

Issing, Otmar; Filc, Wolfgang; von Hagen, Jürgen; Reither, Franco

Article — Digitized Version

Ist die Strategie der Geldmengensteuerung obsolet?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Issing, Otmar; Filc, Wolfgang; von Hagen, Jürgen; Reither, Franco (1994) : Ist die Strategie der Geldmengensteuerung obsolet?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 74, Iss. 6, pp. 279-290

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137131>

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 Strategie der Geldmengensteuerung obsolet?

*Das Konzept der potentialorientierten Geldmengensteuerung gerät zunehmend in die Kritik.
Ist die Geldmenge M3 noch ein geeigneter monetärer Indikator?
Sind Geldmengenziele generell obsolet?*

Otmar Issing*

Die Strategie der Geldmengenorientierung

Die Glaubwürdigkeit einer Notenbank resultiert letztlich aus ihrer Performance bei der Bewahrung der Geldwertstabilität. Dieses Endziel kann die Geldpolitik jedoch nicht unmittelbar steuern, die time lags sind hier bekanntlich besonders groß. Die Notenbank kann die aktuelle Preisentwicklung nicht beeinflussen, die gegenwärtige Inflationsrate ist aber auch – isoliert betrachtet – kein geeigneter Indikator für die aktuelle Geldpolitik. Eine der Erhaltung der Geldwertstabilität verpflichtete Notenbank benötigt also auf der einen Seite ein Frühwarnsystem, das ihr vor allem rechtzeitig Inflationsgefahren signalisiert, auf der anderen Seite aber auch eine monetäre Variable, über die sie indirekt das eigentliche Ziel, das Preisniveau, in der gewünschten Weise beeinflussen kann.

In beiden Funktionen, als Indikator wie als Zwischenziel, haben sich in Deutschland Geldmengenaggregate seit nunmehr 20 Jahren bewährt. Es gibt bisher keinen überzeugenden Beleg dafür, daß sich

diese stabile Beziehung grundsätzlich aufgelöst haben könnte. Stimmen, die der Bundesbank raten, die Geldmengenstrategie aufzugeben, berufen sich dabei durchweg auf den Rückgang der aktuellen Inflationsrate und die für die nächste Zeit angelegte positive Entwicklung. Für das gesamte Umfeld der Geldpolitik sind diese Faktoren zweifellos von Bedeutung, als wissenschaftlich fundiertes Argument gegen die grundsätzliche Eignung der Geldmenge als Indikator und Zwischenziel taugen solche Hinweise jedoch nicht. Damit bewegen sich einschlägige Äußerungen an der Oberfläche und spiegeln häufig ohnehin nur die bekannten Vorbehalte gegen Geldmengenziele wider.

Nun ist zwar nicht zu bestreiten, daß die Zahl der Notenbanken, die einer Politik der Geldmengenstrategie

* Auszug aus einem Vortrag am Institut für Kapitalmarktforschung an der Johann-Wolfgang-Goethe-Universität am 4. Mai 1994 in Frankfurt.

¹ Siehe etwa H.-E. Loef: Long-Run Monetary Relationship in the EC Countries, in: Weltwirtschaftliches Archiv 1993, S. 33-54.

angefügt, erheblich geschrumpft ist. Dieser Befund alleine besagt freilich für die deutsche Geldpolitik schlichtweg nichts. Erstens spricht die empirische Basis für eine nach wie vor eindeutige Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen in einer großen Zahl wichtiger Länder¹. Zweitens beruhen etwa die Schwierigkeiten der Federal Reserve mit der Geldmengenorientierung darauf, daß in der Vergangenheit stabile Beziehungen seit einiger Zeit zusammengebrochen sind. Hier handelt es sich jedoch um spezifisch amerikanische Entwicklungen, die in dieser Form bisher nicht in Deutschland zu beobachten sind. Der Verweis auf den „Fall“ der Fed als „Vorbild“ für die Bundesbank geht also an den Fakten vorbei.

Die zunehmende Globalisierung dürfte zwar dazu beitragen, Unterschiede zwischen den nationalen Finanzmärkten abzubauen. Dieser Prozeß konnte sich in Deutschland wegen des seit langem niedrigen Regulierungsniveaus aber eher stetig vollziehen; von vergleichbaren

Strukturbrüchen, wie sie in anderen Ländern als Folgeerscheinung von einschneidenden Schüben der Deregulierung und teilweise anschließenden Versuchen zur Re-Regulierung aufgetreten sind, kann hierzulande jedenfalls nicht die Rede sein. Nimmt man im übrigen die in unterschiedliche Richtungen weisenden Entwicklungen mit einer weltweiten Tendenz in Richtung Universalbanksystem auf der einen Seite und die Tendenz zur Verbriefung in allen Varianten auf der anderen Seite, so dürfte es gegenwärtig schwerfallen, ein eindeutiges Referenzsystem zu beschreiben, auf das sich alle nationalen Märkte hin entwickeln werden.

Die Bundesbank hat bei der Formulierung ihrer Strategie und deren Implementierung jedenfalls von den gegebenen Verhältnissen und den absehbaren Veränderungen auszugehen. Die entsprechende Analyse führt zu einem insofern ambivalenten Befund, als es zum einen keine begründete Vermutung gibt, die langfristige Stabilität der Geldnachfrage grundsätzlich in Frage zu stellen, zum anderen aber erhebliche Irritationen nicht zu bestreiten sind.

Aktuelle Irritationen

Es ist nicht zu übersehen, daß die geldmengenorientierte Politik seit geraumer Zeit in nicht geringe Schwierigkeiten geraten ist. Die Bundesbank diagnostiziert auf der einen Seite ein überhöhtes Geldmengenwachstum, hat auf der anderen Seite aber ihre Zinssätze in einem längeren Prozeß sukzessive gesenkt. Signalisiert die Bundesbank damit nicht selbst Zweifel an ihrem Geldmengenziel, oder kündigt sie gar einen Strategiewandel an? Hier gilt es Mißverständnisse auszuräumen.

Die Beschleunigung des Geldmengenwachstums zum Ende des letzten Jahres hat sich zu Beginn des Jahres 1994 fortgesetzt. Die ge-

genüber Sondereinflüssen hoch sensitiven Daten für die ersten Monate spiegeln diese Entwicklung in einer spektakulären, aber für die Geldpolitik vergleichsweise wenig relevanten Form wider. Nicht von ungefähr markiert die Bundesbank in ihren Veröffentlichungen für das erste Quartal eines Jahres eine „Leerzone“, um die mangelnde Aussagefähigkeit der entsprechenden Zahlen auch optisch hervorzuheben. Obgleich die Verunsicherung am langen Ende des Marktes von den USA ausgegangen und eindeutig bereits eingetreten war, bevor die Januarzahl für M3 bekanntgegeben wurde, nehmen manche Autoren, teilweise wohl wider besseres Wissen, eine andere „Schuldzuweisung“ vor.

Die Sequenz der Ereignisse ändert freilich nichts daran, daß die Geldmengen Zahlen wichtige Informationen beinhalten und auf den Finanzmärkten zu entsprechenden Reaktionen führen. Die Bundesbank achtet unter diesen Bedingungen strikt auf die objektive, gleichzeitig allen Interessierten zugängliche Information. Daß dabei die bloße Zahl

gelegentlich ein Eigenleben führt und simultan von uns veröffentlichte sorgfältige Kommentare von den Akteuren nicht zur Kenntnis genommen werden, gehört wohl ebenso zum unvermeidlichen Umfeld wie die vorzeitige Spekulation um die vermutlichen Ergebnisse zu einem Zeitpunkt, in dem wir selbst noch nicht einmal über erste Teilmeldungen verfügen. Die Praxis der letzten Zeit offenbart gelegentlich ein Gemisch aus Wichtigtuerei, die zunehmend einen Zwang zur Nachahmung auch bei an sich seriösen Beobachtern auszulösen scheint, aus Geschäftsinteresse kühl kalkulierter Fehlo- oder besser Blindaussagen und irrationaler Hektik, gegenüber der Gelassenheit und peniblen Korrektheit auf Seiten der Notenbank erst recht die angemessene Reaktion darstellt.

