

Pohl, Rüdiger; Neumann, Manfred J. M.; Reither, Franco

**Article — Digitized Version**

## Ist die Geldpolitik zu restriktiv?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Pohl, Rüdiger; Neumann, Manfred J. M.; Reither, Franco (1991) : Ist die Geldpolitik zu restriktiv?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 71, Iss. 9, pp. 435-444

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136795>

**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.*

# Ist die Geldpolitik zu restriktiv?

*Der Zentralbankrat hat mit seinen jüngsten geldpolitischen Beschlüssen das Signal gesetzt, monetäre Fehlentwicklungen nicht länger tolerieren zu wollen. Ist der geldpolitische Kurs der Bundesbank zu restriktiv? Professor Rüdiger Pohl, Professor Manfred J. M. Neumann und Dr. Franco Reither nehmen Stellung.*

Rüdiger Pohl

## Gegen eine weitere Verschärfung der geldpolitischen Restriktion

In diesem Beitrag wird die These vertreten, daß der geldpolitische Kurs des Jahres 1991 in Hinblick auf die gegebene wirtschaftspolitische Problemlage als angemessen betrachtet werden kann. Eine weitere Verschärfung des restriktiven Kurses wird jedoch als unnötig und konjunkturpolitisch riskant erachtet. Die Deutsche Bundesbank ist mit ihrer Politik bis an die Grenze des Vertretbaren gegangen.

In der ersten Hälfte des Jahres 1991 hielt die Bundesbank den Zinssatz am Geldmarkt zwischen 8,5% und 9%. Im Sommer hat die Bundesbank den monetären Bremsdruck leicht verschärft:

□ Die Herabsetzung des Geldmengenzieles 1991 auf 3% bis 5% (vorher 4% bis 6%) am 11. Juli 1991 löst zwar unmittelbar keine monetäre Kontraktion aus, da sich die Geldmenge M3 ohnehin unterhalb des

bisherigen Zielkorridors entwickelte. Doch war dies als ein Signal zu verstehen, daß die Geldpolitik „die binnen- und außenwirtschaftlich bedingten Preissteigerungstendenzen eng begrenzt“<sup>1</sup>.

□ Die Erhöhung des Diskontsatzes (auf 7,5%) und des Lombardsatzes (auf 9,25%) mit Wirkung zum 16. August 1991 verteuert dagegen die Refinanzierung der Banken und wirkt somit restriktiv. Der Diskontsatz erreicht seinen historischen Höchstwert, der Lombardsatz bleibt knapp darunter. Allerdings fiel die Erhöhung des Lombardsatzes unerwartet niedrig aus. Der Spielraum für einen Anstieg des Geldmarktzinses wurde nur um zwei Zehntel Prozentpunkte erhöht. Somit ist der restriktive geldpolitische Kurs nur leicht verschärft worden.

Eine zusätzliche Verschärfung des restriktiven Kurses ist unnötig

und konjunkturpolitisch riskant. Zwar nimmt der Inflationsdruck im Sommer 1991 weiter zu, wie es bereits seit einigen Monaten aufgrund der angekündigten Lohnforderungen, der hohen Staatsdefizite und der starken Nachfrageexpansion bei insgesamt ausgelasteten Produktionskapazitäten vorauszusehen war<sup>2</sup>. Aber gegen die Inflationskräfte hat die Bundesbank hohe monetäre Hürden aufgebaut.

Dem in der Abbildung verwendeten Indikator für den Inflationsdruck liegt die Vorstellung zugrunde, daß

<sup>1</sup> Deutsche Bundesbank: Überprüfung des Geldmengenzieles 1991, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1991, S. 14.

<sup>2</sup> Bereits im Herbst 1991 rechnete der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung für 1991 mit einem Preisanstieg beim Privaten Verbrauch von 3 1/2 %. Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1990/91, Tabelle 49. Den gleichen Wert erwartete die Bundesregierung in ihrem Jahreswirtschaftsbericht 1991.

die Geldpolitik neben dem aktuellen Niveau der Inflationsrate auch die Tendenzen (Beschleunigung oder Verlangsamung des Preisauftriebs) berücksichtigen muß. Daher wird hier der Indikator für den Inflationsdruck als Mittelwert aus der Preissteigerungsrate des laufenden Monats und der Preissteigerungsrate sechs Monate später berechnet. Für die Vergangenheitswerte des Indikators sind die realisierten Preissteigerungsrate eingesetzt worden. Am aktuellen Rand müssen dagegen die für die nächsten sechs Monate erwarteten Preissteigerungsrate berücksichtigt werden.

Für geldpolitische Überlegungen sollte man die Inflationsrisiken eher zu ernst nehmen als zu leicht. Daher ist hier für die nächsten Monate ein relativ pessimistisches Inflations-szenario unterstellt worden. Es wird angenommen, daß die Preise nach dem durch Steueranhebungen verursachten Preissprung im Juli 1991 von Monat zu Monat mit einer Rate von 0,3% (das entspricht einer Jahresrate von 3,7%) weiter steigen. Pessimistisch ist dieses Szenario deswegen, weil damit unterstellt wird, daß sich der konjunkturell bedingte Preisauftrieb bis ins Frühjahr nächsten Jahres hinein trotz der monetären Restriktion und der erwarteten konjunkturellen Verlangsamung nicht abschwächt. Unter diesen Bedingungen steigt der Inflationsdruck bis zu einem Wert von 4,8% (September).

Dem Indikator für den Inflationsdruck ist in der Abbildung der Tagesgeldsatz als Indikator für den geldpolitischen Kurs der Bundesbank gegenübergestellt worden. Der Tagesgeldsatz indiziert die geldpolitischen Aktivitäten besonders gut, weil sich hierin die Konditionen widerspiegeln, zu denen die Bundesbank den Banken Refinanzierungsmittel bereitstellt<sup>3</sup>. Für die Monate August und September 1991 sind Schätzwerte

für den Tagesgeldsatz (9,1% und 9,2%) angesetzt worden.

Wie man der Abbildung entnehmen kann, ist der geldpolitische Restriktionsgrad – gemessen an der Höhe des Tagesgeldsatzes – im Vergleich zum Inflationsdruck bereits seit Anfang 1990 hoch. Einen Tagesgeldsatz von 9% hatte es zuletzt 1982 gegeben, damals bei noch höherem Inflationsdruck. Die Bundesbank hat also die monetären Hürden gegen eine inflationäre Beschleunigung hochgeschraubt. Geldpolitische Versäumnisse bei der Inflationsbekämpfung sind nicht festzustellen. Zusätzlicher geldpolitischer Restriktionsbedarf besteht aber auch nicht.

