

Reither, Franco

Article — Digitized Version

Geldpolitik auf dem Irrweg?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Reither, Franco (1992) : Geldpolitik auf dem Irrweg?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 72, Iss. 8, pp. 390-391

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136905>

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.

Geldpolitik auf dem Irrweg?



Franco Reither

Die ersten Stellungnahmen nach der Anhebung des Diskontsatzes am 16. Juli durch die Deutsche Bundesbank fielen ausgesprochen gelassen aus, überwiegend zustimmend, zumindest aber „verständnisvoll“. „Verständnis“ äußerten einige EG-Partnerstaaten, sogar einschließlich Frankreich. Dann aber reagierten die Finanzmärkte, und diesmal in unerwartet heftiger Weise: Der Dollarkurs kam schnell ins Rutschen und löste umfangreiche Devisenmarktinterventionen aus; an der Börse fielen die Kurse, und die Umlaufrendite für D-Mark-Titel kletterte binnen weniger Tage auf den Jahreshöchststand von 8,48%. Erst vor diesem Hintergrund, den Turbulenzen an den Finanzmärkten, setzte massive Kritik an den Bundesbankbeschlüssen ein. Mit Vorwürfen wie „Geldpolitik mit der Brechstange“ mußten die „Frankfurter Zins-Rambos“ vernichtende Zensuren hinnehmen. Was aber ist bei nüchterner Betrachtung von den jüngsten Bundesbankbeschlüssen, vom Kurs der deutschen Geldpolitik und von den Argumenten der Kritiker zu halten?

Rekapitulieren wir die für eine korrekte Einschätzung wichtigsten Fakten. Im zweiten Halbjahr 1991 beschleunigte sich die Expansion der Geldmenge M3, der aktuellen geldpolitischen Zielgröße, so daß die seinerzeitige Zielobergrenze von 5 % im letzten Quartal des Vorjahres mit 5,2% nur gerade noch eingehalten wurde. Vor allem diese Beschleunigung im Wachstumstempo des Zielaggregates bewog die Bundesbank im Dezember, ihre sogenannten Leitzinsen auf die historischen Höchstwerte von 8,0/9,75% anzuheben. Für das Jahr 1992 wurde ein Geldmengenziel von 3,5 bis 5,5% verkündet. Nach diesen Beschlüssen begannen die langfristigen Kapitalmarktzinsen zu sinken; die Spanne zwischen der höheren Rendite auf kurzfristige Anlageformen und der niedrigeren auf längerfristige Kapitalmarkttitel weitete sich aus. Dies blieb nicht ohne Folgen für das Anlageverhalten des Publikums. Insbesondere die Attraktivität der kürzerfristigen Termineinlagen, die Bestandteile des Zielaggregates M3 sind, nahm im Vergleich zu jener längerfristiger Anlageformen erheblich zu. Im Ergebnis ging das Expansionstempo der Geldmenge M3 nicht zurück, sondern beschleunigte sich sogar noch. Mit etwa 9% expandierte M3 bis zuletzt weit stärker, als es das Geldmengenziel vorsah.

Als zulässige Preissteigerungskomponente enthält das Geldmengenziel den „normativen“ Wert von 2%; tatsächlich steigen die Verbraucherpreise in Westdeutschland derzeit mit einer laufenden Rate von etwa 3½% (aufgrund von Basiseffekten fielen die statistisch ausgewiesenen jährlichen Preissteigerungsraten bis zuletzt noch höher aus), mit nur leicht abnehmender Tendenz. Die Lohnrunde fiel dieses Jahr – trotz vielfältiger Warnungen von fachkundiger Seite – noch einmal, wenn auch nicht ganz so kraß wie im Vorjahr, kräftiger aus, als es die Produktivitätsentwicklung ohne Schaden für das Beschäftigungsniveau erlaubt hätte. Die Arbeitsmarkt- und Preiswirkungen dieses Kostenschubs werden erst allmählich sichtbar. Vor diesem Hintergrund – ausufernde Geldmenge, kaum gebremster Preisauftrieb und ungebremster Kostenauftrieb – trat der Zentralbankrat am 16. Juli zusammen, um die halbjährige Überprüfung des Geldmengenziels vorzunehmen. Das Resultat ist bekannt. Hat die Bundesbank etwas falsch gemacht?

Eine nachhaltige Verunsicherung der Finanzmärkte kann nicht das Ziel der Bundesbank sein. Gehört es doch essentiell zum Konzept potentialorientierter Geldpolitik, ein Verstetigungsele-

ment in die Märkte zu tragen und monetär induzierte Instabilitäten zu vermeiden. Wünschenswert ist hiernach eben auch die Vorhersehbarkeit der Geldpolitik. War aber die jüngste Erhöhung des Diskontsatzes vorhersehbar? Klar war den meisten Beobachtern, daß die Bundesbank im Sinne ihrer Glaubwürdigkeit „etwas tun mußte“, was auf keinen Fall als monetäre Lockerung verstanden werden durfte. Klar war auch, daß eine ernsthafte Verschärfung der Geldpolitik zu volkswirtschaftlich hohen Kosten führen würde, ohne mit Sicherheit schon kurzfristig die Expansion der Geldmenge M3 abzubremesen. In dieser Situation – etwas tun zu müssen, was aber nicht viel mehr als ein „Ausrufungszeichen“ werden sollte – mußte die vergleichsweise „harmlose“ Anhebung des Diskontsatzes als optimale Lösung erscheinen. So gesehen, war sie wohl auch vorhersehbar.

