teil der Zunahme des Multiplikators dürfte auf die Absenkung der Mindestreservesätze in dieser Zeit zurückzuführen sein.

Darüber hinaus haben in den letzten zwanzig Jahren beträchtliche Veränderungen im Verhalten des privaten Sektors stattgefunden. So ist etwa seit 1972 eine verstärkte Tendenz zur längerfristigen Geldanlage erkennbar, die zeitweise zu Lasten der Bargeldhaltung ging. Seit 1986 ist wieder ein überproportionaler Anstieg der Bargeldhaltung zu verzeichnen. Zudem sind vorübergehende Umschichtungsprozesse zwischen den Anlageformen zu beobachten. Hier kann eine spürbare Zinselastizität der Geldnachfrage vermutet werden. Die Portfoliostruktur der privaten Nichtbanken ist offenbar in der Realität keinesfalls stabil.

Interessant ist zudem – und in dieser Hinsicht scheint der Multiplikator durchaus einer gewissen Systematik zu folgen – die Beobachtung, daß der Geldschöpfungsmultiplikator im Verlauf der 80er Jahre gestiegen ist. Dieser Trend deutet auf eine Zunahme der (aktiven und passiven) Geldschöpfungsfähigkeit der Banken sowie Nichtbanken hin: Eine bestimmte Menge disponibles Zentralbankgeld wird von den Kreditinstituten und vom Publikum heute in beträchtlich mehr Bankengeld „transformiert“ als vor zehn Jahren.

Rückläufige Umlaufgeschwindigkeit

Probleme für einen erfolgreichen Einsatz der Geldmengenpolitik ergeben sich jedoch nicht nur „links von der Quantitätsgleichung“. Der Blick auf die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeiten der Geldmenge M 3 sowie der Zentralbankgeldmenge (v3 sowie vz) belegt, daß auch hier für die gewählten Geldaggregate *keine Konstanz* besteht; allerdings liegt ein deutlicher Trend vor (vgl. Schaubild 3 und 4). Die Umlaufgeschwindigkeit geht seit Beginn der siebziger Jahre tendenziell zurück. Dies korrespondiert mit der gegenläufigen Entwicklung des Geldmengenmultiplikators in diesem Zeitraum: Es wird nämlich scheinbar immer mehr Bankengeld *erforderlich*, um den gleichen gesamtwirtschaftlichen Effekt zu erzielen. Die güterwirtschaftliche Wirksamkeit des Geldes geht zurück. Möglicherweise liegen die Ursachen in einer weiteren Ausdehnung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs – möglicherweise im Zusammenhang mit einer Ausdehnung der „Schattenwirtschaft“ – oder in der „Hortung“ von Geldbeständen¹².

¹² Vgl. D. Hiss, W. Schröder: Geldmengenpolitik in der Bundesrepublik Deutschland: Probleme der Steuerung und Interpretation, in: W. Filc u. a. (Hrsg.): Herausforderungen der Wirtschaftspolitik, Berlin 1988, S. 147-168.