Dies gilt um so mehr, als der Indikator des Inflationsdrucks gegenwärtig überhöhte Werte ausweist, weil in den Preissteigerungsrate eine durch die Steueranhebungen vom 1. Juli 1991 ausgelöste Komponente enthalten ist. Diese Komponente ist nicht Ausdruck von Inflation, und sie rechtfertigt daher auch keine geldpolitischen Gegenmaßnahmen (ebenso wie sie auch keine zusätzlichen Lohnsteigerungen rechtfertigt). Der von Steuereffekten bereinigte Inflationsdruck ist gegenwärtig niedriger, als hier ausgewiesen wurde. Im Vergleich dazu ist der geldpolitische Restriktionsgrad eher als überhöht, allenfalls als „gerade noch angemessen“ zu werten.

### Die monetären Bremsen greifen

Daß eine scharfe Restriktionspolitik erst allmählich zu einer Beruhigung beim Preisauftrieb beitragen kann, liegt an den Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik. Weder kann die Bundesbank den Lohnkostenauftrieb unmittelbar bremsen, noch kann sie den Preiseffekt von Erhöhungen der indirekten Steuern unterbinden. Aber die monetäre Restriktion wird den Preisauftrieb allmählich abflauen lassen, denn mit den hohen Zinsen ist die Inflationsfinanzierung für die Wirtschaft bereits sehr teuer geworden.

Auch der Anstieg der monetären Aggregate wurde auf niedrigem Niveau gehalten. Die Bundesbank hat sich für 1991 zunächst ein Geldmengenziel gesetzt, wonach die Geld-

Die Autoren  
unseres  
Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Rüdiger Pohl, 46, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Fernuniversität Hagen und Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.*

*Prof. Dr. Manfred J. M. Neumann, 50, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften, insbesondere Wirtschaftspolitik, und Direktor des Instituts für Internationale Wirtschaftspolitik der Universität Bonn.*

*Dr. Franco Reither, 45, Privatdozent, ist Leiter der Forschungsgruppe Monetäre Analysen, Grundsätze der Geldpolitik, in der Abteilung Konjunktur, Geld und öffentliche Finanzen des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

<sup>3</sup> Mitunter wird der instrumentelle geldpolitische Charakter des Tagesgeldsatzes bestritten. Tatsächlich steuert die Bundesbank die Bankenrefinanzierung über die Bankraten (Diskontsatz, Lombardsatz, Pensionssatz), was sich unmittelbar auf den Tagesgeldsatz auswirkt. Auch die Bundesbank selbst nimmt den Tagesgeldsatz ins Visier, wenn sie zum Beispiel schreibt, daß sie „die Zinssenkungen ausländischer Notenbanken nicht mitvollzogen, sondern den Tagesgeldsatz bei geringen Schwankungen unterhalb des Lombardsatzes (von 9 %) gehalten“ hat. Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, Juni 1991, S. 10.

menge M3 gegenüber dem vierten Quartal 1990 mit einer Rate von 4% bis 6% wachsen sollte. Die Geldmenge liegt jedoch im bisherigen Verlauf des Jahres unterhalb des Zielpfades. So betrug die Veränderungsrate der Geldmenge M3 (Jahresrate gegenüber dem 4. Quartal 1990) im

Januar 1991	1,6%
Februar 1991	3,5%
März 1991	4,3%
April 1991	3,4%
Mai 1991	3,5%
Juni 1991	3,4%.

Man muß dem gegenwärtigen Geldmengenanstieg von rund 3,5% nur den für dieses Jahr prognostizierten Anstieg des nominalen Brutto sozialprodukts von 8% gegenüberstellen, um zu erkennen, wie knapp die Geldversorgung derzeit ist.

Nun hat die Bundesbank ihr Geldmengenziel für 1991 herabgesetzt. Damit signalisiert sie, daß sie den verlangsamten Geldmengenanstieg für angemessen hält. Nach dem alten Geldmengenziel wären jetzt sogar Zinssenkungen erforderlich gewesen. Das wäre ein falsches Signal gewesen. Noch nimmt der Inflationsdruck zu; noch steht die D-Mark an

den Devisenmärkten unter Druck; noch gibt es keine überzeugende Perspektive für die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. Die knappe Geldversorgung gilt es weiterzuführen – aber nicht zu verschärfen.

**Kein monetärer Überhang**

Gelegentlich werden weitere Zinsanhebungen gefordert, um den „Geldüberhang“, der mit der deutsch-deutschen Währungsunion entstanden sei, abzuschöpfen. Diese Forderung basiert auf einer Fehleinschätzung. Das starke Anschwellen der Geldmenge durch die deutsch-deutsche Währungsunion ist vor allem auf strukturelle Unterschiede in den westdeutschen und in den ostdeutschen Portefeuilles zurückzuführen. Die folgenden Zahlen zeigen die Zunahme einzelner Positionen der konsolidierten Bilanz durch die deutsch-deutsche Währungsunion im Juli 1990:

Aktiva des Bankensystems	9,0%
Passiva des Bankensystems	9,0%
darunter	
Geldmenge M3	14,5%
Geldkapital	1,6%
nachrichtlich:	
BSP 2. Halbj. 1990	8,3%

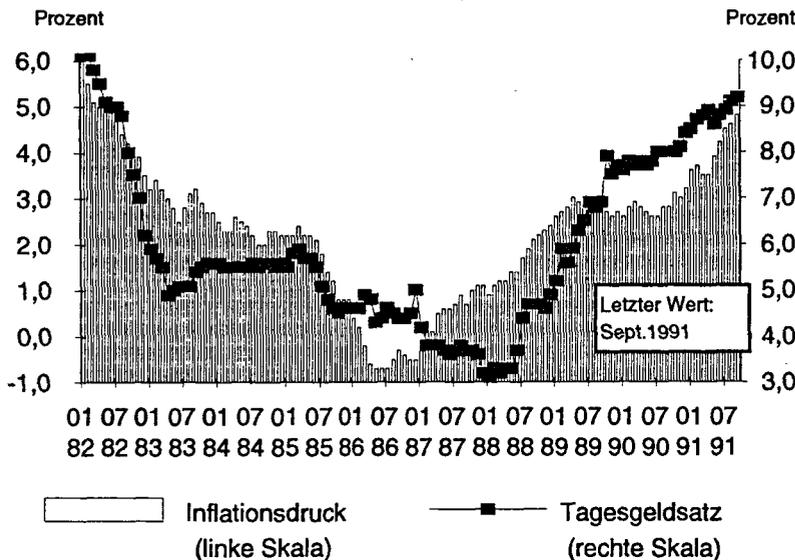
Bankaktiva und -passiva sind also durch die Währungsunion mit nahezu der gleichen Rate gestiegen wie das Brutto sozialprodukt. Es kann also überhaupt keine Rede davon sein, daß die monetären Aktiva übermäßig gestiegen seien.