Die Beschleunigung der Geldmengenexpansion, die gegen Ende 1993 eingesetzt hat, ist auf Gründe zurückzuführen, die mit Geldpolitik nichts oder nur wenig zu tun haben. So hat der Steuergesetzgeber mit der Entscheidung, die thesaurierenden Investmentfonds in die Zinsabschlagsteuer einzubeziehen, eine Verkaufswelle bei diesen Titeln ausgelöst, die allein im Dezember letzten Jahres zu einer Rückgabe in Höhe von 25 Mrd. DM geführt hat. Auf den Einfluß der Einschränkung der Steuervorteile beim Kauf von Altbauten auf die Expansion von Krediten und Geldmenge sei nur verwiesen.

Die Maßnahmen des Gesetzgebers fielen in eine Zeit, in der die Anleger ohnehin mit wachsender Unsicherheit über die weitere Entwicklung des Kapitalmarktzins konfrontiert waren. So führte eine Entwicklung, die im wesentlichen durch Vorgänge außerhalb des unmittelbaren geldpolitischen Einflusses ausgelöst wurde, zu einem Liquiditätsschub, der sich wegen der erhöhten Unsicherheit in einen an-

Die Autoren
unseres
Zeitgesprächs:

Prof. Dr. Otmar Issing, 58, ist Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank.

Prof. Dr. Wolfgang Filc, 50, lehrt Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Geld, Kredit, Währung an der Universität Trier.

Prof. Dr. Jürgen von Hagen, 38, lehrt Volkswirtschaftslehre an der Universität Mannheim.

Prof. Dr. Franco Reither, 48, lehrt Volkswirtschaftslehre an der Universität der Bundeswehr Hamburg.

haltenden Liquiditätsstau umgesetzt hat.

Es ist weder Aufgabe noch Ziel der Geldpolitik, diesen Liquiditätsstau durch überstürzte Maßnahmen auflösen zu wollen, noch bietet eine derart einseitig nach oben verzerrte Geldmengenentwicklung gar den Anlaß für restriktive Maßnahmen. Die Bundesbank hat ohnehin nie einem Postulat gehuldigt, nach dem die Geldmengenexpansion stetig über das Jahr hinweg zu gestalten sei. Weder verfügt sie über die dafür notwendige Kontrolle, noch hält sie diese künstliche Stetigkeit für angemessen.

Zeiten erhöhter Unsicherheit sind immer Zeiten erhöhter Liquiditäts-haltung. Es wäre ein falsches Verständnis der Geldmengenorientierung, wenn die Notenbank eine politisch verursachte Unsicherheit der Anleger durch (restriktive) geldpolitische Maßnahmen in ihrem Einfluß auf die Geldhaltung kompensieren wollte.

Öffentliche Verschuldung und Geldmenge

Von Sonderfaktoren abgesehen wird die Geldmengenexpansion von einer Kreditnachfrage getrieben, die zunächst schwer mit der schwachen Entwicklung im realen Sektor in Einklang zu bringen scheint. Soweit die Kreditnachfrage im Wohnungsbau und für Investitionen in den neuen Bundesländern, auch wenn hier Subventionen eine wesentliche Rolle spielen, dazu beiträgt, ist dies aber wegen der positiven gesamtwirtschaftlichen Wirkungen alles in allem gewiß nicht zu beklagen. Dies kann aber in dieser Form nicht für die (im wesentlichen einigungsbedingte) hohe Kreditaufnahme des staatlichen Sektors im weitesten Sinne (also einschließlich der öffentlichen Unternehmen) gelten.

Ein unmittelbarer Beitrag der Neuverschuldung öffentlicher Haushalte zum Geldmengenwachstum wird

aus der Kreditgewährung der deutschen Banken deutlich. Die Bankkredite an die öffentlichen Haushalte stiegen 1993 um knapp 100 Mrd. DM, einschließlich der Kredite an Bahn, Post und Treuhandanstalt waren es sogar über 130 Mrd. DM. Das war jeweils in etwa das Doppelte dessen, was man ein Jahr zuvor beobachten konnte. Dabei werden diese Kredite überwiegend nicht direkt, sondern über den Ankauf von Anleihen der entsprechenden Schuldner gewährt.

Diese Kreditgewährung hat insbesondere deshalb stark auf das Geldmengenwachstum durchgeschlagen, weil sich die Kreditinstitute angesichts der Zurückhaltung der deutschen Anleger am Kapitalmarkt nur in vergleichsweise geringem Umfang über längerfristige Verbindlichkeiten refinanzieren konnten. Die Geldkapitalbildung bei Banken war im vergangenen Jahr geringer als die längerfristigen Mittel, die die Banken alleine an den erweiterten öffentlichen Sektor ausliehen. Die stetige Zinssenkungspolitik der Bundesbank hat das hohe Maß an Fristentransformation durch die Kreditinstitute ohne Zweifel erleichtert; vor dem Hintergrund sinkender kurzfristiger Einlagenzinsen und der Aussicht, daß dies auch in absehbarer Zeit so bleiben werde, waren die Banken offenbar zu solchen Geschäften bereit.

Im übrigen treibt auch die Finanzierung des Staates über das Ausland, die im vergangenen Jahr eine ganz wichtige Rolle gespielt hat, das monetäre Wachstum im Inland. Der hohe Erwerb öffentlicher Anleihen durch Ausländer hat 1993 wesentlich dazu beigetragen, daß trotz des deutschen Leistungsbilanzdefizites vom Zahlungsverkehr der Nichtbanken mit dem Ausland kein bremsender Effekt auf die Geldmenge M3 ausgegangen ist.

Gegenüber dem zinsrobusten

Schuldner Staat bleiben die Waffen der Notenbank stumpf. Eine extrem restriktive Geldpolitik zur Kompensation des Einflusses der öffentlichen Verschuldung via Drosselung der privaten Kreditnachfrage hätte ein Crowding-out in nicht zu verantwortenden Dimensionen zur Folge haben müssen.

Nachdem die Lohnpolitik inzwischen ihren Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität leistet, bedarf die Geldpolitik auch der Unterstützung durch die Finanzpolitik, und zwar in allen Bereichen des Sektors Staat, um zu einem spannungsarmen Kurs zurückfinden zu können.

Glaubwürdigkeit und Vertrauen

Ökonomisch gesehen verkörpert der Vorgang der deutschen Vereinigung einen exogenen Schock in historisch, wenn schon nicht singulärer, so doch ungewöhnlicher Dimension, die die beiden Ölpreisschocks weit übertrifft. Unter diesen Umständen und bei all den wirtschaftspolitischen Fehlern, ob vermeidbar oder nicht, ist es alles andere als selbstverständlich, daß weltweit die Anleger das Vertrauen in die Stabilität der D-Mark bewahrt haben. Allein die Käufe von inländischen Rentenwerten in den drei Jahren 1991 bis 1993 in Höhe von 920 Mrd. DM belegen eindrucksvoll dieses Vertrauen.

Selbst kritische Beobachter der deutschen Geldpolitik werden die herausragende Rolle der Bundesbank in diesem Zusammenhang nicht bestreiten. In diesem Urteil endet dann aber die Gemeinsamkeit. Das Vertrauen in die künftige Stabilität der D-Mark wäre undenkbar ohne die Glaubwürdigkeit, die in der Vergangenheit erworben wurde. Eben diese Glaubwürdigkeit wurde aber entscheidend in Phasen gewonnen, in denen die Bundesbank genau das nicht getan hat, was Stimmen, die eine expansivere Politik forderten – sie kommen offenbar unwandelbar

immer aus den gleichen Quellen –, seinerzeit von ihr verlangt haben. Wer die Bundesbank heute mit dem gleichen schlechten Rat bedrängt, versucht das Kapital auszubeuten – verbunden mit der Bereitschaft, es für die Zukunft zu vernichten –, das diese gerade durch die bisher gezeigte Resistenz gegenüber solchen Sirenenklängen erworben hat.

Allein der Verdacht, die Bundesbank könnte stabilitätsgefährdenden Forderungen nachgeben, müßte die Finanzmärkte verunsichern und zu gesamtwirtschaftlich bedrohlichen Fehlentwicklungen führen. Mit die-

ser Methode und dem daraus resultierenden Ergebnis wäre zwar implizit die Richtigkeit unserer bisherigen Politik demonstriert. An diesem Test, die Schädlichkeit der falschen Medizin quasi im Selbstversuch zu bestätigen, sind wir aber gewiß nicht interessiert.