Schaubild 2

Geldmengenmultiplikatoren: Veränderungsraten

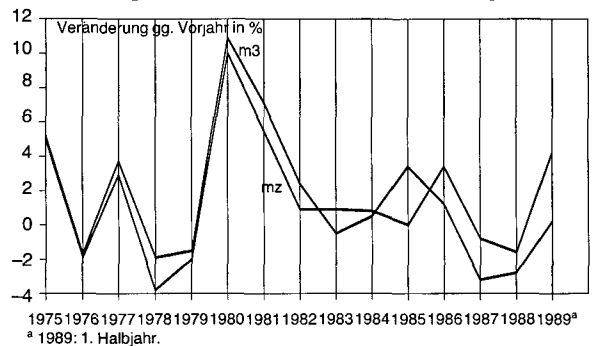


Schaubild 3

Umlaufgeschwindigkeiten

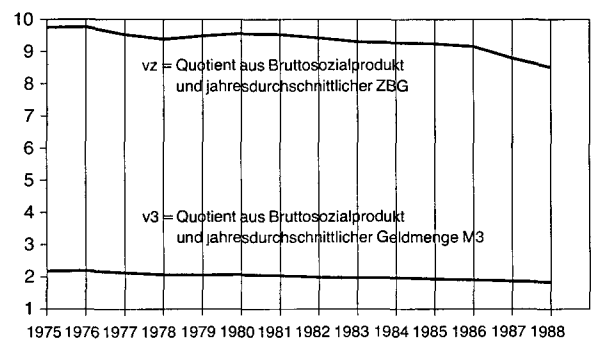


Schaubild 4

Umlaufgeschwindigkeiten: Veränderungsraten

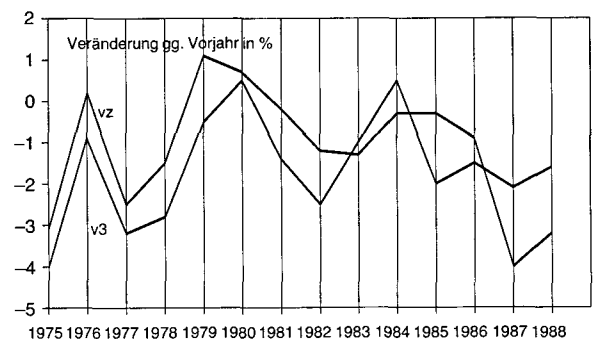


Schaubild 5

Geldmengenmultiplikatoren und Umlaufgeschwindigkeiten

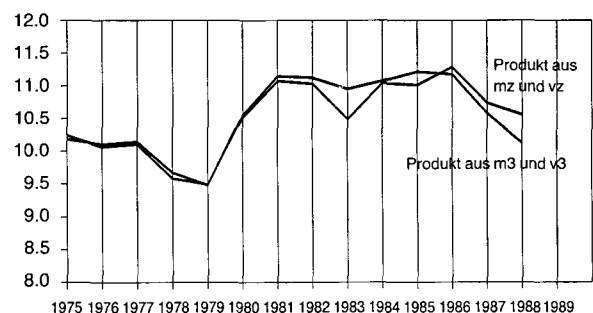


Schaubild 6
Sozialprodukt und Geldmengen:
Veränderungsraten

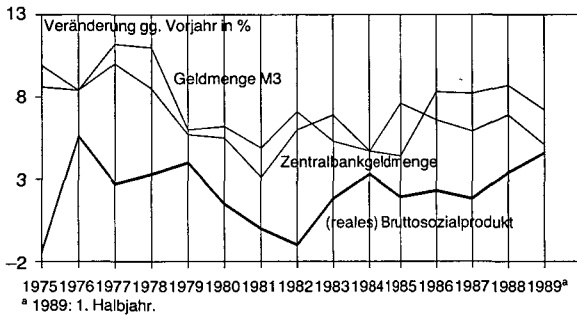


Schaubild 7
Preisniveau und Geldmengen:
Veränderungsraten

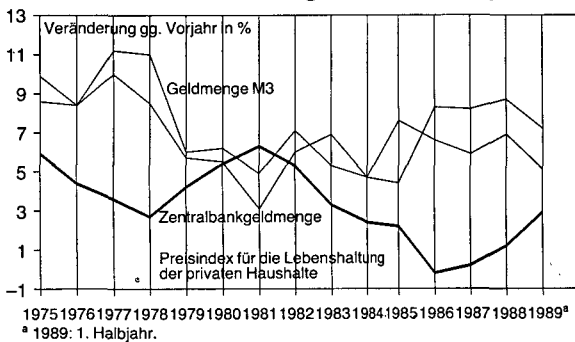


Schaubild 8
DM-Außenwert und Zentralbankgeldmenge:
Veränderungsraten

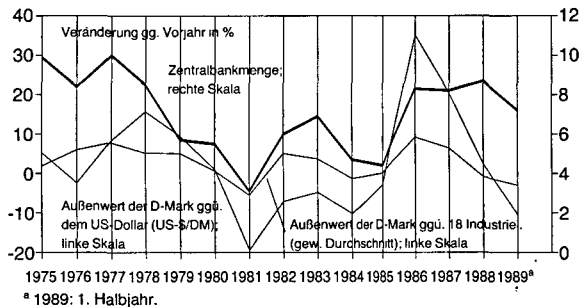
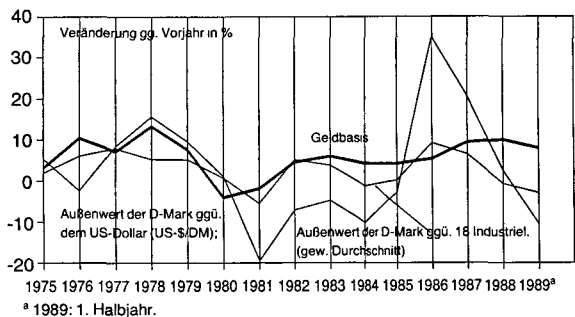


Schaubild 9
DM-Außenwert und Geldbasis:
Veränderungsraten



Ein Grund könnte auch darin bestehen, daß die von der Bundesbank verwendeten Geldgesamtheiten das für Güterkäufe tatsächlich relevante monetäre Potential nicht (mehr) zutreffend erfassen¹³.

