

Reither, Franco

**Article — Digitized Version**

## Geldpolitik: Kluges Timing

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Reither, Franco (1992) : Geldpolitik: Kluges Timing, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 72, Iss. 1, pp. 4-

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136835>

**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.*

Zum Ende des alten Jahres sorgte die Deutsche Bundesbank gleich zweimal hintereinander für Überraschung. Die erste Überraschung war das Ergebnis der Sitzung des Zentralbankrates vom 5. Dezember. Überwiegend wurde an den Märkten damit gerechnet, daß die Verkündung des Geldmengenziels für 1992 mit einer Anhebung der Leitzinsen verknüpft würde. Das Geldmengenziel wurde verkündet, die Leitzinsen aber blieben unverändert. Die zweite Überraschung folgte dann vierzehn Tage später, als der Zentralbankrat die Anhebung der Leitzinsen doch noch nachlieferte, die jetzt aber unerwartet kam. Die jüngsten Beschlüsse der Deutschen Bundesbank verdienen sowohl in der Sache als auch bezüglich des gewählten „Timings“ nähere Betrachtung.

Das Geldmengenziel, das für das Aggregat M3 in 1992 eine Zuwachsspanne von 3,5% bis 5,5% vorsieht, bringt im wesentlichen zweierlei zum Ausdruck. Erstens geht die Bundesbank davon aus, daß die Probleme des Geldüberhangs, der sich bei der Ausweitung des Währungsgebietes ergeben hatte, nunmehr weitgehend der Vergangenheit angehören. Diese Probleme hatten zu der Absenkung des Geldmengenziels für 1991 geführt, die im Juli vorgenommen wurde. Zweitens wird mit dieser Zielbemessung der Einschätzung Rechnung getragen, daß die besonderen stabilitätspolitischen Risiken im laufenden Jahr eine Rückkehr zum „normalen“ Zielkorridor von 4% bis 6% noch nicht geboten erscheinen lassen.

Die Anhebung der Leitzinsen – die dritte innerhalb eines Jahres – kann im Hinblick auf das neue Geldmengenziel angesichts der zuletzt deutlich beschleunigten Geldmengenexpansion nur konsequent erscheinen. In der Tat expandiert die Geldmenge M3 seit Jahresmitte 1991 mit einer laufenden Rate von nahezu 8%, so daß schon ein Einschwenken in den oberen Bereich des neuen Zieltrichters eine deutliche Verlangsamung



Franco Reither

## Geldpolitik: Kluges Timing

der monetären Expansion voraussetzen würde. Es zeigt sich somit im nachhinein, daß die Leitzinsanhebung vom August vorigen Jahres nicht nur nicht restriktiv wirkte, sondern im Gegenteil zu zaghaft ausfiel. Sie reichte jedenfalls nicht aus, um die unerwünschte Beschleunigung der Geldmengenexpansion zu verhindern.

So passen denn Zielbemessung und Leitzinserhöhung zueinander, und beides dokumentiert das Festhalten der Bundesbank am Konzept der potentialorientierten Geldmengensteuerung und seine folgerichtige Umsetzung. Warum aber dieses eigenwillige Timing, die zeitliche Trennung beider Beschlüsse und die gewählte Reihenfolge?

Eine überzeugende Antwort auf diese Fragen läßt sich weder im Protokoll der Pressekonferenz noch in sonstigen Erklärungen von Vertretern der Bundesbank finden. So wirken etwa Hinweise auf den zwischenzeitlichen Eingang neuester Daten zur Geldmengenentwicklung oder zur Entwicklung des Verbraucherpreisindex reichlich dürftig. Jedenfalls hatte sich der für geldpolitische Entscheidungen relevante Datenkranz in diesen vierzehn Tagen nicht entscheidend verändert.

Eine Antwort könnte aber aus der zeitlichen Nähe beider Zentralbank-

ratssitzungen zu der EG-Konferenz in Maastricht hergeleitet werden, wo der Weg zur künftigen europäischen Währungsordnung zur Debatte stand. In diesem Zusammenhang hatte der Bundeskanzler sehr kurzfristig den Bundesbankpräsidenten für den Vormittag des 5. Dezember zu sich gebeten. Hieraus und aus der dann überraschend ausgebliebenen Leitzinserhöhung bastelte sich mancher Kommentator die Vermutung zusammen, der Bundeskanzler habe die Bundesbank mit Blick auf Maastricht auf Wohlverhalten eingeschworen und so die Anhebung der Leitzinsen verhindert, wenn auch nur zeitweise. Bei dieser Interpretation scheint die Autonomie der Deutschen Bundesbank nicht viel wert zu sein.

Es bietet sich jedoch eine ganz andere an, die der Verantwortung der Bundesbank für die D-Mark als Ankerwährung im EWS und der Bedeutung der deutschen Währung an den internationalen Finanzmärkten eher Rechnung tragen dürfte. Unter diesen Aspekten mußte die Bundesbank nämlich für den Fall eines Vertrauensverlustes der D-Mark als Folge der Beschlüsse von Maastricht gewappnet bleiben und durfte das „Pulver“ der Leitzinsanhebung nicht vorzeitig verschießen. So verbot es sich nahezu zwingend, dieses „harte“ Signal schon vor der Konferenz zu setzen. Andererseits eignete sich die Verkündung des Geldmengenziels vor der Tagung als „weiches“ und dennoch unmißverständliches Zeichen kompromißlos stabilitätsorientierter Geldpolitik in hervorragender Weise. Das kluge Timing verdient Beachtung.

Wie stark der Einfluß der internationalen Finanzmärkte ist, und wie sehr diese die Entschlossenheit der Bundesbank zur Wiedergewinnung der Geldwertstabilität schätzen, zeigte sich ein weiteres Mal an der Reaktion der Kapitalmarktzinsen: Die Umlaufrendite sank innerhalb von knapp drei Wochen um fast zwanzig Basispunkte.