Die Finanzmärkte aber, die nicht von klugen Kommentatoren beherrscht werden und die auch nicht an den nationalen Grenzen enden, sahen es anders. Offensichtlich wurden hier Erwartungsstrukturen erschüttert, die auf eine baldige Lockerung und jedenfalls nicht auf eine weitere Straffung der geldpolitischen Zügel gesetzt hatten. Hierbei mag der paradoxe Effekt eine Rolle spielen, daß die Wirkung eines von Frankfurt ausgehenden Signals mit zunehmender Entfernung von der Quelle größer wird – daß also die monetäre Bremskraft des höheren Diskontsatzes vom Anlegerpublikum in Paris, London oder New York stärker eingeschätzt wird als von den Marktteilnehmern vor Ort, die mit den heimischen Transmissionsstrukturen besser vertraut sind.

Schwerer dürfte jedoch die Befürchtung wiegen, die jetzt sowohl im Inland als auch im Ausland zu beobachten ist, daß die Diskontsatzhöhung nur der erste Schritt zu einer weiteren geldpolitischen Restriktionsrunde sein könnte. Es droht sich der Eindruck zu verfestigen, die deutsche Geldpolitik sei unberechenbar geworden. Grundlage hierfür ist der seitens der Bundesbank noch immer nicht schlüssig gelöste Widerspruch zwischen Geldmengenentwicklung und Geldmengenziel. Die bislang vorherrschende Einschätzung, die Bundesbank würde bei einer Politik der „ruhigen Hand“ bleiben und die Geldmenge nicht um jeden Preis in den Zielkorridor zwingen wollen, scheint für viele Marktteilnehmer passé zu sein. Diese Verunsicherung kann auch dann zu anhaltend höheren Kapitalmarktzinsen führen, wenn sie der sachlichen Grundlage entbehrt. Dies ließe sich vermeiden, wenn die Bundesbank die Konsistenz ihrer Politik sichtbar machen würde.

Entgegen der Einschätzung der Finanzmärkte wird die jüngste Maßnahme der Bundesbank mit größerer Wahrscheinlichkeit eher der „Schlußpunkt“ der aktuellen Restriktionsrunde gewesen sein. Gab es überhaupt für diese Verschärfung der Geldpolitik einen überzeugenden Grund? Das starke Wachstum der Geldmenge M3 allein kann unter den besonderen Bedingungen der gegenwärtigen Situation kein solcher Grund sein. Es wurde seitens des HWWA-Instituts bereits wiederholt auf die strukturellen Besonderheiten der aktuellen Geldmengenexpansion hingewiesen. Die Analyse führt zu dem Schluß, daß das Wachstumstempo des Geldaggregates M3 die nachfragerrelevante Liquiditätsversorgung der Wirtschaft temporär überzeichnet. Andererseits kann von der Anhebung des Diskontsatzes allein keine nennenswerte Bremswirkung auf das Expansionstempo des Zielaggregates erwartet werden, weil lediglich spezielle kürzerfristige Kreditmärkte von dieser Zinserhöhung betroffen sind. Als ernsthafte Verschärfung der Geldpolitik kann folglich die Maßnahme nicht gelten. Daher werden sich auch jene Kritiker, die den zuvor schon erreichten Restriktionsgrad als noch notwendig, aber auch als bereits hinreichend ansahen, mit dem höheren Diskontsatz abfinden können.

Kaum nachzuvollziehen ist allerdings jener Teil der Kritik, der in der Anhebung des Diskontsatzes sogar einen fundamentalen Richtungsfehler der Geldpolitik sieht. Hiernach hätte jetzt schon eine Lockerung der monetären Zügel einsetzen müssen. Diese Kritik läuft darauf hinaus, die Inflationsfrage als gelöst zu betrachten und das aktuelle Problem allein in einer unzureichenden Gesamtnachfrage zu sehen. Vernachlässigt werden somit die vom Lohnkostenschub bereits ausgehenden und noch zu erwartenden Wirkungen auf das gesamtwirtschaftliche Angebotspotential und auf das allgemeine Preisniveau, die keineswegs schon unabänderlich feststehen, sondern von weiteren Reaktionen bei der Preisbildung und vor allem auch bei der Lohnbildung abhängen. Hier sind Impulse angelegt, die einer Rückführung der Preissteigerungsrate noch für geraume Zeit entgegenstehen könnten. Unter diesen Bedingungen war eine Lockerung der Geldpolitik schon jetzt weder zu erwarten noch zu vertreten.