

Filc, Wolfgang

Article — Digitized Version

Geldmengenziel versus Inflationsziel in der Europäischen Währungsunion

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Filc, Wolfgang (1996) : Geldmengenziel versus Inflationsziel in der Europäischen Währungsunion, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 76, Iss. 4, pp. 208-216

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137347>

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.

Wolfgang Filc

Geldmengenziel versus Inflationsziel in der Europäischen Währungsunion

Eine zentrale Frage für die Gestaltung der Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion besteht darin, ob sich die Europäische Zentralbank wie die Deutsche Bundesbank einem monetären Zwischenziel verpflichten oder ob sie wie die Mehrzahl der anderen Notenbanken den Einsatz ihrer Instrumente unmittelbar an dem Ziel der Geldwertstabilität orientieren sollte. Professor Wolfgang Filc analysiert die Zusammenhänge.

Der Vertrag von Maastricht verpflichtet die künftige Europäische Zentralbank (EZB) ohne jede Einschränkung auf Geldwertstabilität. Das Ziel ist also klar. Unklar dagegen ist, welche geldpolitische Konzeption hierfür herangezogen werden sollte. Dabei ist die instrumentelle Seite angesprochen. Es wird über Mindestreserven diskutiert, dauerhafte Fazilitäten, so den Lombard- und Rediskontkredit, die Praxis der Geldmarktsteuerung, dabei die Rolle von Offenmarktgeschäften¹. Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Konzeption beinhaltet über die instrumentelle Seite hinaus andere Aspekte, nämlich monetäre Ziele und Indikatoren der Geldpolitik und den Transmissionsmechanismus geldpolitischer Maßnahmen. Gegenwärtig wird viel über taktische Elemente der Durchführung der Geldpolitik diskutiert, vor allem über den Instrumentenkasten der EZB. Die Diskussion über die Gesamtkonzeption der Geldpolitik gerät dagegen zu kurz².

Zentral für die Gestaltung der einzelnen Komponenten der Geldpolitik in der Währungsunion und ihr Zusammenwirken ist die Klärung der Frage, ob sich die EZB einem monetären Zwischenziel verpflichten oder ob sie den Einsatz ihrer Instrumente unmittelbar an dem Ziel der Geldwertstabilität orientieren sollte. Monetäre Zwischenziele haben wichtige Funktionen. Geldpolitische Maßnahmen wirken mit variablen Zeitverzögerungen auf den güterwirtschaftlichen Bereich, und die Kenntnis über die Durchwirkung monetärer Impulse auf die Güterwirtschaft ist unzureichend. Deshalb können monetäre Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik genutzt werden, um diese Lücke zu überbrücken. Zwischenziele und Indikatoren sollten klare Politikregeln ableiten lassen, sie dienen der Selbstbindung der Geldpolitik, der Öffentlichkeit soll-

ten Intentionen der Geldpolitik nachvollziehbar verdeutlicht werden, sie sollten dazu beitragen, destabilisierende Maßnahmen der Geldpolitik zu verhindern, sie sollten die Zentralbank also berechenbar werden lassen. So begründet die Deutsche Bundesbank ihr monetäres Zwischenziel M3³.

Die Vorstellungen der Deutschen Bundesbank

Der Beschluß des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank über das Geldmengenziel für 1996 lautet: „Die Deutsche Bundesbank wird ihre Geldpolitik im Jahr 1996 so führen, daß die wiedergewonnene Preisstabilität gesichert werden kann und gleichzeitig die monetären Voraussetzungen für ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum erhalten bleiben. Hierfür hält sie es für angemessen, daß sich die Geldmenge M3 vom vierten Quartal 1995 bis zum vierten Quartal 1996 um 4% bis 7% ausweitet.“⁴ Die Begründung hierfür heißt: „Die Bundesbank hält damit an ihrem bewährten Konzept der Geldmengensteuerung und an der Geldmenge M3 als zentraler Orientierungsgröße für die Geldpolitik fest. Die Geldmengenentwicklung war in der jüngeren Vergangenheit im Jahresverlauf zwar starken Schwankungen unterworfen, die langfristigen Beziehungen zwischen der Geldmengen- und der Preisentwicklung sind jedoch nach wie vor hinreichend stabil.“⁵