Güterwirtschaftliche Effizienz

Aus den bisherigen Beobachtungen läßt sich noch keine Aussage über die güterwirtschaftliche Effizienz der *Geldpolitik* ableiten. Auskunft über die Wirksamkeit von Geldbasis-Variationen auf das nominale Sozialprodukt gibt vielmehr erst das *Produkt* aus Geldmultiplikator und Umlaufgeschwindigkeit. Diese Größe steht für das Verhältnis von nominalem Sozialprodukt zur Geldbasis und gibt somit an, mit welchem Faktor Geldbasis-Variationen in Sozialproduktsänderungen umgesetzt werden. Schaubild 5 zeigt, daß Schwankungen des Geldmultiplikators phasenweise (so zwischen 1981 und 1986) durch entgegengerichtete Bewegungen der Umlaufgeschwindigkeit kompensiert wurden, mit der Folge einer gewissen – für die politische Konzeption allerdings nicht antizipierbaren – „Stabilisierung“ der Gesamtwirkung. Andererseits wird wiederum deutlich, daß die Dispositionen der Privaten die Aktionen der Zentralbank durchaus konterkarieren können: Wie schon bei der isolierten Betrachtung des Multiplikators fallen die starken Ausschläge 1980/81 auf, deren Ursachen überwiegend als private „Abwehrmaßnahmen“ gegen den Restriktionskurs der Bundesbank zu deuten sind.

Insgesamt kann man folgern, daß abrupte Kurswechsel der Geldpolitik den Zusammenhang zwischen monetärer Steuerungsgröße und Zielgröße *lockern*. Interessant ist in diesem Zusammenhang ferner, daß keine der beiden Geldmengen, M 3 oder Zentralbankgeldmenge, der anderen überlegen ist, wenn man die Stabilität der Relation nominales Sozialprodukt zu Geldbasis als Kriterium heranzieht.

Dekomposition

Wie die Betrachtung zeigt, stehen der Transmission geldpolitischer Impulse erhebliche Barrieren im Wege. Einmal auf güterwirtschaftlichem Terrain angekommen, entfaltet der geldpolitische Impuls jedoch spürbare Wirkungen (vgl. Schaubilder 6 und 7). So ist eine relativ gute Beziehung zwischen der Expansion der Geldmenge und des realen Sozialprodukts festzustellen, wobei die Geldmenge einen Vorlauf von ein bis zwei Jahren aufweist. Monetäre Änderungen, die zu Geldmengenvariationen geführt haben, schlagen sich also durchaus in Produktionsänderungen nieder.

¹³ Vgl. B. Herz, W. Röger: Wechsel des monetären Zwischenziels, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 4, S. 163-168.

Auf längere Sicht reagieren dagegen die Preise. Der Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Wachstumsraten von Geldmenge und Preisniveau wird sichtbar, wenn man für die Geldmenge einen Vorlauf von zwei bis drei Jahren zugrunde legt. Unschwer erkennbar ist in Schaubild 6 der zeitversetzt nach unten gerichtete Trend bei beiden Größen in den Phasen 1978-85 (Geldmenge) und 1981-87 (Inflation): Die Bundesbank hat durch ihre bis Ende 1985 verfolgte Stabilitätspolitik die Inflation bis Ende 1987 erfolgreich „niedergezwungen“. Der (auch nach Bereinigung um Sondereinflüsse) beschleunigte Preisauftrieb seit Frühjahr 1988 reflektiert entsprechend die geldpolitische Kursänderung seit Ende 1985.

Konfliktfelder der Geldmengenpolitik

Entscheidend für die Beurteilung der geldpolitischen „Performance“ ist nicht nur die Frage, ob die Bundesbank ihren Zielen gerecht wird bzw. inwieweit sie dazu überhaupt fähig ist. Zu fragen ist vielmehr auch danach, ob die Bundesbank diese Ziele – in der jeweiligen Situation – auch tatsächlich durchzusetzen bestrebt ist. Stehen die Ziele Preisniveaustabilität sowie Verstetigung der Geldmengen- (und damit letztlich auch der Konjunktur-) Entwicklung wirklich immer an erster Stelle der geldpolitischen Prioritätenskala?