Zum Geldmengenkonzept gibt es bisher keine überzeugende Alternative. „Allerdings hat die Bundesbank seit 1975 nie eine starre, allein an der Geldmenge ausgerichtete Politik betrieben; alle verfügbaren Informationen über die Finanzmärkte und die Wirtschaftsentwicklung sind regel-

mäßig zu analysieren.“² Diese Strategie wurde wegen der darin enthaltenen diskretionären Elemente von monetaristischer Seite häufig kritisiert. Andere Beobachter heben dagegen den angeblich monetaristisch-doktrinären Charakter der Bundesbankkonzeption hervor. Ob nicht die Philosophie des „Prophete links, Prophete rechts“ gerade in schwierigen Zeiten mehr als nur einen wahren Kern enthält?

² H. Schlesinger: Das Konzept der Deutschen Bundesbank, in: Wandlungen des geldpolitischen Instrumentariums der Deutschen Bundesbank, Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 10, hrsg. von W. Ehrlicher und D. B. Simmert, Berlin 1988, S. 6.

Wolfgang Filc

Die Bundesbank zwischen Geldmengenorientierung und Zinsverantwortung

Ohne eine unabhängige Zentralbank, die ihren Stabilitätsauftrag ernst nimmt, wird es auf Dauer keine Preisstabilität geben. Und soll Inflation vermieden werden, so muß Geld knapp gehalten werden. Während es keine Hyperinflation ohne ausufernde Geldmenge gegeben hat, werden moderate Inflationen aber aus dem Zusammenwirken vieler Einflüsse bestimmt. Für eine Zentralbank, die sich ausschließlich an dem Ziel der Geldwertstabilität orientiert, folgt daraus, daß sie auf stabilitätswidriges Verhalten anderer Träger der Makropolitik – der Finanzpolitik und der Tarifvertragsparteien – mit einem restriktiven Kurs zu reagieren hat. Erst wenn ein deutlicher Rückgang der Inflationsrate zu verzeichnen ist und das Inflationspotential eingedämmt werden konnte, ergibt sich Spielraum für geldpolitische Lockerung.

An einem konsequent durchge-

führten derartigen Konzept einer stabilitätsorientierten Geldpolitik, wie es von der Bundesbank verfolgt wird, ist nichts auszusetzen. Und wenn durch Einsatz der Geldpolitik Inflation vermieden oder gedämpft werden soll, dann sind kleinere, temporär wirkende Sonderfaktoren nicht weiter zu beachten. Aber eine Zentralbank hat stets zu prüfen, ob Sondereinflüsse permanent werden und so heftig durchschlagen, daß einer mittelfristig orientierten Geldmengensteuerung die Grundlage entzogen wird. Denn jedes Geldmengenziel beinhaltet die Entscheidung für einen bestimmten Ausschnitt aus dem Spektrum eines monetären Systems. Ist seine Struktur konstant, so wird das ganze System richtig gesteuert, wenn ein Ausschnitt angemessen reguliert wird. Strukturkonstanz in der Vergangenheit schließt nicht aus, daß sich unerwartete Sonderentwicklungen ergeben, die zu neuen Strukturen und damit anderen

Zusammenhängen zwischen dem monetären und dem güterwirtschaftlichen Bereich führen. Deshalb ist stets erneut zu fragen, ob eine früher bewährte Konzeption der Ableitung eines stabilitätsverträglichen Geldmengenziels in der Gegenwart unverändert verwendet werden kann.

Die Geldmenge M3 als monetäre Zwischenzielgröße sowie Indikatorvariable der Bundesbank „soll Richtung und Stärke der Geldpolitik anzeigen und muß hinreichend genau von der Bundesbank kontrolliert werden können“¹. Geldmengenziele verlangen eine stabile Geldnachfrage und ein von der Zentralbank kontrollierbares Geldangebot. Zudem ist Strukturkonstanz erforderlich, nicht nur des monetären Systems, sondern auch der Interaktion zwischen monetärem und güterwirtschaftli-

¹ O. Issing: Theoretische und empirische Grundlagen der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 72. Jg. (1992), H. 10, S. 541.

chem Bereich, mithin des Transmissionsprozesses monetärer Impulse und der Kausalitätsbeziehungen. Für die Bundesbank ist die Kausalität klar: Veränderungen der Geldmenge gehen dem Ausgabenwachstum tendenziell voran, so daß die Notenbank mit der Steuerung der Geldmenge die Entwicklungstendenzen des nominellen Sozialprodukts und des Preisniveaus beeinflussen kann². Die Kontrolle des Geldmengenwachstums sieht die Bundesbank durch ihr Monopol über die Schaffung von Zentralbankgeld gewahrt, die längerfristigen Beziehungen zwischen der Geldmenge und dem güterwirtschaftlichen Bereich sind in ihrer Sicht auch nach der deutschen Einheit intakt, Instabilitäten der Geldnachfragefunktion werden von der Bundesbank nicht gesehen³.

Verändertes wirtschaftliches Umfeld

Wären alle diese Bedingungen für eine Geldmengenpolitik gegeben, so müßten das rasche Geldmengenwachstum in Deutschland und das seit drei Jahren dauerhafte Verfehlen monetärer Zielgrößen als Ausdruck steigenden monetären Inflationspotentials bewertet werden. Diese Schlußfolgerung setzt voraus, daß der von der Bundesbank seit zwanzig Jahren herangezogene Ansatz zur Bestimmung eines stabilitätsgerechten Geldmengenwachstums auch gegenwärtig verwendet werden kann, obgleich sich in der Zwischenzeit das wirtschaftliche Umfeld, innerhalb dessen die Geldpolitik wirksam wird, in vielfältiger Weise verändert hat.

Erstens ist die früher mögliche

klare Trennung zwischen Nichtbanken und Geschäftsbanken als Finanzmittler unschärfer geworden. Immer noch sind Geschäftsbanken Hauptadressat geldpolitischer Maßnahmen, obgleich die Expansion von Bankbilanzen und der Geldmenge M3 an Aussagekraft über den Finanzierungsspielraum von Nichtbanken verloren hat.

Zweitens beschränkt sich die mengenmäßige Kontrolle von Zentralbanken zunehmend auf die Bilanzen der Notenbanken selbst, während ihre Möglichkeiten geringer geworden sind, auf die Expansion des Aktiv- und Passivgeschäfts von Kreditinstituten sowie auf die Gesamtheit von Finanzierungsvorgängen Einfluß zu nehmen.

Drittens ist bei nahezu perfekter internationaler Kapitalmobilität und damit einhergehender Internationalisierung der Finanzierung die Beschränkung der Geldpolitik auf einen Teil des Passivgeschäfts des inländischen Bankensystems, nämlich M3, wenig geeignet, Finanzierungspotentiale von Nichtbanken abzuschätzen. Zudem können Umschichtungen der Währungskomposition des Finanzvermögens die Geldmenge aufblähen, ohne daß dies das Anzeichen eines Inflationspotentials wäre.

Viertens ist es zumindest fraglich, ob nach der Vernetzung von Finanzmärkten und Devisenmärkten über Währungsräume hinaus durch Entwicklung einer Vielfalt derivativer Finanzprodukte der Indikator „nationale Geldmenge“ wie vor zwanzig Jahren unverändert herangezogen werden kann, um künftige Transaktionen an Gütermärkten und einen potentiellen Inflationsdruck abzuschätzen. Finanzinnovationen, die zuvor in anderen Ländern den Abschied von einer geldmengenorientierten Konzeption monetärer Steuerung eingeläutet hatten, haben die Finanzmärkte der Bundesrepublik

Deutschland jedenfalls nicht weiträumig umgangen.

Fünftens ist umstritten, ob die transaktionsorientierte Sicht der Geldmenge M3, die der Konzeption der Bundesbank zugrunde liegt und in der Ableitung des Geldmengenziels aus dem voraussichtlichen Wachstum des Produktionspotentials deutlich wird, noch angemessen ist. Das Geldvermögen wächstasant. Von 1950 bis 1992 ist das Geldvermögen der privaten Haushalte in Westdeutschland von 24,7 Mrd. DM auf 3 413,9 Mrd. DM gestiegen. 1992 beliefen sich allein die umlaufenden Schuldverschreibungen und Aktien in Westeuropa und den USA zusammen genommen auf 24 Billionen Dollar⁴. Steigendes Finanzvermögen aber veranlaßt Diversifizierung. Damit erhöht sich die Kassenhaltung. Zudem steigt mit dem Geldvermögen die Bereitschaft zu spekulativen Engagements. Hierzu ist Liquidität zu halten, von Nichtbanken also Geldmenge. Folglich tritt mit der Ausweitung des Finanzvermögens neben die transaktionsorientierte Geldmenge, die mit Umsätzen an den Gütermärkten verbunden ist, eine vermögensorientierte Kassenhaltung, die in der Geldmengenkonzeption der Bundesbank aber keine explizite Berücksichtigung findet.