¹ Vgl. I. v. Köppen-Mertes: Welche geldpolitischen Instrumente in der Währungsunion?, in: Dresdner Bank, Wirtschaftsanalysen, Januar 1996, S. 10 ff.; H. Remsperger: Subsidiarität in der Zentralbankpolitik: Erfahrungen und Perspektiven, in: W. Filc, C. Köhler (Hrsg.): Integration oder Desintegration der Weltwirtschaft?, Veröffentlichungen des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung, Bd. 31, Berlin 1994, S. 13 ff.; L. Menkhoff: Geldpolitische Instrumente der europäischen Zentralbank, Stuttgart 1995.

² Vgl. hierzu aber P. Bofinger: Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 75. Jg. (1995), H. 12, S. 679 ff.

³ Vgl. Deutsche Bundesbank: Die Geldpolitik der Bundesbank, Frankfurt am Main 1995, S. 68 ff.

⁴ Vgl. Geldmengenziel 1996 und Senkung der Notenbankzinsen, in: Deutsche Bundesbank: Monatsbericht, Januar 1996, S. 21.

⁵ Ebenda, S. 22.

Prof. Dr. Wolfgang Filc, 52, lehrt Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt Geld, Kredit, Währung an der Universität Trier.

Die Bundesbank hat in der Vergangenheit ihre geldpolitische Konzeption immer wieder den Entwicklungen an Finanzmärkten angepaßt, seit 1973 wurde die Berechnungsmethode des monetären Ziels mehrfach verändert, und 1988 wurde die monetäre Zielgröße ausgetauscht.

In den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank wurde erstmals 1969 ein „Geldvolumen“ ausgewiesen, definiert als Bargeldbestand bei Nichtbanken plus Sichteinlagen von Nichtbanken bei Geschäftsbanken plus Termingelder inländischer Nichtbanken mit Befristung bis unter drei Monaten. Geldvolumina in den Abgrenzungen M1 und M2 wurden ab Juli 1971 publiziert, wobei M1 „Geldvolumen“ genannt wurde, Termineinlagen mit Befristung bis unter vier Jahren wurden als „Quasi-Geldbestände“ bezeichnet. Seit März 1976 wurde neben M1 und M2 nachrichtlich die Geldmenge in der Abgrenzung M3 ausgewiesen. Im März 1978 wurden erstmals M1, M2 und M3 mit dem jeweiligen Zusatz „Geldvolumen“ präsentiert. Die Bezeichnung „Geldvolumen“ wurde im Juli 1989 von der noch heute geltenden Bezeichnung „Geldmenge“ ersetzt. Im März 1990 wurden nachrichtlich die Positionen „Geldmenge M3 im Monatsdurchschnitt“ und „Geldmenge M3 erweitert“ in die Berichterstattung aufgenommen. Seitdem informiert die Deutsche Bundesbank in ihren Monatsberichten über die Geldmengen M1, M2, M3, M3 im Monatsdurchschnitt und M3 erweitert. 1992 wurde die letztgenannte Position um Anteile an Geldmarktfonds ergänzt. Auch das monetäre Zwischenziel der Deutschen Bundesbank wurde mehrfach modifiziert. Zunächst war auf die Zentralbankgeldmenge in Abgrenzung der Deutschen Bundesbank abgestellt worden, nämlich Bargeldumlauf bei inländischen Nichtbanken plus Mindestreserve-Soll zu konstanten Reservesätzen. Verlaufsziele traten an die Stelle von Durchschnittszielen. 1988 wurde zur Geldmenge M3 übergegangen, weil die Zentralbankgeldmenge zu stark bargeldlastig geworden war. An diesem Geldmengenziel wurde seitdem festgehalten.