Das Problem der Geldpolitik unter diesem Aspekt ist letztlich das Problem der Wirtschaftspolitik schlechthin. Die zunehmende internationale Verflechtung der Volkswirtschaften und die damit einhergehenden exogenen Störungen behindern autonome konjunkturpolitische Konzepte. Das gilt im besonderen für eine so stark exportabhängige Volkswirtschaft wie die der Bundesrepublik. Die deutsche Zentralbank steht schon seit längerem immer wieder einmal vor dem Dilemma, sich zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Zielen entscheiden zu müssen¹⁴.

Schaubild 8 zeigt eindrucksvoll, daß die Bundesbank der Wechselkursstabilisierung hohe Bedeutung beimißt: Das Wachstum der Zentralbankgeldmenge schwankt im Gleichlauf mit der Veränderung des Außenwertes der D-Mark. Wie Schaubild 9 in Verbindung mit Schaubild 2 zeigt, gilt das gleiche – definitionsgemäß – für den zusammengefaßten Einfluß aus Geldbasis und Geldschöpfungsmultiplikator. Offensichtlich resultieren Änderungen der Zentralbankgeldmenge teilweise aus direkten Devisen- oder kompensierenden Geldmarktinterventionen der Zentralbank und damit verbundenen Variationen der Geldbasis. Zum anderen Teil gehen Änderungen der Zentralbankgeldmenge auf Schwankungen des Geldschöpfungsmultiplikators zurück, sind also geldnachfrageseitig bedingt. Im letzteren Falle wäre zu

überprüfen, ob die Bundesbank diese Geldnachfrageänderung – zum Beispiel über eine Änderung der Mindestreservesätze – „induziert“ hat. Bei all dem darf man allerdings nicht übersehen, daß exogene, vom Ausland einwirkende Einflüsse, wie etwa die Entwicklung der Rohstoffpreise, auch deutliche Spuren bei der Realisierung binnenwirtschaftlicher Ziele hinterlassen.

Ein weiteres Problem stellt für die Bundesbank die permanente Defizitsituation der öffentlichen Hand dar, und zwar nicht allein wegen der damit einhergehenden Belastung des Kapitalmarktes. Aufgrund des eingeschränkten finanziellen Handlungsspielraums der Fiskalpolitik sah sich die Bundesbank häufig veranlaßt, die verstetigende, potentialorientierte Geldmengenpolitik durch diskretionäre Maßnahmen zu „unterbrechen“. Sie hat damit versucht, einen Teil der eigentlich dem Staat obliegenden wirtschaftspolitischen Verantwortung zu übernehmen.

Die empirischen Ergebnisse deuten darauf hin, daß die Verfolgung jährlicher Geldmengenziele ein äußerst schwieriges Unterfangen darstellt. Sie stützen die Ansicht, daß die Geldmenge auf den Finanzmärkten durch die Portfolioentscheidungen der Marktteilnehmer entscheidend beeinflußt wird. Gleichermäßen schwierig ist es offenbar, über die Realisierung bestimmter Geldmengenziele die Entwicklung des nominalen Sozialprodukts auf kurze Sicht – das heißt binnen Jahresfrist – zu determinieren. Bei all dem ist es weitgehend unerheblich, welches der beiden Geldmengenkonstrukte (M3 oder ZBG) als Zwischenzielgröße zur Anwendung kommt.

Die Deutsche Bundesbank hat sich in der Vergangenheit dennoch nicht davon abhalten lassen, mit kurzfristig angelegten Maßnahmen den Wirtschaftsablauf diskretionär beeinflussen zu wollen. Die im theoretischen Konzept der Geldmengensteuerung verankerte (langfristige) Verstetigung des Geldmengenwachstums mit dem Ziel, die Unsicherheit über die zu erwartende monetäre und gesamtwirtschaftliche Entwicklung zu vermindern, konnte so nicht erreicht werden¹⁵. Die Bundesbank hat diesen Anspruch offensichtlich bewußt der Beibehaltung ihrer auf die Gegensteuerung zu exogenen Einflüssen gerichteten Handlungsfreiheit untergeordnet. Die zuweilen vertretene Forderung nach einem gänzlichen Verzicht auf das „Schneidern von Geldmänteln“ erscheint dennoch zu radikal. Denn immerhin ist es der bundesdeutschen Zentralbank gelungen, die jährlichen Wachstumsraten der Geldmenge *im Trend* zurückzuführen und damit die Inflation zu bremsen.

¹⁴ Vgl. D. Duwendag: Geldmengenpolitik . . . , a.a.O., S. 79 f.

¹⁵ Vgl. J. von Hagen: Probleme . . . , a.a.O.