Wohl aber hat es Struktureffekte gegeben. Geldkapital spielte in der ehemaligen DDR so gut wie keine Rolle. Daher ist das Geldkapital nur um geringe 1,6% gestiegen. Wenn man im Geldmengenvergleich vor und nach der Währungsunion hohe Steigerungsraten feststellt, hat das nichts mit Überliquidisierung zu tun, sondern lediglich mit dem strukturellen Mangel an Geldkapital in Ostdeutschland.

Man kann davon ausgehen, daß in den ostdeutschen Portefeuilles der Anteil der Geldmenge zurückgeführt und der Anteil des Geldkapitals ausgeweitet werden wird. Dadurch wird der vermeintliche Geldüberhang wegschmelzen. Dieser Prozeß ist bereits im Gang. Durch die Währungsunion war der Anteil der Geldmenge M3 an den gesamten Bankpassiva zunächst von 37% auf 39% gestiegen. Seitdem nimmt der M3-Anteil jedoch wieder ab. Im Mai 1991 erreichte er bereits den Wert von 37,7%. Die Struktur der Bankpassiva entwickelt sich also auch unter Einbeziehung der ostdeutschen Konten in die geldpolitisch gewünschte Richtung. Zusätzliche geldpolitische Aktivitäten sind nicht erforderlich.

**Konjunkturelle Talfahrt**

Was die Wirtschaft in der derzeit labilen Konjunkturlage treffen würde, wären weitere Steigerungen der langfristigen Zinsen. Was die Bundesbank nur festlegt, sind die kurzfristigen Zinsen. Kann man durch Anhebung der kurzfristigen Zinsen nicht die langfristigen Zinsen senken? Die Bundesbank beruft sich auf die Erfahrung vom Februar diesen



Jahres: „Der im Januar einsetzende fühlbare Rückgang der Kapitalmarktsätze wurde zunächst durch Zinssenkungsimpulse, die von wichtigen ausländischen Finanzplätzen ausgingen, maßgeblich gefördert. In die gleiche Richtung wirkte Anfang Februar die Diskont- und Lombardsatzanhebung der Bundesbank. Sie stärkte offensichtlich das Vertrauen der Anleger in die längerfristige Stabilität der D-Mark und hatte gerade am ‚langen Ende‘ des Anleihemarktes einen stärkeren Zinsabbau zur Folge...“<sup>4</sup>

Diese Argumentation vermag nicht zu überzeugen. Der Kapitalmarktzins befand sich bereits auf dem Abwärtstrend, als die Bundesbank Anfang Februar Diskont- und Lombardsatz anhob. Dies rührte –

hier ist der Bundesbank zuzustimmen – von den ausländischen Finanzmärkten her. Die Bundesbank hat diesen Trend für sich genutzt. Auch die vorangegangene Lombardsatzanhebung vom 6. Oktober 1990 fiel in eine Phase, in der vom Ausland her Zinssenkungstendenzen vorlagen, die auch den deutschen Kapitalmarktzins nach unten gedrückt hatten. Wenn Zinsdruck vom Markt her gegeben ist, kann man die kurzfristigen Zinsen anheben, ohne unmittelbare Kapitalmarktzinseffekte zu erzielen. Doch sind diese Konstellationen die Ausnahme. In der Regel entwickelt sich der Kapitalmarktzins in die gleiche Richtung wie der Tagesgeldsatz. Nach einer groben Faustformel kann man davon ausgehen, daß ein Anstieg des Tagesgeldsatzes um 1 Prozentpunkt zu

einem Anstieg des Kapitalmarktzinses um 0,5 Prozentpunkte führt.

Die Vorstellung, mit Anhebungen der kurzfristigen Zinssätze könne man den konjunkturell entscheidenden langfristigen Zins drücken, sollte nicht zur Leitlinie der Geldpolitik werden. Zinsanhebungen – wenn sie denn am Geldmarkt fühlbar werden – treiben den Kapitalmarktzins tendenziell nach oben. Dies können wir in der gegenwärtigen konjunkturellen Phase nicht brauchen. Jedenfalls wäre es falsch, auf jedes neue Preissignal hin die Zinsen anzuheben. Eine solche Strategie drohte, die Schraube zu überdrehen. Die Bundesbank muß sich vor dem konjunkturellen Overkill hüten.

<sup>4</sup> Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, Juni 1991, S. 16 f.

## VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

Bodo B. Gemper (Hrsg.)

### INTERNATIONALE KOORDINATION UND KOOPERATION

Mit Beiträgen von: Dr. Rudolf Wassermann, Günter Diehl, Prof. Dr. Franz Blankart, Dr. Horst Friedrich Wünsche, Prof. Dr. Ekkehard Birnstiel, Dr. Stephan Bieri, Dr. Gerhard Maier, Dr. Rolf Dittmar, Dr. Otto G. Mayer, Dr. Horst Bockelmann, Prof. Dr. Helmut W. Jenkis, Dr. Bettina S. Hurni, Dr. Robert Fecht, Dr. Franz Josef Trouvain, Prof. Dr. Bodo B. Gemper, Dr. Wilhelm Schönfelder

Das fünfzehnte Walberberger System-Symposion setzte sich mit der These auseinander, daß es leichter und zügiger gelinge, Grundprobleme und aktuelle Streitfragen zwischen Ländern zu lösen, wenn im Vorfeld offizieller Verhandlungen, im Stillen, an der Sache orientiert und ohne Rücksichtnahme auf Außenwirkung in der Öffentlichkeit diskutiert wird. Die Beiträge und Referate des Symposiums sind in dem vorliegenden Band zusammengefaßt. Sie befassen sich mit der „stillen Diplomatie“ und ihrer Wirkung auf die Qualität von Entscheidungen und Problemlösungen.