Issing's Law

Bis vor wenigen Jahren schien die Orientierung der Deutschen Bundesbank an einem monetären Zwischenziel also von „Goodhart's Law“ geprägt gewesen zu sein, wonach Zusammenhänge zwischen makroökonomischen Größen zusammenbrechen, wenn sie von der Wirtschaftspolitik systematisch genutzt werden. Inzwischen scheint diese Einschätzung von „Issing's Law“⁶ verdrängt worden zu sein, nämlich das Gesetz eines unverrückbar stabilen Zusammenhangs zwischen der Geldmenge M3 und künftigen Preisen-

denzen⁷. Bei hinreichender Stabilität zwischen der Geldmengen- und der Preisentwicklung werde die Geldpolitik bei Orientierung am Wachstumstempo von M3 in die Lage versetzt, rechtzeitig zu reagieren und damit dämpfend auf die Preisentwicklung einzuwirken. Zudem sei dieser Politikansatz transparent, weil sich Geldmengenziele auf einfache Regeln stützen, die leicht verständlich sind. Und schließlich sei keine andere geldpolitische Konzeption in Sicht, um den Kurs der Geldpolitik besser einschätzen zu können. Soweit die Position der Bundesbank⁸.

Dennoch können sich gerade bei einem starren Festhalten an M3 als monetäres Zwischenziel massive Irritationen der Marktteilnehmer ergeben. Die Bundesbank verwendet das Zinsinstrument, um durch Beeinflussung von Geldnachfrage und Geldangebot zielkonform auf das Wachstum von M3 zu wirken. Zinsimpulse sollten deshalb klare Signale geben, ob die Geldpolitik restriktiv oder expansiv auf Finanzmärkte und den güterwirtschaftlichen Bereich wirkt. Bis in den Sommer 1992 hinein wurden fortlaufende Zinserhöhungen als erforderlich erachtet, um über eine inverse Zinsstruktur langfristige Zinssätze anzuheben, Umschichtungen von zu M3 rechnenden zinstragenden Einlagen von Nichtbanken bei Kreditinstituten in langfristige Anlagen anzuregen, um auf diese Weise das Geldmengenwachstum zu dämpfen. Das gelang nicht. Danach wurden fortlaufende Zinssenkungen mit demselben Ziel des Zurückführens der Geldmengenexpansion als erforderlich erachtet, diesmal damit begründet, einen „Liquiditätsstau“ aufzubrechen.

Element der Unsicherheit

Diese Episode zeigt, daß private Marktteilnehmer bei einer strikten Geldmengenbindung der Geldpolitik keine klaren Politikregeln erkennen können, wenn die Zentralbank mal so und mal so, also nach Belieben, mit zinspolitischen Schritten auf monetäre Zielverfehlungen reagiert. Dann ist die Politik der Zentralbank

⁶ Vgl. Issing's Law, die Währungsunion und das Bundesbankgesetz, in: BHF-Bank, Wirtschaftsdienst Nr. 1808, 13. Januar 1996.

⁷ „If Goodhart's Law could claim universal validity, any monetary strategy, and hence also any policy geared to monetary targeting, should have destroyed its own basis because it has been pursued consistently over such a long period. There are good reasons, however, for contesting the validity of this law, particularly in the case of German monetary policy; I believe that the continuity which the Bundesbank has demonstrated is, on the contrary, one of the factors that have been able to help achieve the success of this strategy and hence it would rather appear to establish a „law“ of quite a different kind.“ O. Issing: Is monetary targeting in Germany still adequate?, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 46, Frankfurt am Main, 26.6.1995, S. 5 f.

⁸ Vgl. Geldmengenziel 1996 und Senkung der Notenbankzinsen, a.a.O., S. 22 ff.; Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland, in: Deutsche Bundesbank: Monatsbericht, Januar 1992, S. 20 ff.