Verlust an Aussagefähigkeit von M3

Gelten diese seit dem Übergang der Bundesbank zur Geldmengensteuerung vollzogenen Entwicklungen im güterwirtschaftlichen und monetären Bereich zumindest näherungsweise, so kann die Geldmenge M3 nicht mehr in einem gleichen Maße wie früher ein zuverlässiger Indikator für die künftige Güternach-

² Vgl. Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Januar 1992, S. 22.

³ Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1993, S. 71.

⁴ M. Goldstein u. a.: International Capital Market. Part I. Exchange Rate Management and International Capital Flows. International Monetary Fund, World Economic and Financial Services. Washington D.C., April 1993, S. 2.

frage und für das monetäre Inflationspotential sein. Wenn eine Zentralbank bei einer vermögensbedingten Ausweitung der Kassenhaltung mit zinspolitischer Restriktion gegenhält, dann gerät die Geldpolitik in die Gefahr, die transaktionsorientierte Geldmenge herauszudrücken, damit dämpfend auf Güternachfrage, Produktion und Realeinkommen zu wirken, ohne aber die vermögensbedingten Bestandteile der Geldmenge zurückzuschneiden. Hesse und Braasch stellen deshalb in Frage, ob eine geldpolitische Konzeption, vor zwanzig Jahren den damaligen Bedingungen angemessen, heute noch unverändert herangezogen werden sollte: „Daß das Regelwerk von gestern immer noch optimal ist und zu den Wirtschaftsabläufen von heute paßt, darf nicht a priori angenommen werden.“⁵

Diese Skepsis wird unterstützt von Ergebnissen einer empirischen Untersuchung, die für Deutschland Dominanz der Geldnachfrage für die Entwicklung von M3 belegt⁶. Danach sind Inflationsrate und langfristiger Zinssatz kausal für das Geldmengenwachstum, nicht umgekehrt die Wachstumsrate von M3, bestimmend für den allgemeinen Preisauftrieb. Die Dominanz der Geldnachfrage und nicht des Geldangebots für M3 ist möglicherweise darauf zurückzuführen, daß zinstragende Komponenten von M3 zur vermögensorientierten Kassenhaltung rechnen. Sinken langfristige Zinssätze, etwa wegen gedämpfter Inflationserwartungen oder als Folge von Auslandseinflüssen, während die Bundesbank ei-

nen zinspolitischen Restriktionskurs fährt, so wächst die Nachfrage nach M3 zu Lasten der Geldkapitalbildung. Vor allem bei zunehmend inverser Laufzeitstruktur der Zinssätze am Rentenmarkt ist die Geldmenge M3 als Indikator des geldpolitischen Kurses und eines monetären Inflationspotentials wertlos⁷. Der von der Bundesbank von 1990 bis Juli 1992 durchgesetzte fortlaufende Zinsauftrieb am Geldmarkt verstärkte die inverse Zinsstruktur, und das Geldmengenwachstum wurde maßgeblich als Folge von Anpassungen der Laufzeitstruktur des Geldvermögens beschleunigt. Die deutsche Geldpolitik geriet dadurch in ein Glaubwürdigkeitsdilemma, weil M3 keine Aussage mehr über den geldpolitischen Kurs zuließ und deutlich wurde, daß die Bundesbank den Bremskurs werde abbrechen müssen, bevor ihr monetäres Zwischenziel auch nur annähernd erreicht werden könnte.

Alternative Orientierungsgrößen

Die Suche nach alternativen Orientierungsgrößen für die Geldpolitik ergibt sich einmal aus diesen jüngsten Erfahrungen, zum anderen daraus, daß Zentralbanken der meisten anderen Industrieländer von der Geldmenge als monetärem Zwischenziel abgegangen sind. Einige Zentralbanken, so die Kanadas und Großbritanniens, orientieren sich direkt am Ziel der Preisniveaustabilität⁸. Die Fed achtet auf ein breites

Spektrum von Variablen unter Einbeziehung von Frühindikatoren für den künftigen Preisauftrieb und unter besonderer Berücksichtigung des Realzinses. Gemessen an der Inflationsrate sind die Erfolge dieser Konzeptionen der Geldpolitik im Vergleich zur geldmengenorientierten Strategie der Bundesbank respektable. Zudem ist bemerkenswert, daß in Ländern, deren Zentralbanken sich von der Geldmengensteuerung verabschiedet haben, Preisstabilität bei zunehmendem Wirtschaftswachstum erreicht werden konnte, während in Deutschland die Rückführung des Preisauftriebs mit einem scharfen Konjunktüreinbruch einherging, auch Folge einer zinspolitischen Überreaktion der Bundesbank, gestützt auf einen fragwürdig gewordenen Indikator.

Als weitere mögliche Orientierungsgrößen für die Geldpolitik werden das nominale Bruttoinlandsprodukt, die Laufzeitstruktur der Zinssätze am Kapitalmarkt und Zinssätze für die Zentralbankgeldversorgung diskutiert. Kritisiert wird, daß diese Konzepte den Verantwortungsbereich der Zentralbank über die Preisentwicklung hinaus ausweiten und daß sich für die genannten Größen als Zwischenziele der Geldpolitik keine Werte bestimmen lassen, die mit Preisniveaustabilität vereinbar sind⁹. Diese berechtigte Kritik wendet sich aber zunehmend auch gegen Geldmengenziele. Der variabler gewordene Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung ließ ja gerade nach alternativen Richtgrößen für die Geldpolitik suchen, zunächst in den USA und in Großbritannien, um zu vermeiden, daß sich zinspolitische

⁵ H. Hesse, B. Braasch: Zum „optimalen“ Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, Beitrag für das wirtschaftswissenschaftliche Seminar Ottobeuren 1993, S. 2.

⁶ Vgl. Beyer: Die Geldmenge M3 in Deutschland: Geldnachfrage und Geldmengensteuerung. Eine ökonomische Studie, Geld – Währung – Kapitalmarkt, Working Papers Nr. 33, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt a.M., März 1994.

⁷ Issing bestätigt, daß bei inverser Zinsstruktur „die Indikatorfunktion der Geldmenge vorübergehend beeinträchtigt sein“ kann, ohne „daß auch der langfristige Zusammenhang zur Preisentwicklung gestört sein muß“. O. Issing: Theoretische und empirische Grundlagen der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank, a.a.O., S. 542. Der relativierende Verweis auf die lange Frist in einer Phase inverser Zinsstruktur wird erst später einer empirischen Prüfung zugänglich sein, weil der Vorlauf von Veränderungen der Geldmenge M3 vor jener der Inflationsrate in Deutschland rund zehn Quartale beträgt. Vgl. Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland, a.a.O., S. 20 ff.

⁸ Vgl. R. König: Geld- und Währungspolitik zu Beginn der zweiten Stufe der EWWU: Geld – Währung – Kapitalmarkt, Working Paper Nr. 32, Johann Wolfgang Goethe-Universität, Frankfurt a.M., Februar 1994.

⁹ Vgl. ebenda, S. 13 f.

Maßnahmen an einem irreführenden monetären Indikator orientieren¹⁰. Das Beharren auf potentialorientierten Geldmengenzielen und die Indikatorqualität von M3 bei zweistelligen Zuwachsraten der Geldmenge, rückläufigem Preisauftrieb für die Lebenshaltung, Preissenkungen im Industriebereich und auf der Großhandelsstufe, rückläufigen Lohnstückkosten bei laufender Zinssenkungspolitik, wie von der Bundesbank seit geraumer Zeit praktiziert, ist jedenfalls keine überzeugende Konzeption¹¹.