Großoktav,  
215 Seiten, 1990  
brosch. DM 59,-  
ISBN 3.87895-401-8

VERLAG WELTARCHIV GMBH – HAMBURG

Manfred J. M. Neumann

## Die Bundesbank sollte sich nicht beirren lassen

**G**eldpolitik wird fast immer kontrovers beurteilt. Dies ist normal und liegt in der Natur der Sache. Ein Hauptgrund ist darin zu sehen, daß sich die quantitativen Wirkungen der Geldpolitik nur schwer abschätzen lassen. Das gilt sowohl hinsichtlich der kürzerfristigen Beeinflussung von Produktion und Beschäftigung als auch der mittelfristigen Bestimmung der allgemeinen Preissteigerungsrate. Einen weiteren Grund bildet eine gewisse ökonomische Ungebildetheit, die es erlaubt, Änderungen der kurzfristigen Leitzinssätze mit Änderungen der längerfristigen Zinssätze am Kapitalmarkt gleichzusetzen. Mitunter zeigt sich auch eine gewisse Scheinheiligkeit. Mancher Kritiker der Bundesbank will nicht zugeben, daß er das Ziel der Geldwertstabilität für nachrangig ansieht.

Einen entscheidenden Unterschied zu früheren Diskussionen der Geldpolitik bildet der besondere Umstand, daß die Beurteilung der ökonomischen Auswirkungen des Vollzugs der deutschen Einheit großen Unsicherheiten unterliegt. Schon frühzeitig, nämlich Anfang 1990, wurde im Ausland die Frage gestellt, ob nicht die Finanzierung der deutschen Einheit eine zu expansive Geldpolitik und daher eine Inflationswelle erzwingen werde. In Deutschland wurden solche Befürchtungen nicht besonders ernst genommen, und tatsächlich war die allgemeine Preisentwicklung bis vor kurzem nicht auffällig. Auch die Bundesbank war nicht übermäßig besorgt. Noch im April 1991 verwies sie in ihrem Jahresbericht für 1990 auf das „milde Preisklima“ und bezeichnete das ursprüngliche Geldmengenziel

für 1991 von 4% bis 6% als ausreichend, um etwaige Inflationsrisiken einzugrenzen. Seit Mitte dieses Jahres hat sich diese Einschätzung deutlich geändert. Das Geldmengenziel wurde auf 3% bis 5% gekürzt, und die Leitzinssätze wurden heraufgesetzt, um Spielraum für eine Liquiditätsverknappung zu schaffen.

Lassen diese Maßnahmen den Schluß zu, daß die Geldpolitik jetzt „zu restriktiv“ ist? Die Prüfung dieser Frage setzt eine Klärung des anzulegenden Maßstabs voraus. Dafür gibt es alternative Konzepte: das keynesianische Konzept der Konjunkturstabilisierung und das monetaristische Konzept der Potentialorientierung.

Nach dem keynesianischen Konzept hat die Geldpolitik primär für die Stabilisierung der realen Konjunktur zu sorgen. Steigt das reale Wachstum über die Trendrate, hat die Geldpolitik zu bremsen. Wird dies unterlassen, so ist die Geldpolitik „zu expansiv“. Entsprechend gilt für die Phase eines unterdurchschnittlichen Wachstums: die Geldpolitik ist „zu restriktiv“, wenn sie nicht für eine monetäre Stimulierung der Konjunktur sorgt, die eine Rückkehr zum Wachstumstrend ermöglicht. Der offensichtliche Nachteil des keynesianischen Konzeptes ist, daß es keine Norm enthält, die Geldwertstabilität verankert.

Nach dem alternativen Konzept mittelfristiger Potentialorientierung hat die Geldpolitik primär für Geldwertstabilität zu sorgen. Sie erreicht das durch ein stetiges Wachstum der Geldmenge in Höhe der Summe von

Wachstum des Produktionspotentials und einer mit dem Ziel der Preisstabilität zu vereinbarenden, normativen Preissteigerungsrate von bis zu 2%, abzüglich der Trendrate der Umlaufgeschwindigkeit.

Eine so eingestellte Geldpolitik ist weder „zu expansiv“ noch „zu restriktiv“; gleichwohl wirkt sie auf den realen Prozeß expansiv oder restriktiv, je nach der Bewegung der aktuellen Konjunktur relativ zum Potentialtrend. Dagegen ist die Geldpolitik „zu expansiv“, wenn sie anhaltend für ein Geldmengenwachstum sorgt, das relativ zum Potentialpfad zu hoch ist und daher entsprechende Inflationserwartungen auslöst. Umgekehrt ist sie „zu restriktiv“, wenn das Wachstum der Geldmenge für längere Zeit unter den Potentialpfad gedrückt wird, so daß Deflationserwartungen geweckt werden.

Die Rückführung eines „zu expansiven“ Wachstums der Geldmenge zum Potentialpfad wirkt natürlich restriktiv. Sie ist aber im Sinne des Konzeptes nicht „zu restriktiv“, weil sie das zuvor geschaffene Inflationspotential abbaut. Fällt die Rückführung in eine Zeit erheblicher Konjunkturabschwächung, so ist allerdings eine angekündigte schrittweise Reduktion ratsam, um einen Kollaps der Konjunktur zu vermeiden.

### Die Potentialsicht

Eine Beurteilung der aktuellen Lage erfordert einen Blick zurück, weil die aktuelle Preisniveaumentwicklung nicht durch die laufende, sondern die vergangene Geldmengenentwicklung bestimmt ist. Um der be-

sonderen Unsicherheit Rechnung zu tragen, wie der durch die Währungs- umstellung in den neuen Bundeslän- dern bewirkte Geldmengensprung zu beurteilen ist, werden zwei Analy- sen vorgenommen. Zuerst wird ge- prüft, welche Geldmengenauswei- tung aus heutiger Sicht potentialge- recht gewesen wäre. Da die Umlauf- geschwindigkeit des Geldes sich seit 1989 erheblich von ihrem Trend nach oben entfernt hat, wird anschließend im Rahmen einer Halbjahresrech- nung die monetäre Entwicklung ein- gehender untersucht.

Tabelle 1 zeigt, welches Wachs- tum der Geldmenge M3 potentialge- recht gewesen wäre, wenn man das 4. Quartal 1989 als Ausgangszeit- punkt wählt, obwohl schon damals die Geldversorgung reichlich war. Die potentialgerechte Zielrate für 1990 berücksichtigt eine normative Preissteigerungsrate von 2%, ein Wachstum des westdeutschen Pro- duktionspotentials von 2,5% und ei- nen Beitrag des ostdeutschen Pro- duktionspotentials von 9%. Außer- dem wird eine geschätzte Trendrate des Rückgangs der Umlaufge- schwindigkeit von 1,3% berücksich- tigt. Demnach wäre für 1990 eine Zu- nahme von M3 um 14,8% potential- gerecht gewesen. Tatsächlich über- schritt M3 zum 4. Quartal 1990 das Vorjahresniveau aber um 19,2% und lag damit um 4,4% zu hoch.