nicht berechenbar, sie wirkt nicht stabilisierend, sondern sie wird zu einem Element der Unsicherheit darüber, ob die Zentralbank Abweichungen des Wachstums der Geldmenge von einem Zielpfad als Ausdrück temporärer Sondereinflüsse oder als Trendphänomen interpretiert, das geldpolitische Maßnahmen in einer den Privaten von vornherein bekannten Weise verlangt⁹. Dennoch präferiert die Bundesbank für die Geldpolitik der EZB ein Geldmengenziel, begründet mit aus ihrer Sicht insgesamt positiven Erfahrungen. Zielverfehlungen in rund der Hälfte der Fälle seit der ersten Proklamation eines Geldmengenziels und zunehmende Variabilitäten von Veränderungsraten der Geldmenge, Unterschließen oder Überschießen des Zielkorridors oder eine erhebliche Hakenbewegung des Zuwachspfades der Geldmenge über den Zielkorridor hinaus, um dann mit dem letzten Schuß das Ziel doch noch zu treffen, wie 1994, schmälern die Eignung von M3 als zentrale Orientierungsgröße der Geldpolitik nicht, weil sich hierin allein temporäre Sondereinflüsse ausdrücken, die kommen und gehen und sich über eine mittlere Frist ausgleichen.

Zur Unterstützung verweist die Bundesbank auf empirische Untersuchungen, welche die Stabilität finanzieller Beziehungen in Deutschland belegen¹⁰. Diese Stabilität des finanziellen Systems bezieht sich auf die Geldnachfrage, die Steuerungskompetenz der Geldmenge durch geldpolitische Maßnahmen und die Indikatoreigenschaft der Geldmengenexpansion für das künftige Preisklima. In einem einheitlichen europäischen Währungsraum, so die Bundesbank, werde die Kompetenz der Geldpolitik zur Kontrolle des Geldmengenwachstums steigen, weil Interventionsverpflichtungen an den Devisenmärkten ebenso entfallen wie Prozesse der Währungssubstitution zwi-

schon nationalen Währungen¹¹. Es ist anzunehmen, daß dieses Plädoyer der Bundesbank für M3 als monetäres Zwischenziel im Kreis der Zentralbanken der EU nicht ungeteilte Zustimmung findet¹².

Alternative Orientierungsgrößen für die Geldpolitik

Viele Zentralbanken haben von der Orientierung der Geldpolitik am Geldmengenwachstum Abstand genommen, weil vormals stabile Beziehungen zwischen Geldmenge, Zinsentwicklung und gesamtwirtschaftlicher Aktivität lockerer geworden sind. Allein die Zentralbanken der Bundesrepublik Deutschland und der Schweiz messen den Kurs der Geldpolitik noch maßgeblich am Expansionspfad der Geldmenge.

Eine der Geldwertstabilität verpflichtete Geldpolitik kann eine Zwischenzielstrategie verfolgen oder sich direkt an Zielvorgaben für die Inflationsrate orientieren. Als Zwischenziele werden neben Geldmengenaggregaten das nominale Bruttoinlandsprodukt, der Außenwert einer Währung, die Laufzeitstruktur der Zinssätze und reale oder nominale Zinssätze diskutiert¹³. Die Fed orientiert sich an einem breiten Spektrum von Variablen, wobei der um Preissteigerungsraten gekürzte Zinssatz für Federal Funds in besonderer Weise beachtet wird.

Kritiker wenden ein, daß mit diesen Orientierungsgrößen der Verantwortungsbereich der Zentralbank über die Geldwertstabilität hinaus ausgedehnt wird¹⁴. Das ist richtig, aber auch wichtig. Denn geldpolitische Maßnahmen wirken auf die allgemeine Preisentwicklung erst nach Anpassungen im güterwirtschaftlichen Bereich. Bemängelt wird auch, daß die genannten Zielgrößen der Geldpolitik keine genauen Werte ableiten lassen, die mit Preisstabilität vereinbar sind. Auch das ist richtig, aber diese Kritik gilt auch für ein Geldmengenziel. Erfahrungen in anderen Ländern seit Mitte der achtziger Jahre und in Deutschland seit der Wiedervereinigung zeigen, daß exakt hergeleitete potentialorientierte Geldmengenziele mit höchst unterschiedlichen Inflationsraten vereinbar sind. Eindeutige

⁹ Vgl. W. Filc: Credibility of German monetary policy on the road towards EMU, in: A. Steinherr (Hrsg.): 30 years of european monetary integration. From the Werner plan to EMU, London, New York 1994, S. 88 ff.