Vernachlässigung kurzfristiger Zinssätze

Diese vor Jahren zunächst in anderen Ländern und nun auch in Deutschland gewonnenen Erfahrungen mit Geldmengenzielen machen deutlich, daß den zinspolitischen Maßnahmen der Notenbank besonderes Augenmerk zu widmen ist, wenn ein monetäres System mit dem Ziel der Preisstabilität gesteuert werden soll. Für Aktivitäten an den Gütermärkten haben veränderte Geldmarktsätze auf den ersten Blick kaum Bedeutung, weil hierfür langfristige Zinssätze, vor allem reale Kapitalmarktsätze als entscheidend erachtet werden, ganz gleich, ob einer keynesianischen, einer monetaristischen oder einer postkeynesianischen Konzeption gefolgt wird. So sieht das auch die Bundesbank. Nimmt sie zur Zinsentwicklung im Zusammenhang mit der Konjunktur

Stellung, so beschränkt sie sich auf den Kapitalmarktzins. Und wenn es, wie die Bundesbank betont, „vor allem auf günstige langfristige Finanzierungskonditionen“¹² ankommt, so sind im Extremfall beliebig steigende Geldmarktsätze mit stetigem Wirtschaftswachstum vereinbar, solange der langfristige Zins nur niedrig bleibt.

Diese Vernachlässigung kurzfristiger, von zinspolitischen Maßnahmen der Bundesbank dominierter Zinssätze, wird seit einiger Zeit kritischer beurteilt. Mit dem geringer gewordenen Informationsgehalt monetärer Aggregate für den künftigen Konjunkturverlauf werden zunehmend die Prognoseeigenschaften von Kursen und Renditen an Finanzmärkten geprüft. Empirische Untersuchungen kommen zu dem übereinstimmenden Ergebnis, daß der von der Zentralbank fixierte Tagesgeldsatz einen guten vorseilenden Konjunkturindikator darstellt, besser als monetäre Aggregate, gleichwertig der Laufzeitstruktur der Zinssätze am Anleihemarkt¹³.

Der Weg vom Aufdecken geänderter Zusammenhänge zwischen dem monetären und dem güterwirtschaftlichen Bereich über die konsistente Erklärung bis hin zu ihrer Nutzung für die Geldpolitik ist weit. Wenig umstritten aber ist, daß Zinsänderungen rascher und kräftiger als früher auf die Gütermärkte durchwirken¹⁴. Kontrovers diskutiert werden

dagegen die zugrunde liegenden Kausalzusammenhänge. Dennoch sind Zentralbanken gut beraten, auch dann stärker auf die von ihnen zu gestaltenden Zinssätze am Geldmarkt zu achten, wenn Transmissionsmechanismen, die empirische Fakten verbinden, noch einer Klärung bedürfen¹⁵.

Die zunehmenden Steuerungsprobleme der Geldmengenpolitik und die gesunkene Informationsqualität der Geldmenge sollten deutlich gemacht haben, daß die strikte Selbstbindung der Geldpolitik an ein Geldmengenaggregat auch in Deutschland unnötige Glaubwürdigkeitsprobleme erzeugen und zu einer Zinsskalation zwingen kann, die Wirtschaftswachstum und Arbeitsplätze kostet, ohne das Geldmengenwachstum zielkonform beeinflussen zu können. Die Steuerung der Geldmarktsätze ist über ihre Rolle als wichtigste Instrumentenvariable hinaus zu einem zentralen Ansatzpunkt der Geldpolitik geworden, ohne daß sich hieraus jedoch eine Konzeption ableiten ließe, die an die Stelle der Geldmengenorientierung treten könnte. Exakt, aber keineswegs überzeugend hergeleitete Zahlen über ein anzustrebendes stabilitätsorientiertes Geldmengenwachstum können nicht von stets geltenden und besseren Zinsformeln ersetzt werden. Geldmengenziele, die vor dem Hintergrund einer Vielzahl ökonomischer Variablen zu interpretieren und gegenwärtig mit einer

¹⁰ Für Großbritannien und die USA wird festgestellt: „...had the Bank of England or the Fed raised interest rates on the basis that the large increases in M1 recorded in the second half of the 1980s presaged an upturn in inflation, they would have significantly misunderstood the economic behaviour of the private sector, and in doing so unnecessarily reduced output via higher interest rates“. D. F. Hendry, N. R. Ericsson: Modelling the Demand for Narrow Money in the United Kingdom and the United States, in: European Economic Review, Bd. 35, 1991, S. 874.

¹¹ Vgl. Chefvolkswirte raten zu Pragmatismus und längeren Geldmengenzielen, in: Handelsblatt Nr. 65, Dienstag, 5. 4. 1994, S. 12.

¹² Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1993, S. 15.

¹³ Vgl. B. S. Bernanke, A. S. Blinder: The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission, in: American Economic Review, Bd. 82, Nr. 4, 1992, S. 901 ff.; W. Filc: Monetäre Fundierung einer angebotsorientierten Stabilitätspolitik, in: Konjunkturpolitik, Bd. 38, Nr. 5/6, 1992, S. 316 ff.; C. A. Sims: Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts. The Effects of Monetary Policy, in: European Economic Review, Bd. 36, 1992, S. 975 ff.

¹⁴ Vgl. Bank of England: The Interest rate transmission in the United Kingdom and overseas, in: Bank of England, Quarterly Bulletin, Bd. 30, Nr. 2, 1990, S. 198 ff.

¹⁵ „...the fact that some biologist has not explained (and indeed, might not be able to explain) why a giraffe has a long neck does not lessen the relevance of his taking into account the consequences of the length of neck. Surely, it is wrong to reason that because we cannot explain the length of the neck, or because according to some ill-conceived theory, rationally designed necks should be short, we should therefore proceed under the assumption that necks are indeed short. We should trust our eyes: giraffe necks are indeed long.“ J. E. Stiglitz: Capital markets and economic fluctuations in capital economies, in: European Economic Review, Bd. 36 (1992), S. 289.

Reihe von Ausnahmeverhalten zu versehen sind, sind wichtig. Der langfristige Zinssatz ist es auch. Aber am wichtigsten ist, daß die Bun-

desbank nicht erneut, wie bis Mitte 1992, den geldpolitischen Kurs vor allem an der Wachstumsrate von M3 beurteilt, Konjunkturwirkungen al-

lein anhand langfristiger Zinssätze. Der von der Bundesbank festgelegte Zins ist ins Visier zu nehmen. Und das ist der Tagesgeldsatz.

Jürgen von Hagen

Geldmengensteuerung: verbessern statt aufgeben!

Verkehrte Welt? Seit drei Jahren expandiert die Geldmenge M3 schneller als die Zielvorgabe der Bundesbank, dies erst bei hohen, jetzt bei fallenden Inflationsraten. Die schwerste Rezession der Nachkriegszeit vollzog sich unter rapider Expansion der Geldmenge M3. Seit kurzem argumentiert die Bundesbank gar, eine Senkung der Geldmarktzinsen bewirke eine Verlangsamung der monetären Expansion. Sind die traditionellen Grundsätze, nach denen eine solche Expansion nach kurzer Ankurbelung der Wirtschaft in Preissteigerungen verpufft, die Geldpolitik daher primär auf Preisstabilität abzielen sollte und dies ein dem Wachstumstrend der Wirtschaft angemessenes Geldmengenwachstum erfordert, ungültig geworden? Und folgt daraus nicht, daß die Bundesbank ihre Politik der Geldmengensteuerung wenigstens so lange aussetzen sollte, bis die alten Beziehungen zwischen Geldmenge, Preisniveau und Sozialprodukt wieder gelten?

Die Antwort auf beide Fragen lautet nein! Die Steuerung des Geldangebots ist das Wesen der Geldpolitik. Ohne hinreichende Stabilität der Beziehungen zwischen Geldangebot, Preisniveau und Sozialprodukt wäre jede zielgerichtete Geldpolitik

hinfällig, unabhängig davon, ob sie eine Geldmenge oder eine andere Variable als mittelfristige Zielgröße ansteuern will. Wer die Politik der Geldmengenziele mit der Behauptung diskreditieren will, diese grundlegenden Beziehungen seien empirisch nicht mehr verlässlich, versteht die Geldpolitik nicht: Er könnte allein zu der Forderung gelangen, auf zielgerichtete Geldpolitik ganz zu verzichten!