Für 1991 wird eine Zuwachsrate angesetzt, die auf den gleichen An- nahmen hinsichtlich Umlaufge- schwindigkeit und normativer Preis- steigerungsrate beruht und die von der Bundesbank angegebene Rate des gesamtdeutschen Potential- wachstums von 2,25% berücksich- tigt. Demnach wäre eine Zuwachs- rate von 5,55% angemessen. Mit die- ser Rate ist der für Ende 1990 als po- tentialgerecht bestimmte Geldmen- genbestand fortzuschreiben. Tabelle 1 zeigt, daß die tatsächliche Entwick- lung dieser Norm nicht entsprechen

**Tabelle 1**  
**Potentialorientiertes Wachstum der Geldmenge M3**

4. Quartal	Potential- gerechte Zielrate %	M3 potential- orientiert Mrd. DM	M3 faktisch Mrd. DM	Expansiver Überschuß %
1989		–	1,218	–
1990	14,8	1,398	1,460	4,4
1991	5,55	1,476	1,504 - 1,533 <sup>a</sup>	1,9 - 3,9

<sup>a</sup> Bei Ausweitung der Geldmenge um 3% bis 5%.

wird. Hält sich die Bundesbank an ihr revidiertes Geldmengenziel von 3% bis 5%, so wird nämlich die Geld- menge M3 im 4. Quartal 1991 um rund 2% bis 4% höher liegen als nach dieser Potentialrechnung an- gebracht wäre.

Legt man also als Beurteilungskri- terium das mittelfristige Konzept der Potentialorientierung an, so ist der Schluß unvermeidlich, daß die Geld- politik gegenwärtig nicht „zu restriktiv“, sondern „zu expansiv“ ist. Dabei ist zu bedenken, daß der Geldmen- genüberschuß auf sogar 3,5% bis 5,5% anzusetzen wäre, wenn man der Bundesbank folgend die nega- tive Trendrate der Umlaufgeschwin- digkeit von M3 mit jährlich nur 0,5% statt 1,3% annehmen würde.

Tatsächlich hat sich die Umlaufge- schwindigkeit aber ganz anders ent- wickelt, als nach dem bisherigen Trendverlauf anzunehmen war. Des- halb ist die Potentialbetrachtung durch eine Analyse der tatsächlichen Entwicklung zu ergänzen.

### Der monetäre Überhang

Tabelle 2 zeigt anhand von Zu- wachsraten gegenüber dem ver- gleichbaren Vorjahreszeitraum, daß die Bundesbank in der Zeit vor der Erweiterung des Währungsgebietes der D-Mark eine Politik der Verlang- samung des Geldmengenwachs- tums betrieben hatte. Mit der Wäh- rungsumstellung in den neuen Bun- desländern änderte sich die Lage

schlagartig. Zum einen kam es um- stellungsbedingt zu einer Auswei- tung der Geldmenge M3 um 14,9%, zum anderen stieg das durchschnitt- liche Wachstum der Geldmenge M3 in Westdeutschland von 4,3% auf 5% im Vorjahresvergleich. Damit ent- stand ein erheblicher Geldmengen- überhang.

In Tabelle 2 wird eine vereinfachte Berechnung des tatsächlichen Über- hangs vorgenommen, die das nomi- nale Bruttosozialprodukt berück- sichtigt. Im 2. Halbjahr 1990 lag die gesamtdeutsche Geldmenge M3 um durchschnittlich 19,9% über dem Vorjahresstand des westdeutschen Geldbestandes. Zieht man den BSP- Anteil Ostdeutschlands (8,3%) und das westdeutsche BSP-Wachstum (8,9%) ab, so ergibt sich eine berei- nigte Zuwachsrate für M3 von 2,7%. Zu addieren ist die gemessene Zu- wachsrates der Umlaufgeschwin- digkeit des westdeutschen M3-Bestan- des (3,9%).

Der tatsächliche Überhang der Geldmenge M3 betrug somit 6,6%. Diese Rate ist wie folgt zu interpre- tieren: Hätte sich in Ostdeutschland die Umlaufgeschwindigkeit wie in Westdeutschland entwickelt, dann hätte die monetäre Gesamtnach- frage im 2. Halbjahr 1990 das west- deutsche Vorjahresniveau um 23,8% statt um 17,2% (19,9 - 2,7) übertröfen. Die zusätzliche Nachfrage von 6,6% hätte ein höheres Leistungsbi- lanzdefizit und zugleich wesentlich stärkere Preissteigerungen indu-

**Tabelle 2**  
**Analyse von Geldmengenzuwachsraten<sup>1</sup>**

	1989	Periode 1990		1991* 1. Hj.
		1. Hj.	2. Hj.	
<b>Geldmenge M3</b>		%		
Gemessene Rate	5,6	4,3	19,9	20,2
Bereinigt um BSP-Anteil Ost und BSP-Wachstum West	–	–	11,6	12,1
Umlaufgeschwindigkeit (West) M3-Überhang	0,9 0	2,8 0	3,9 6,6	0/–1,3 2,7/1,4
<b>Geldmenge M1</b>				
Gemessene Rate	6,3	3,4	22,8	27,1
Bereinigt um BSP-Anteil Ost und BSP-Wachstum West	–	–	14,5	19,0
Umlaufgeschwindigkeit (West) M1-Überhang	0,2 0	3,7 0	3,4 9,0	0/–1,1 9,6/8,5
<b>Nachrichtlich</b>				
Reales Wachstum	3,8	3,9	5,2	4,5
Preisanstieg (BSP-Deflator)	2,7	3,2	3,7	4,9

<sup>1</sup> Gegenüber dem Vorjahreszeitraum auf der Basis durchschnittlicher Geldbestände.  
<sup>a</sup> Teilweise geschätzt.

ziert. Glücklicherweise trat dies nicht ein, weil die ostdeutschen Haushalte ihre relativ zum Einkommen zu große Kassenhaltung nicht in stärkerem Maße abbauten und somit die gemessene Umlaufgeschwindigkeit ihrer M3-Bestände mit einem Wert von 1,2 nur etwa 60% des westdeutschen Niveaus (2,0) erreichte.

Es ist wichtig zu beachten, daß es sich bei dem ausgewiesenen M3-Überhang nicht um eine Besonderheit dieser Geldmengenabgrenzung handelt, sondern um ein allgemeines Phänomen. Für die engere Geldmengenabgrenzung M1 errechnet sich ein sogar noch höherer Überhang von 9% (vgl. Tabelle 2).