¹⁰ Vgl. Überprüfung des Geldmengenziels und Neuordnung der Mindestreserve, in: Deutsche Bundesbank: Monatsbericht, Juli 1995, S. 29 ff. Ein Überblick über Ergebnisse empirischer Studien zum Zusammenhang zwischen M3 und gesamtwirtschaftlicher Aktivität in der Bundesrepublik Deutschland nach Vollzug der deutschen Einheit sowie eine hierauf gerichtete eigenständige Untersuchung kommt dagegen zu folgendem Ergebnis: „...the equilibrium money demand function appears to have been largely stable since unification despite some changes in short-run dynamics and a level shift in 1990 ... Our long-run estimates do, however, indicate some increase in the sensitivity of real money demand to real income and some decline with respect to changes in real net wealth. The shift in the income and wealth elasticities could be signalling a shift in the long-run relationship. Thus, it is probably still too early in the post-unification period to ascertain conclusively whether the long-run demand for German M3 has remained stable.“ L. S. Kole, E. E. Meade: German Monetary Targeting: A Retrospective View, in: Federal Reserve Bulletin, Vol. 81, Nr. 10, October 1995, S. 927/928.

¹¹ Vgl. Geldmengenziel 1996 und Senkung der Notenbankzinsen, a.a.O.

¹² So bemerkt der Präsident des Europäischen Währungsinstituts: „... I do not believe that the relation between M3 and nominal GDP (and, a fortiori, prices) is an immutable law of nature“. A. Lamfalussy: Rules and discretion in monetary policy, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 42, 16.6.1994, S. 2.

¹³ Zu alternativen Orientierungsgrößen der Geldpolitik vgl. H. Wagner: Stabilitätspolitik. Theoretische Grundlagen und institutionelle Alternativen, 2. Aufl., München 1992; H.-P. Spahn: Ziele und Zwischenziele der Geldpolitik, in: WSI-Mitteilungen, 47. Jg. (1994), H. 11, S. 690 ff.

¹⁴ Vgl. O. Issing: Geldmengensteuerung zur Sicherung des Geldwertes, in: WSI-Mitteilungen, 47. Jg. (1994), H. 11, S. 682 ff.

Werte für monetäre Zwischenziele, die Preisstabilität verheißen, sind gegenwärtig nicht bestimmbar, gleich, ob sie für die Geldmenge oder für andere Größen formuliert werden.

Inflationsziel als nominaler Anker

Diese Kritik entfällt, wenn geldpolitische Maßnahmen an der Inflationsrate, besser: an einem potentiellen Inflationsdruck, ausgerichtet werden. Zentralbanken einiger großer Industrieländer, so der USA, Großbritanniens und Kanadas, orientieren sich seit einigen Jahren unmittelbar an dem Ziel der Preisstabilität, ohne den Umweg über ein monetäres Zwischenziel einzuschlagen¹⁵. Bislang ist nicht zu erkennen, daß diese Konzeption weniger gut geeignet ist, für Preisstabilität zu sorgen als die Geldmengenorientierung der Bundesbank. Ein Unterschied ist jedoch deutlich: Die Ausrichtung der Geldpolitik an einem Inflationsziel bei Berücksichtigung unterschiedlicher Variablen des güterwirtschaftlichen und monetären Systems hat in diesen Ländern zu befriedigendem Wirtschaftswachstum bei Preisstabilität beigetragen, ein Ergebnis, das die Bundesrepublik Deutschland nicht vorweisen kann.

Ein Inflationsziel als nominaler Anker der Geldpolitik bildet einen mindestens ebenso transparenten Rahmen zur Beurteilung geldpolitischer Maßnahmen wie ein Geldmengenziel¹⁶. Zudem kann dadurch verhindert werden, daß die Geldpolitik einen Konjunkturabschwung verstärkt. Geht das Wirtschaftswachstum zurück, kommt es gar zu wirtschaftlicher Stagnation, so sinkt auch das Wachstum des Produktionspotentials. Eine potentialorientierte Ableitung des Geldmengenziels hat das zu berücksichtigen und das Geldmengenwachstum zu dämpfen. Geschieht das nicht, so gibt die Zentralbank ihre potentialorientierte Geldmengensteuerung auf. Wird das Geldmengenziel dem geringeren Potentialwachstum angepaßt, werden aber gleichzeitig die Zinssätze für die Zentralbankgeldversorgung als Reaktion auf die Wachstumsschwäche gesenkt, so bedarf es hoher Interpretationskunst einer Zentralbank, der Öffentlichkeit die Ratio dieser Maßnahmen zu verdeutlichen. Die Zentralbank unterliegt dann der Gefahr, in ein Glaubwürdigkeitsdilemma zu geraten. Orientiert sich die Geldpolitik an einem Inflationsziel, besteht diese Gefahr nicht.