Dazu besteht jedoch in der Bundesrepublik kein Anlaß. Kein ernsthafter monetärer Ökonom wird behaupten, die Beziehungen zwischen Geldmenge, Preisniveau und Sozialprodukt kurzfristig sicher vorhersagen zu können; nur in der längeren Frist, d.h. über Zeiträume von zwei und mehr Jahren, sind sie empirisch verlässlich. Empirische Untersuchungen der letzten Jahre geben keinen Grund zu der Vermutung, daß die längerfristigen monetären Beziehungen ihre Gültigkeit verloren haben¹. Sie deuten darauf hin, daß die deutsche Währungsunion zusammen mit der Wechselkurspolitik im EWS und der nicht ausreichend stabilitätsorientierten Fiskalpolitik in ihrer Folge ein Inflationspotential von rund 25% gegenüber dem Preisniveau des Jahres 1989 verursacht hat. Aufgrund der Trägheit der Güterpreise vergeht zwischen dem Entstehen eines Inflationspotentials und seiner Absorption in der tatsächlichen Preisentwicklung einige Zeit: Bisher wurden von dem ursprüngli-

chen Inflationsdruck rund 18% gegenüber 1989 absorbiert. Die Anpassungsverzögerung erklärt, warum die Preissteigerung während der letzten Rezession relativ hoch war. Auch dies entspricht der herkömmlichen empirischen Erfahrung. Sie läßt erwarten, daß die Inflation noch einige Zeit bei Raten von 2% bis 3% verharren wird, es sei denn, die Geldpolitik schaffe durch unangemessene Expansion neuen Inflationsdruck.

Notwendiges Zwischenziel

Die Unzuverlässigkeit der kurzfristigen empirischen Zusammenhänge und die Stabilität der langfristigen Beziehungen zwischen der Geldpolitik und ihren Zielen begründen die Forderung nach einer langfristig orientierten, stetigen Geldpolitik. Sie erfordert, daß sich die Geldpolitik mittelfristig, d.h. über Zeiträume von ein bis zwei Jahren, an einem Zwischenziel ausrichtet, also einer Größe, deren verlässliche Steuerung in diesem Zeitraum möglich ist und das eigentliche Ziel der Preisstabilität erreichen hilft. Ein Zwischenziel schafft einen wertvollen Orientierungsrahmen sowohl für die Zentralbank selbst als auch für das Publikum. Beiden hilft es, die Auswirkungen aktueller monetärer Entwicklungen im Hinblick auf die längerfristige Preisniveaumentwicklung angemessen zu beurteilen. Die konsistente Ausrichtung der Geldpolitik an einem Zwischenziel beinhaltet

¹ Vgl. Jürgen von Hagen: Money Demand, Money Supply, and Monetary Union – A Review of the German Monetary Union, in: European Economic Review 37 (1993), S. 803-836.

tet auch die klare Versicherung, daß die Geldpolitik nicht zur Disposition wahlpolitischer Interessen oder zur Korrektur tarifpolitischer Fehlverhaltens bereitsteht.

Ohne Zwischenziel wird die Geldpolitik dagegen orientierungslos. Sie verkommt zur bloßen Reaktion auf aktuelle Einflüsse und setzt sich ständigem Druck der Politik und der Tarifpartner aus. Indem sie dem Publikum diesen Eindruck vermittelt, erhöht sie die Inflationserwartungen und die Unsicherheit über die Preisentwicklung mit der, empirisch für die Bundesrepublik feststellbaren, Folge realer Wachstumsverluste und höherer Inflation².

Ausrichtung einer Geldmenge

Für die Bundesbank kommen als Zwischenziel eine Geldmenge oder ein Zins in Frage. Die kurzfristige Ausrichtung der Geldpolitik am Zinsniveau weist jedoch entscheidende Nachteile auf. Erstens unterliegen die relevanten, nämlich die längerfristigen Zinsen vielfältigen Einflüssen, darunter besonders den Zukunftserwartungen der Wirtschaft. Ihre verlässliche Steuerung ist infolgedessen mindestens ebenso schwierig, wie die von Geldmengen. Zweitens erfordert z.B. die Senkung der langfristigen Zinsen häufig die Erhöhung der kurzfristigen Zinsen und umgekehrt, so daß die Geldpolitik schnell in den Verdacht der Widersprüchlichkeit geriete. Drittens zeigt z.B. die amerikanische Erfahrung, daß Politiker fast immer geneigt sind, populistische Forderungen nach einer Zinssenkung zu unterstützen; Zinssteuerung setzt die Zentralbank daher einem stärkeren politischen Druck zur monetären Expansion

aus, dem sie langfristig nicht immer widerstehen kann. Der in jüngster Zeit wiederkehrende Vorschlag, die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen als Zwischenziel zu verwenden, ist ebenfalls nicht praktikabel. Selbst seine Befürworter haben keine ökonomisch begründete Erklärung eines verlässlichen Zusammenhangs zwischen Zinsstruktur und geldpolitischen Zielgrößen. Selbst wenn die Zinsstruktur verlässlich gesteuert werden könnte, was nicht unstrittig ist, würde eine solche Politik sich allein auf nicht interpretierbare Korrelationen stützen.

In Zeiten vermehrter Unsicherheit erscheint der Vorschlag plausibel, die Bundesbank solle nicht mehr nur ein Zwischenziel verwenden, sondern auf mehrere Größen, darunter verschiedene Geldmengen, Zinsen, Wechselkurse usw. achten. Solche Vorschläge unterstellen, daß eine Geldmengenpolitik allein auf die Entwicklung der Geldmenge schaut und daher immer wieder auf unvorhergesehene Ereignisse zu spät reagiert. Diese Unterstellung ist jedoch falsch. Auch eine geldmengenorientierte Politik achtet auf alle verfügbaren Quellen von Information. Ihr Charakteristikum ist, sie zu benutzen, um die Erreichung des Geldmengenziels sicherzustellen, anstatt orientierungslos erraten zu müssen, was die jeweils jüngsten Neuigkeiten für die Preisniveauentwicklung bedeuten. Das Geldmengenziel gibt der Zentralbank einen Interpretationsrahmen für unvorhergesehene Entwicklungen, der zur Verbesserung ihrer Reaktion beiträgt.

Aus all dem folgt, daß es für die Bundesbank weder zu der Zwischenzielorientierung noch zu der Verwendung eines Geldmengenziels eine vernünftige Alternative gibt. Richtig an der aktuellen Kritik ist jedoch, daß eine unzweckmäßige Gestaltung der Geldmengenpolitik ihre Glaubwür-

digkeit untergraben und unnötige Unsicherheit schaffen kann.

Steuerung von M3 oder M1

Die Kritik an der Bundesbank entzündet sich an dem Widerspruch zwischen der mittelfristigen Konzeption der Geldmengenpolitik einerseits und der tatsächlichen Betonung kurzfristiger monetärer Entwicklungen in ihrer praktischen Durchführung andererseits. Er resultiert aus der konkreten Formulierung der Geldmengenziele als jährliche Verlaufsziele für das Zielaggregat M3. Sie hat zur Folge, daß kurzfristigen monetären Zielen, die sich zudem als schwer erreichbar erweisen, unnötig und unangemessen hohe Aufmerksamkeit geschenkt wird.

Die Bundesbank kann unter den Geldmengen nur die sogenannte Geldbasis, Bargeldumlauf und Reserven der Geschäftsbanken, direkt kontrollieren. Alle anderen Geldmengen sind Teilgrößen der konsolidierten Bilanz der Bundesbank und der Geschäftsbanken und unterliegen somit nur ihrer indirekten Kontrolle. Je weiter gefaßt eine Geldmenge, desto mehr kommt ihre Kontrolle der Aufgabe gleich, die gesamte Passivseite dieser Bilanz und damit letztlich die ganze Aktivseite, also das Kreditangebot zu steuern. Die Komplexität dieser Aufgabe wird dadurch deutlich, daß die Geldbasis nur rund 15% des Kreditangebots ausmacht. Der Zusammenhang zwischen den geldpolitischen Instrumenten und der Zielgeldmenge wird daher um so schwächer, je weiter letztere gefaßt ist.

Die eng gefaßte Geldmenge M1, die nur die Bargeldhaltung und die Sichteinlagen der Nichtbanken umfaßt, ist von daher ein geeigneteres Zielaggregat als M3³. Ihre Steuerung enthebt die Zentralbank von der Notwendigkeit, schwer vorhersehbare Entscheidungen der privaten Anle-

² Vgl. Jürgen von Hagen und Manfred J. M. Neumann: Conditional Relativ Price Variance and its Determinants: Open Economy Evidence from Germany, in: International Economic Review 32 (1991), S. 195-208.

ger zwischen Termin- und Spareinlagen einerseits und kurzfristigen Wertpapieren andererseits in ihrer Planung berücksichtigen zu müssen. Diese Substitutionsvorgänge sind die wesentliche Ursache der jüngsten Steuerungsprobleme in bezug auf M3.