Auch die neueren Daten für das 1. Halbjahr 1991 lassen erkennen, daß das Problem weiterbesteht. So verharrt die um das nominale BSP bereinigte Wachstumsrate von M3 bei 2,7%, und die entsprechende Rate von M1 ist sogar auf 9,6% angestiegen. Da es seit Anfang des Jahres keine Angaben mehr über die regionale Verteilung der Geldmengen

gibt, können über die zweite Komponente des Überhangs – die derzeitige Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit – vorläufig nur Vermutungen angestellt werden. Die Berechnungen in der Tabelle 2 folgen dem „Prinzip Hoffnung“. Es wird angenommen, daß die Umlaufgeschwindigkeit derzeit nicht weiter steigt, sondern eher in Höhe ihrer Trendrate fallen wird, und zwar bei der Geldmenge M3 um 1,3% und bei M1 um 1,1%. Unter dieser optimistischen Annahme errechnet sich für M3 eine Abnahme des monetären Überhangs auf etwa 2% (1,4% bis 2,7%).

Ein dramatischeres Bild bietet die Entwicklung der Geldmenge M1. Hier ist kein Rückgang des monetären Überhangs zu diagnostizieren, sondern ein Verharren auf dem hohen Niveau von rund 9%. Zugleich läßt die Vorliebe der ostdeutschen Haushalte für Sichteinlagenhaltung auf eine ungewöhnlich hohe Liquiditätsneigung schließen. Dies spiegelt sich in dem Koeffizienten von Sicht-

einlagen zu Bargeldhaltung wider. Der Koeffizient sprang mit der Währungsumstellung von 1,95 auf 2,35 im Durchschnitt des 2. Halbjahres 1990 und zeigt bisher keine durchgreifende Tendenz zur Normalisierung.

Insgesamt gesehen bestätigt die Analyse der kürzerfristigen Entwicklung der Geldaggregate M1 und M3 die Beurteilung der Geldpolitik anhand des mittelfristigen Konzepts der Potentialorientierung. Es kann kein Zweifel sein, daß die Geldversorgung immer noch viel zu reichlich ist. Obwohl die Schätzungen des aktuellen monetären Überhangs vorsichtig angelegt sind und die derzeitige Steigerungsrate des BSP-Deflators von 4,9% berücksichtigen, signalisieren sie ein erhebliches Potential für einen weiteren Anstieg der Preissteigerungsrate.

#### **Auf die Geldnachfrage vertrauen?**

Könnte man nicht darauf setzen, daß eine Normalisierung der ostdeutschen Geldnachfrage, für die, wie die Bundesbank betont, es deutliche Anzeichen gibt, das Problem beseitigen wird? Dies wäre ein verhängnisvoller Irrtum. Verringern ostdeutsche Haushalte ihre Kassenhaltung durch Erwerb von Rentenwerten oder Aktien, so kommt es zu einer regionalen Umverteilung der Kassenhaltung, aber das Niveau der gesamtdeutschen Geldmenge bleibt von solchen Portfolioanpassungen praktisch unberührt. Gleiches gilt, wenn die Normalisierung der individuellen Kassenhaltung über den Erwerb dauerhafter Konsumgüter anstelle von Finanzaktiva erfolgt. Im Unterschied zu Portfolioanpassungen reduzieren Güterkäufe zwar den errechneten monetären Überhang, aber eben nur in der unerwünschten Weise, daß die zusätzliche Nachfrage einen absorbierenden, weite-

ren Anstieg der Preissteigerungsrate bewirkt.

Eine inflationsneutrale Auflösung des Überhangs von der Nachfrage-seite her wäre theoretisch möglich, sofern es zu einer hinreichend starken Zunahme der gewünschten, dauerhaften Kassenhaltung in Westdeutschland käme, also etwa die Umlaufgeschwindigkeit von M3 nicht um ihre Trendrate von 1,3%, sondern um das Doppelte (2,7%) fallen würde. Es ist schlechterdings nicht zu sehen, wie es dazu kommen könnte.

### **Konsequenzen für die Geldpolitik**

Daher bleibt kein anderer Ausweg als der einer weiteren geldpolitischen Verknappung des Geldangebots. Im Rückblick gibt es keinen Zweifel, daß die Bundesbank zu lange zu zögerlich war, obwohl sie sich schon Ende 1990 über die Beschleunigung der monetären Expansion im klaren war. Offenbar unter dem Eindruck eines zunächst relativ

günstigen Preisklimas und des scharfen Produktionsrückgangs im Osten wurden die durch eine zu starke Geldmengenausweitung geschaffenen Preiserhöhungsspielräume unterschätzt.

Die Unentschiedenheit der Bundesbank ermöglichte es den Tarifvertragsparteien in der Lohnrunde 1991, das Gesetz des Handelns an sich zu reißen. Das darf nicht noch einmal passieren. Schon ist von zweistelligen Forderungen in der nächsten Tarifrunde die Rede. Hier gilt es für die Bundesbank vorzubeugen, will sie sich nicht an die Leine steigender Inflationserwartungen legen lassen. Natürlich geht es nicht um eine „Strafaktion“, sondern darum, klarzustellen, daß jetzt der geldpolitische Kurs vorausschauend so eingestellt wird, daß es im kommenden Jahr zu einem durchgreifenden Rückgang der Inflationsrate kommen wird.

Das revidierte Geldmengenziel ist keinesfalls zu restriktiv und sollte

aus heutiger Sicht nicht durch ein großzügigeres Ziel für 1992 ersetzt werden. Die beobachtete Verlangsamung des realen Wachstums von 5,2% auf 4,5% im 1. Halbjahr 1991 ist nicht sehr ausgeprägt und nach einem Jahr des Booms durchaus normal. Sie wird sich fortsetzen, aber es wäre fahrlässig, die Gefahr einer Rezession zu beschwören. Zwar ist im August die Steigerungsrate der Lebenshaltungskosten nicht weiter angestiegen, doch wäre es verfrüht, daraus auf Entwarnung zu schließen. Zudem gilt nach wie vor, daß die Geldpolitik nicht an aktuellen Preissteigerungsraten zu orientieren ist. Ebenso wenig sollte sich die Bundesbank durch aufgeregte Diskussionen von Geldmarktsätzen beirren lassen. Es kommt jetzt darauf an, für einen stetigen Kurs zu sorgen, der das Geldmengenwachstum am unteren Rand des Zielkorridors hält. Dies ist die beste Gewähr für einen durchgreifenden Rückgang der Inflationserwartungen und damit des langfristigen Zinsniveaus.