Ist eine längere Wachstumsschwäche absehbar, so ist auch ein Rückgang der Inflationsrate bzw. fortdauernde Preisstabilität anzunehmen. Eine Geldpolitik, die sich nicht an der gegenwärtigen, sondern an der künftigen Inflationsrate orientiert, sollte das zum Anlaß nehmen, sich neu zu positionieren, um gesamtwirtschaftliche Fehlentwicklungen abzubauen. Das ver-

langt eine expansivere Ausrichtung der Geldpolitik, also Zinssenkungen, nicht dagegen ein Absenken des Geldmengenziels.

Gegen ein Inflationsziel werden viele Bedenken vorgebracht. So verweist die Bundesbank darauf, daß ein Inflationsziel allein eine Notlösung für den Fall sei, daß traditionelle finanzielle Beziehungen zusammengebrochen sind; überdies gebe es eine Vielzahl konkurrierender Preisindizes; ferner sei ein Inflationsziel wegen der Vielzahl der heranzuziehenden Indikatoren weniger transparent als ein Geldmengenziel; schließlich unterliege die Geldpolitik der Gefahr, der Preisentwicklung hinterherzulaufen und zyklische Schwankungen zu verstärken oder aber der Gefahr des Verlusts der Glaubwürdigkeit, wenn sie bei noch relativ hohem Preisauftrieb – aber Anzeichen eines künftigen Rückgangs der Inflationsrate – auf einen expansiven Kurs umschaltet¹⁷.

Die meisten dieser Kritikpunkte richten sich in gleicher Weise gegen M3 als monetäres Zwischenziel. Allein „Issing's Law“ rechtfertigt das Festhalten an M3, während zum Beispiel das Kieler Institut für Weltwirtschaft schon seit langem M1 als Zielgröße der Geldpolitik favorisiert. Immer wieder betont die Bundesbank nicht-monetäre Einflüsse auf die allgemeine Preisentwicklung, die es bei geldpolitischen Entscheidungen zu beachten gilt. Auch die Bundesbank orientiert sich deshalb – selbstverständlich – an mehreren Indikatoren. Und die primäre Instrumentenvariable der Bundesbank, Leitzinssätze zur Steuerung des Tagesgeldsatzes, wird immer dann ins Spiel gebracht, wenn die aktuelle Inflationsrate sich verändert, nicht bereits dann, wenn der potentielle Inflationsdruck steigt oder sinkt.

Die Unterschiede zwischen einem Inflationsziel und einem Geldmengenziel sind also geringer als gelegentlich hervorgehoben wird. Die Orientierung der Geldpolitik an der Zuwachsrate der Geldmenge ist mit einem Inflationsziel gleichzusetzen, wenn die Zentralbank Zugriff auf die Entwicklung der Geldmenge hat und wenn die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes vorhersehbar ist. Die Bundesbank sieht diese Voraussetzungen für eine Geldmengenorientierung in Deutschland als gegeben an. Aber eine Übertragung der Geld-

¹⁵ Zur Konzeption der Bank of England vgl. M. King: Do inflation targets work?, in: Bank of England, Quarterly Bulletin, Vol. 35 (1995), Nr. 4, S. 392 ff.

¹⁶ Vgl. H.-P. Spahn: Ziele und Zwischenziele der Geldpolitik, a.a.O.