Argumente der Bundesbank

Die Bundesbank argumentiert dagegen, daß die Geldmenge M1 kurzfristig nicht zuverlässig steuerbar sei, da sie infolge der Substitution zwischen Sicht- und Termineinlagen zinsbedingten Schwankungen unterliege, die sich in der Entwicklung von M3 nicht niederschlagen. Tatsächlich ist die kurzfristige, geldpolitisch nicht kontrollierte Variation der Geldmenge M1 etwa dreimal größer als die der Geldmenge M3⁴. Dennoch ist dieser Einwand gegen die Verwendung von M1 nicht schlüssig. Erstens ist im Rahmen der Geldmengepolitik die kurzfristige Steuerung nicht so erheblich wie die mittelfristig verlässliche Kontrolle. Diese ist, da die angesprochenen, zinsbedingten Schwankungen von M1 in der Regel nicht dauerhaft sind, empirisch für M1 wie für M3 gegeben.

Zweitens läuft das Argument der Bundesbank logisch darauf hinaus, das Zielaggregat immer weiter zu fassen, wie sich dies mit der Diskussion um ein erweitertes M3 (M3 plus Euroeinlagen) ja auch schon abzeichnet. Dieses Vorgehen bedeutet aber, ein immer ungünstigeres Verhältnis zwischen geldpolitischem

Hebel und Größe des Zielaggregats zu wählen. Es birgt die Gefahr, daß in ungünstigen Zeiten immer größere Bewegungen der geldpolitischen Instrumente zur Durchsetzung des Geldmengenziels notwendig werden. Da die Bundesbank jedoch, aus vernünftigen Gründen, eine zu starke Variation ihrer Instrumente zu vermeiden sucht, ist damit die mittelfristige Erreichbarkeit des Geldmengenziels immer mehr in Frage gestellt: Breite Zielaggregate erkaufen eine geringe, aber im Rahmen der Geldmengepolitik unwichtige, kurzfristige Variabilität des Zielaggregats um den Preis geringerer mittelfristiger Realisierbarkeit und damit geringerer Glaubwürdigkeit des Geldmengenziels.

Vorzüge eines Durchschnittsziels

Die Ankündigung eines Verlaufsziels, das das Wachstum der Geldmenge jeweils vom vierten Quartal eines Jahres zum vierten Quartal des nächsten Jahres festschreibt, gibt kurzfristigen Entwicklungen im Jahresverlauf mehr Bedeutung, als ihnen im Rahmen einer Geldmengepolitik zukommt. Besonders in der zweiten Jahreshälfte zwingt das einjährige Verlaufsziel die Bundesbank, auf solche Entwicklungen einzugehen, entweder um die Geldmenge im Zielkurs zu halten, oder Ex-post-Zielverfehlungen zu verteidigen. Auch hier zeigt sich, daß die konkrete Zielformulierung unnötige Verunsicherung schafft und von der eigentlichen Zielsetzung der Geldmengepolitik ablenkt. Zur Betonung der mittelfristigen Orientierung dieser Politik erscheint eine Zielformulierung besser geeignet, die erstens auf einen längeren Zeithorizont und zweitens auf die Entwicklung der Geldmenge im Jahresdurchschnitt abstellen würde. Beide machen die Zielerreichung weniger abhängig von den vielzitierten Son-

derinflüssen etwa der Fiskalpolitik und anderen Faktoren, die die Geldmenge vorübergehend beeinflussen.

Gegen die Verwendung eines Durchschnittsziels ist eingewandt worden, daß es die Bundesbank noch mehr als das Verlaufsziel zwingt, kurzfristige Ereignisse in den ersten sechs Monaten in der zweiten Jahreshälfte zu kompensieren. Die Geldpolitik würde dadurch unruhiger. Dieser Nachteil wird jedoch durch die Einbindung des Durchschnittsziels in einen längeren Horizont überwunden. Sie erlaubt der Zentralbank zunächst festzustellen, ob eine unerwartete monetäre Expansion von Dauer ist oder von selbst zurückgeht.

Die Wahl des längeren Zielhorizonts muß offensichtlich mit Bedacht getroffen werden. Ein zu langer Horizont würde das Geldmengenziel unglaubwürdig machen, da er die Geldpolitik kurz- und mittelfristig nicht genügend auf die Realisierung des Ziels verpflichten würde. Der mittelfristigen Orientierung der Geldmengepolitik wäre jedoch ein Zeithorizont von zwei bis drei Jahren angemessen. In der Praxis würde das Geldmengenziel dann jeweils zu Jahresbeginn auf die nächsten zwei bis drei Jahre fortgeschrieben. Damit wäre auch bei einem längeren Zielhorizont die Möglichkeit gegeben, auf nicht vorhergesehene wirtschaftliche Entwicklungen in geeigneter Weise zu reagieren.

Noch einmal: Nichts spricht dafür, die Geldmengepolitik aufzugeben. Verbesserungen sind dagegen gefragt. Sie müssen den Widerspruch zwischen der gewünschten mittelfristigen Orientierung der Geldmengepolitik und der Betonung kurzfristiger monetärer Entwicklungen in der Praxis aufheben, um die angekratzte Glaubwürdigkeit der Bundesbank und ihrer Geldmengepolitik zu restaurieren.

³ Der Zusammenhang zwischen Geldangebot, Preisniveau und Sozialprodukt beruht letztlich auf der Funktion des Geldes als allgemeines Tauschmittel. Die Geldmenge M1, die nur das Bargeld und die Sichteinlagen enthält, entspricht dieser Funktion mehr als M3. Empirisch ist der Zusammenhang zwischen M1 und den Zielgrößen denn auch mindestens so verlässlich wie im Fall von M3. Vgl. Jürgen von Hagen: Money Demand ..., a.a.O.

⁴ Vgl. Jürgen von Hagen: Strategien kurzfristiger Geldmengensteuerung, Hamburg, Verlag Weltarchiv, 1986.

Franco Reither

Das Ende für M3?

Erneut steht die deutsche Geldpolitik im Mittelpunkt der wirtschaftspolitischen Diskussion. Die Steuerung des monetären Zielaggregats, die Geldmenge M3, scheint unmöglich geworden zu sein. Bereits in den beiden Vorjahren, 1992 und 1993, expandierte dieses Geldvolumen deutlich stärker, als es die Obergrenze des jeweiligen Zieltrichters vorgesehen hatte. Immerhin war demnach die Expansionsrate im einstelligen Prozentbereich geblieben. Seit Beginn dieses Jahres aber (und ansatzweise schon im Dezember 1993) hat der Zuwachs von M3 derart gigantische Ausmaße angenommen, daß sich nach dem Berechnungsverfahren der Deutschen Bundesbank (d.h. bezogen auf den Durchschnittsbestand im letzten Quartal des Vorjahres, auf Jahresrate hochgerechnet) bisher durchweg zweistellige Expansionsraten ergeben (Januar: 21,2%, April: 15,4%). Damit scheint die Deutsche Bundesbank auf ihre dritte Zielverfehlung in Folge zuzusteuern. Vor diesem Hintergrund kann es kaum verwundern, daß es der deutschen Geldpolitik gegenwärtig weder an Kritik noch an gutgemeinten – wenn auch nicht immer guten – Ratschlägen mangelt.

Die Kritik kommt von allen Seiten. Nach einem groben Systematisierungsmuster lassen sich die Kritiker in drei Kategorien einteilen:

Befürworter des Konzepts der potentialorientierten Geldmengensteuerung, die auch das Aggregat M3 als den uneingeschränkt geeigneten monetären Indikator ansehen.

Befürworter des Konzepts der

potentialorientierten Geldmengensteuerung, die das Aggregat M3 als nur eingeschränkt aussagefähigen Indikator ansehen.

Gegner der Geldmengensteuerung.

Kritik an der Geldmengenstrategie

Nach der Logik der ersten Kategorie – hierzu zählt beispielsweise die Gemeinschaft zum Schutz der deutschen Sparer – stellt jede Abweichung des M3-Wachstums vom potentialgerechten Pfad nach oben ein uneingeschränktes, wenn auch zeitlich verzögert wirkendes Inflationsbeschleunigungspotential dar. Entsprechend wird die monetäre Expansion der vergangenen zwei Jahre als eindeutig stabilitätswidrig gewertet, die Politik der Bundesbank allein für diese Entwicklung verantwortlich gemacht und eine Umkehr gefordert zu einer „Geldpolitik, die der Begrenzung des monetären Wachstums auf ein stabilitätsverträgliches Maß den Vorrang gibt vor weiteren Zinssenkungen“¹.