---

Franco Reither

## Kurswechsel der deutschen Geldpolitik?

---

Die Beschlüsse des Zentralbankrates der Deutschen Bundesbank vom 15. August haben einen widersprüchlichen Eindruck hinterlassen. An den Finanzmärkten waren Maßnahmen dieser Art – nicht zuletzt aufgrund vorangegangener eindeutiger Andeutungen aus Bundesbankkreisen – erwartet worden. Als abgemachte Sache wurde eine kräftige Anhebung des Diskontsatzes angesehen. Einer Anhebung des Lombardsatzes wurde eine hohe Wahrscheinlichkeit eingeräumt. So

brachten die Beschlüsse der Bundesbank dann auch keine einschneidenden Überraschungen, wenn auch das Novum – die nur „leichte“ Anhebung des Lombardsatzes um einen Viertelpunkt – teilweise Verwunderung hervorrief. Entsprechend hielten sich die unmittelbaren Reaktionen von Zinsen und Wechselkursen nach Bekanntwerden der Beschlüsse in engen Grenzen. Nun zählt zwar Vorhersehbarkeit zu den wünschenswerten Eigenschaften einer auf Verstetigung der Geldver-

sorgung und auf Stabilisierung der Erwartungen ausgerichteten Geldpolitik. Es kann aber eine geldpolitische Maßnahme schwerlich schon deswegen als angemessen gewertet werden, weil sie den Erwartungen der Finanzmärkte entspricht. Dies gilt cum grano salis, wenn – wie im vorliegenden Fall – diese Erwartungen zuvor von der monetären Instanz selbst hervorgerufen und systematisch genährt wurden. Unter Verwendung anderer, besser geeigneter Indikatoren aber fällt das Urteil über

die Angemessenheit der jüngsten Leitzinserhöhung nicht leicht. Sie läßt sich nämlich sowohl als abschließender Akt einer mehrjährigen Normalisierungsphase als auch als Einstieg zu einem restriktiven Kurs der Geldpolitik werten.

Als Abschluß einer Normalisierungsphase kann die jüngste Leitzinserhöhung insofern gelten, als die Politik der Bundesbank schon seit längerem von dem Bemühen geprägt war, monetäre Fehlentwicklungen der Vergangenheit zu korrigieren. Zu diesen Fehlentwicklungen trugen zuletzt die Umstellungsmodalitäten bei, die bei der Ausweitung des Währungsgebietes um die damalige DDR zur Anwendung kamen. Hierbei ergab sich ein Zuwachs der Geldmenge, der weit über das potentialgerechte Maß hinausging. Aber auch schon davor, in den drei Jahren vor 1989, hatte die Bundesbank eine überaus kräftige monetäre Expansion geduldet und die wiederholte Verfehlung ihrer potentialorientierten Geldmengenziele hingenommen.

### Korrektur von Fehlentwicklungen?

Die Bemühungen der Bundesbank, diese Fehlentwicklungen zu korrigieren, fanden ihren Ausdruck in den seit Mitte 1988 einsetzenden mehrfachen Anhebungen der Leitzinsen sowie der Zuteilungssätze für Wertpapierpensionsgeschäfte. Einen restriktiven Kurs der Geldpolitik, der den realen Wachstumsspielraum der Wirtschaft unter das potentialgerechte Maß eingeeengt hätte, stellten diese Maßnahmen nicht dar. Ebenso wenig steht die im Juli vorgenommene Absenkung des Zielkorridors für die monetäre Expansion im laufenden Jahr um einen ganzen Prozentpunkt (3% bis 5% statt 4% bis 6%) für eine Abkehr von der poten-

tialgerechten Geldversorgung. Vielmehr wurde mit dieser Korrektur lediglich ein Teil des Konstruktionsfehlers wettgemacht, der sich bei der Formulierung des Geldmengenziels für 1991 im Dezember vorigen Jahres „eingeschlichen“ hatte. Die Bundesbank hatte es nämlich versäumt, die Ausgangsbasis für die monetäre Expansion im laufenden Jahr um den Betrag des Geldüberhanges zu bereinigen, der durch die Ausweitung des Währungsgebietes entstanden und zum Jahresende 1990 noch nicht vollständig abgebaut war.

Konnten somit die bis dahin von der Bundesbank ergriffenen Maßnahmen noch unstrittig als Bemühungen um Korrektur früherer Fehler und um Rückkehr auf den potentialgerechten Pfad der Geldversorgung gewertet werden, gilt dies nicht mehr mit Sicherheit für die jüngste Anhebung der Leitzinsen. Zwingend war die überfällige Anhebung des Diskontsatzes: Bei nahezu ausgeschöpften Rediskontkontingenten wird diese Refinanzierungsquelle zur Subvention, die sich zudem im Geschäftsbankensektor in fragwürdiger Weise verteilt. Hier war eine Annäherung an die Marktkonditionen geboten, ohne daß damit ein nennenswerter Impuls zur Dämpfung der monetären Expansion zu erwarten ist. Anders verhält es sich mit dem Lombardsatz, mit dem (unter den gegenwärtigen Bedingungen) die obere Schranke für den Bewegungsspielraum der Geldmarktsätze bestimmt wird. Höhere Geldmarktsätze aber dämpfen für sich genommen das Tempo der monetären Expansion. Nun ist die Anhebung des Lombardsatzes mit  $\frac{1}{4}$  Prozentpunkt „leicht“ ausgefallen; zudem wird für die Entwicklung der Geldmarktzinsen die konkrete Zuteilungspraxis der Bundesbank bei den künftigen Wertpapierpensionsgeschäften die bestimmende Rolle spielen. Gleichwohl bleibt die Frage nach der Ange-

messenheit dieser „leichten“ Verschärfung der Geldpolitik in der aktuellen Situation.

Gemessen an dem Zielaggregat der Bundesbank, der Geldmenge M3, verläuft die monetäre Expansion seit Jahresbeginn sehr moderat. Bezogen auf die neue, herabgesetzte Wachstumsspanne des Geldmengenziels bewegte sich M3 vorwiegend in der unteren Hälfte (einzige Ausnahme: 4,3% Zuwachs im Monat März); zuletzt (Juli) betrug die – auf den Durchschnitt des vierten Quartals 1990 bezogene – Zuwachsrate  $3\frac{3}{4}\%$ . Somit nähert sich M3 allmählich jenem Expansionspfad, der nach Abbau des Geldüberhangs aufgrund des DDR-Effektes als noch stabilitätsgerecht gelten darf. Von daher wäre zusätzlicher monetärer Bremsbedarf nicht angezeigt gewesen.