¹⁷ Vgl. Geldmengenziel 1996 und Senkung der Notenbankzinsen, a.a.O.; Geldmengen- oder direktes Inflationsziel für das ESZB?, BHF-Bank, Wirtschaftsdienst Nr. 1809, 3. Februar 1996; H. Tietmeyer: Monetäre Integration in Europa, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 77, Frankfurt am Main, 13.1.1995, S. 1 ff.

mengenkonzeption der Deutschen Bundesbank auf den künftigen europäischen Währungsraum verlangt auch, daß die Beziehungen zwischen monetären Größen und dem güterwirtschaftlichen Bereich in den Ländern ähnlich sind, die für eine Währungsunion in Frage kommen. Hiervon kann nicht wie selbstverständlich ausgegangen werden.

Frankreich und Deutschland im Vergleich

Eine Europäische Währungsunion ohne die Bundesrepublik Deutschland und Frankreich ergibt wenig Sinn. Würden sich heute beide Länder zu einer Währungsunion zusammenschließen und wäre dann zu entscheiden, ob sich die Geldpolitik an der Geldmenge M3 als monetäres Zwischenziel orientieren sollte, so wäre zuvor zu prüfen, ob die Beziehungen zwischen Geldmenge, Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und Nominaleinkommen in beiden Ländern sehr ähnlich oder sehr unterschiedlich sind. Nur bei sehr ähnlichen Strukturen könnte die Zentralbank einen dominierenden Einfluß auf die allgemeine Preisentwicklung ausüben, wenn sie einem Geldmengenziel folgt.

Nominales Sozialprodukt und Geldbestände werden durch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes verbunden. Sie zeigt, wie häufig die Geldmenge zur Finanzierung des Nominaleinkommens eingesetzt wird. In der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes werden nachfrage- und angebotsseitige Effekte erfaßt. So kann eine sinkende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zunehmende Geldnachfrage ausdrücken, etwa deshalb, weil die vermögensorientierte Geldhaltung trendmäßig stärker steigt als das Nominaleinkommen, weil die künftige Güternachfrage zunehmen wird, weil

Zinsanreize veranlassen, von der Geldkapitalhaltung in Geldmenge umzuschichten, so bei einer inversen Zinsstruktur. Eine sinkende Umlaufgeschwindigkeit kann aber auch eine Ausdehnung des Geldangebots als Folge expansiver geldpolitischer Maßnahmen widerspiegeln.

Stabile Trends der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes sind von einer Zentralbank bei der Bemessung eines Geldmengenziels problemlos zu berücksichtigen. Unvorhersehbare Trendänderungen dagegen entziehen einer geldmengenorientierten Notenbankpolitik ihre Grundlage, zunehmende und in der Richtung nicht einschätzbare kurzfristige Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit machen das Erreichen oder Verfehlen von Geldmengenzielen vom Zufall abhängig. Trendstabilität der Umlaufgeschwindigkeit ist deshalb für ein Geldmengenziel unerläßlich, Varianzstabilität ist erforderlich, um nicht immer wieder Zielverfehlungen auf wechselnde temporäre Sonderinflüsse zurückführen zu müssen. Sind Trendstabilität und Varianzstabilität nicht gegeben, so riskiert die Geldpolitik bei einem Festhalten an einem monetären Zwischenziel, Glaubwürdigkeit und Reputation zu verlieren. Dann gelingt es der Geldpolitik nicht mehr, die Erwartungen privater Marktteilnehmer und die Zinsentwicklung über den Geldmarkt hinaus zu prägen. Diese Erfahrungen veranlaßten die Zentralbanken vieler Länder, die Geldmengenorientierung zugunsten eines Inflationsziels oder anderer Indikatoren aufzugeben.