Zur zweiten Kategorie – Geldmengenziele ja, M3 als Indikator „nur mit Vorsicht zu genießen“ – kann beispielsweise die Position der sechs großen Wirtschaftsforschungsinstitute gezählt werden. Die Institute hatten bereits zum Zeitpunkt des Indikatorwechsels im Jahr 1988 auf die qualitativen Mängel des Aggregats M3 hingewiesen. Die Mängel wurden

und werden vor allem darin gesehen, daß innerhalb des Aggregates M3 solche Anlageformen großes Gewicht besitzen (etwa 63%), die insbesondere aufgrund ihrer – mehr oder weniger – marktmäßigen Verzinsung eher den Charakter von Wertaufbewahrungsmitteln (mit niedriger Umlaufgeschwindigkeit) als von Zahlungsmitteln (mit hoher Umlaufgeschwindigkeit) tragen. Folgerichtig wurde seit dem Einsetzen der Inversion der Fristigkeitsstruktur der Zinssätze (etwa Mitte 1991) von den Instituten auf die Notwendigkeit hingewiesen, die Entwicklung der Geldmenge M3 stets nur mit Blick auf die jeweilige Zinsstruktur zu beurteilen und die quantitative Interpretation entsprechend (im Fall einer inversen Zinsstruktur nach unten) zu korrigieren. Außerdem impliziert die spezifische Struktur von M3 einen höheren Ansatzwert für den trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit bei der Bemessung des potentialadäquaten Geldmengenziels. Auf die Bedeutung dieser Überlegungen für die jüngste explosionsartige Entwicklung der Geldmenge wird weiter unten näher eingegangen.

Die dritte Kritikategorie (diese wird beispielsweise vom Geldpolitiktheoretiker Peter Bofinger von der Universität Würzburg vertreten) präsentiert überwiegend alten Wein in kaum neuen Schläuchen. So ist etwa die Vermutung nicht ganz neu, die Bundesbank „säge an ihrem eigenen Ast“, sprich: setze selbst ihre hohe Reputation aufs Spiel, indem sie ihre eigenen Ziele verfehle und indem sie trotz überschäumender Geldmenge den Zinssenkungsprozeß am kurzen

¹ Mitteilungen und Kommentare zur Geldwertstabilität der Gemeinschaft Nr. 3/94 vom 9. März 1994.

Ende weiter vorantreibe. Etwas frischer wirkt der Hinweis auf die besondere Rolle der Bundesbank in der Diskussion um die geldpolitische Strategie der zukünftigen Europäischen Zentralbank. Eine derart erfolglose Bundesbank könne wohl kaum die europäischen Partner zur EU-weiten Übernahme ihres monetären Steuerungskonzepts bewegen. Gemeinsam ist den grundsätzlichen Gegnern der Geldmengensteuerung, daß sie entweder keine oder keine im Hinblick auf die Sicherung des Geldwertes überzeugend überlegene Alternative anzubieten haben.

Indikatorwechsel in die falsche Richtung?

Seitens der Bundesbank selbst wird das Konzept der potentialorientierten Geldmengensteuerung nicht in Frage gestellt. Dem Buchstaben nach steht auch ein Indikatorwechsel nicht zur Diskussion. Die extreme Aufblähung des Geldvolumens M3 um die Jahreswende wird von der Bundesbank mit einer Reihe von „Sonderfaktoren“ erklärt. Für den Dezember 1993 waren dies verschiedene steuerliche Neuregelungen, die zu Beginn des neuen Jahres wirksam wurden; für die Zeit danach wird der „Attentismus“ an den Finanzmärkten, ausgelöst durch die Zinswende in den USA, für die verstärkte Liquiditätsvorliebe als verantwortlich angesehen.

Interessant ist aber nun folgendes: Im Gegensatz zu dem, was „*expressis verbis*“ seitens der Bundesbank zu hören ist, scheint sich in Frankfurt „*de facto*“ ein Wandel bezüglich der Einschätzung der Indikatorqualität des Aggregates M3 zu vollziehen. Dieser Wandel geht offenbar in seiner theoretischen Fundierung in die Richtung, die mit den oben erläuterten Bedenken der Institute gewiesen wurde. Gleichwohl könnte ein Indikatorwechsel bevor-

stehen, der in die falsche Richtung geht. Diese Vermutung stützt sich auf die begleitenden und begründenden Kommentare zu den Zinssenkungsbeschlüssen des Zentralbankrates sowohl (nicht ganz deutlich) am 14. April als auch (ganz deutlich) am 11. Mai dieses Jahres. So heißt es einmal: „Zugleich wird ... auch der Zinsabstand zwischen den längerfristigen und den kurzfristigen Geldanlagen vergrößert. Das kann unter den derzeitigen Bedingungen ... dazu beitragen, den entstandenen Anlagestau aufzulösen und die Geldmengenerweiterung über eine verstärkte Geldkapitalbildung zu dämpfen“ (Bundesbankpräsident Dr. Tietmeyer, Pressekonferenz am 14. April), und ein zweites Mal, jetzt sogar im Beschluß des Zentralbankrats vom 11. Mai: „Mit dieser Zinssenkung dürfte eine Konstellation erreicht sein, die auf eine allmähliche Auflösung des Liquiditätsstaus und eine verstärkte Geldkapitalbildung hinwirkt.“ Kurz gestrickt bedeutet dies die Umkehrung der alten Faustregel zur Formel: Zinssenkungen dämpfen das monetäre Expansions-tempo!

Dies macht nur Sinn, wenn die portfoliotheoretischen Überlegungen, die den Vorbehalten der Institute gegenüber dem Indikator M3 von Anbeginn zugrunde lagen, akzeptiert werden und damit letztlich die Vorbehalte selbst geteilt werden. Dies ist um so mehr angebracht, als der Gesetzgeber und die Bundesbank selbst mit einer Reihe zwischenzeitlicher Innovationen die Substitutionsbeziehungen innerhalb von M3 sowie zwischen den Komponenten von M3 und konkurrierenden Anlageformen grundlegend verändert haben. Zu nennen sind vor allem die Neuregelung bezüglich der Spareinlagen, die zweimalige Senkung der Mindestreservesätze und die Angleichung der Mindestreservesätze für Termin- und Spareinlagen. In der

Kombination entfalten diese Innovationen folgende Wirkungen: Der Wettbewerb um Spareinlagen hat sich intensiviert und im Ergebnis haben Spareinlagen sowohl von der Effektivverzinsung als auch von ihrer Liquiditätsnähe an Attraktivität gewonnen (entsprechend wächst diese Komponente in M3, nach einer langen Phase der Stagnation, etwa mit gleichem Tempo wie Termineinlagen). Zugleich ist die Substitutionsnähe zwischen allen verzinslichen Anlageformen gestiegen: Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist, Termineinlagen im Inland (als Komponenten von M3), Termineinlagen am Euromarkt, längerfristige Geldkapitalanlagen und Kapitalmarktpapiere sind in ihrer Qualität als Objekte der Ersparnisbildung näher zusammengerückt, einander „ähnlicher“ geworden. Damit aber hat sich das Aggregat M3 einerseits qualitativ noch weiter von dem entfernt, was die Theorie der Geldmengensteuerung als den „idealen“ Indikator darstellt, ein Aggregat, das bei geringer Zinsempfindlichkeit in engster Beziehung steht zur nominalen Gesamtnachfrage. Andererseits ist aufgrund des höheren Substitutionsgrades zwischen den verzinslichen Anlageformen innerhalb von M3 und anderen, nicht zu M3 zählenden Finanzaktiva auch mit größerer Volatilität von M3 zu rechnen, so daß die quantitative Zerlegung der gemessenen Entwicklung in Trendkomponente und Abweichung-vom-Trend-Komponente erschwert wird.

All dies läßt einen Abschied von M3 als Indikator der Geldpolitik ratlos erscheinen, wobei eine wieder stärkere Orientierung an der Zahlungsmittelfunktion des Geldes bei der Definition des neuen Indikators angebracht wäre. Leider gehen bei der Bundesbank die Präferenzen offenbar in die entgegengesetzte Richtung, nämlich zum – bisher so genannten – „M3 erweitert“.