Auch die Tatsache, daß die Kreditinstitute in den Tagen vor der Sitzung des Zentralbankrates zunehmend Lombardkredite in Anspruch nahmen, konnte nicht als drohende Beschleunigung der monetären Expansion gedeutet werden; vielmehr induzierte in diesem Fall allein die Erwartung auf Verteuerung der Lombardfazilität spekulative Eindeckungen seitens der Banken. Auch ohne Anhebung des Lombardsatzes wären diese Gelder nach dem 15. August sehr bald zur Bundesbank zurückgeflossen. Die Position der D-Mark an den Devisenmärkten zeigte ebenfalls keinen akuten geldpolitischen Handlungsbedarf an; die im Juli registrierte Schwächephase war bereits abgeklungen, und die deutsche Währung notierte sowohl gegenüber dem Dollar als auch im EWS anhaltend fest.

### Signalcharakter der Leitzinsanhebung

Eher noch kann der für Juli ausgewiesene Wert des Anstiegs des Ver-

braucherpreisindex von 4,5% (im Vorjahresvergleich) als Auslöser für die Zinserhöhung durch die Bundesbank angesehen werden. Dies ist zwar für sich genommen abwegig, weil die aktuelle Preissteigerungsrate neben den jüngsten Steuererhöhungen stabilitätswidriges Verhalten der Fiskalpolitik, der Tarifparteien und geldpolitische Fehler der Vergangenheit zum Ausdruck bringt. Diese sind aber heute Datum und durch aktuelle geldpolitische Maßnahmen ohne einschneidende Wachstums- und Beschäftigungsverluste nicht beeinflussbar.

Es bleibt der Signalcharakter der Leitzinsanhebung – an die Adresse der Fiskalpolitik, der Tarifpartner und der internationalen Finanzmärkte. So mag der Beschluß der Bundesbank auch als Antwort gesehen werden auf die Gedankenspiele zu einer Zwei-Punkte-Anhebung der Mehrwertsteuer und zu den zweistelligen Lohnforderungen, die von Gewerkschaftsseite für die nächste Tarifrunde ins Gespräch gebracht wurden. Ebenso wichtig sind aber die internationalen Finanzmärkte, die nicht nur über den Außenwert der D-Mark, sondern auch über die Höhe der deutschen Kapitalmarktzinsen entscheidend mitbestimmen.

Auf die Bewertung der deutschen Währung und der deutschen Wirtschaft durch das internationale Anlegerpublikum – sei es in Gestalt des Wechselkurses, sei es als Kapitalmarktrendite – hat die Bundesbank allenfalls mittelbaren Einfluß. Dies zeigte sich kürzlich noch einmal in eindrucksvoller Weise, als im Zusammenhang mit dem Putschversuch in der Sowjetunion sowohl der Kurs der D-Mark an den Devisenmärkten als auch die Umlaufrendite am Rentenmarkt binnen kürzester Zeit kräftige Sprünge machten. Aufgrund ihrer ausgeprägten Offenheit ist die deutsche Wirtschaft eben in hohem Maße auf das Vertrauen der

internationalen Finanzmärkte in die Stabilität der deutschen Währung und in die Solidität der deutschen Wirtschaftspolitik angewiesen. So sollen dann die von dem Bundesbankbeschluß ausgehenden Signale auch dazu dienen, dieses Vertrauen zu stärken oder einem drohenden Vertrauensverlust entgegenzuwirken.

Tendenziell kollidiert dies gegenwärtig mit dem konjunkturpolitisch Wünschenswerten. Zinserhöhungen dämpfen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage über viele Kanäle. Gegenwärtig verstärken sie die von Steuererhöhungen und Preisanstieg ohnehin bereits wirksamen Bremseffekte. Dies gilt allerdings insofern nur mit Einschränkungen, als manche zinsempfindliche Komponenten der Gesamtnachfrage sich weniger an den kurzfristigen Geldmarktzinsen als vielmehr an den längerfristigen Kapitalmarktzinsen orientieren; diese aber folgen den Geldmarktzinsen – wenn überhaupt – nur langsam und nicht in vollem Umfang. Auf die jüngste Leitzinsanhebung jedenfalls reagierten die Kapitalmarktzinsen nur schwach.

### **Beginn einer Restriktionspolitik?**

In der Summe ergibt sich ein gemischtes Bild. Allein am Kriterium der potentialgerechten Geldversorgung gemessen, war die jüngste Erhöhung des Lombardsatzes nicht zwingend geboten. Andererseits dürfte sich der Beitrag dieser Maßnahme zur weiteren Dämpfung der Konjunktur in Grenzen halten. Für die zukünftige Lohn- und Fiskalpolitik geht das Signal in die erforderliche Richtung; an den internationalen Finanzmärkten wurde es eher honoriert.

Gleichwohl ist die Gefahr nicht von der Hand zu weisen, daß die jüngsten Beschlüsse der Bundes-

bank nur der Auftakt zu einer künftig restriktiven Ausrichtung der Geldpolitik sind. Diese Interpretation drängt sich auf, wenn der Kommentar der Bundesbank zur Leitzinserhöhung wörtlich verstanden werden soll. Hiernach war damit „(auch) eine weitere Straffung der Geldpolitik beabsichtigt“ (Pressemitteilung der Deutschen Bundesbank vom 15. August 1991). Diese Formulierung läßt die Frage offen, ob mit den jüngsten Maßnahmen der erklärten Absicht bereits Genüge getan ist.

Angesichts des geringen Ausmaßes der Lombardsatzerhöhung und der steuerungstechnischen Irrelevanz des Diskontsatzes (unter den aktuellen Bedingungen) sind wohl Zweifel angebracht. Eher erscheint die Lesart plausibel, wonach die Bundesbank den Boden für weitere geldpolitische Bremsaktionen vorbereiten will. Diese würden in Widerspruch stehen zu den Erfordernissen einer potentialgerechten Geldversorgung, wenn sie zu einer weiteren Dämpfung der monetären Expansion führen würden.

Daß die Bundesbank zu einer solchen Linie der geldpolitischen Restriktion überschwenken könnte, ist erfahrungsgemäß nicht auszuschließen. Dies gilt ungeachtet der mehrfach wiederholten Beteuerungen des neuen Bundesbankpräsidenten, wonach weitergehender geldpolitischer Handlungsbedarf gegenwärtig nicht bestehe. Zu erinnern ist insbesondere an die Zeit zu Beginn der achtziger Jahre, als die Bundesbank einen scharfen Restriktionskurs einschlug. Wesentliche Auslöser hierfür waren seinerzeit der Anstieg der Inflationsrate und die defizitäre Leistungsbilanz. Beides ist heute wieder gegeben. Beides rechtfertigt keine Abkehr von der potentialgerechten Geldversorgung. Die Kosten der damaligen Restriktionspolitik sollten der deutschen Volkswirtschaft nicht noch einmal zugemutet werden.