Die Banque de France orientiert sich an der Wachstumsrate von M3 sowie daran, den Wechselkurs des

Abbildung 1
Umlaufgeschwindigkeit von M3
in Deutschland

(1. Vj. 1980 – 4. Vj. 1994)

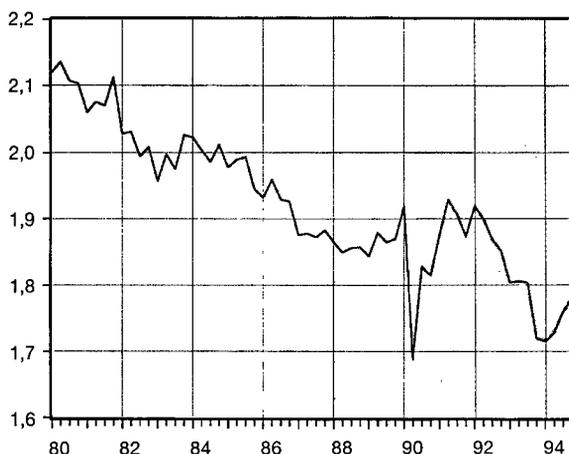


Abbildung 2
Schätzung der Umlaufgeschwindigkeit von M3
in Deutschland mit dem Zeittrend

(1. Vj. 1980 – 4. Vj. 1994)

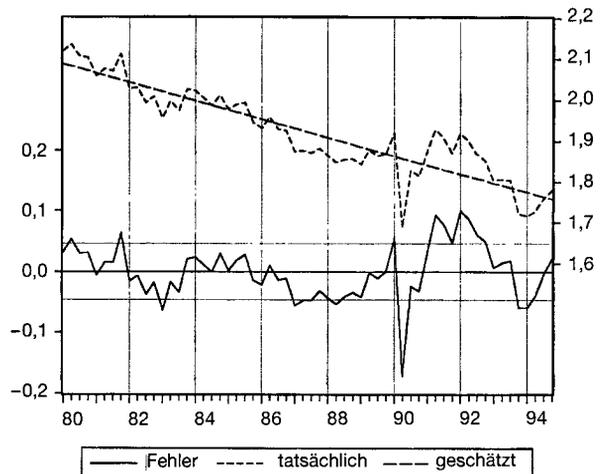


Abbildung 3
Umlaufgeschwindigkeit von M3 in Frankreich

(1. Vj. 1980 – 3. Vj. 1994)

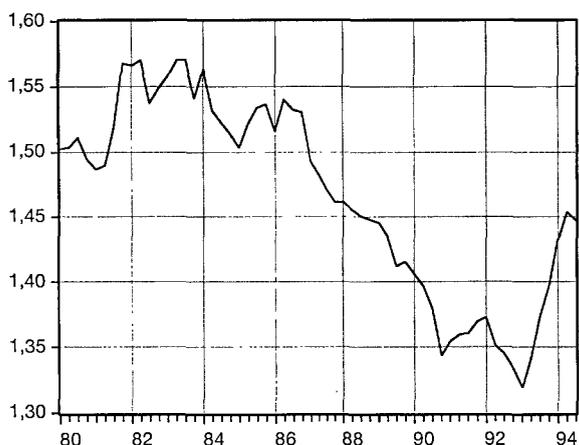


Abbildung 4
Schätzung der Umlaufgeschwindigkeit von M3 in Frankreich mit dem Zeittrend

(1. Vj. 1980 – 3. Vj. 1994)

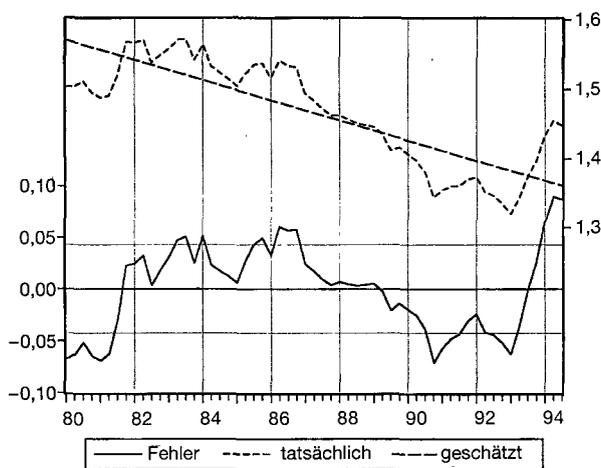


Abbildung 5
Veränderungsraten der Umlaufgeschwindigkeit und von M3 in Deutschland gegenüber dem Vorjahr

(1. Vj. 1981 – 4. Vj. 1994)

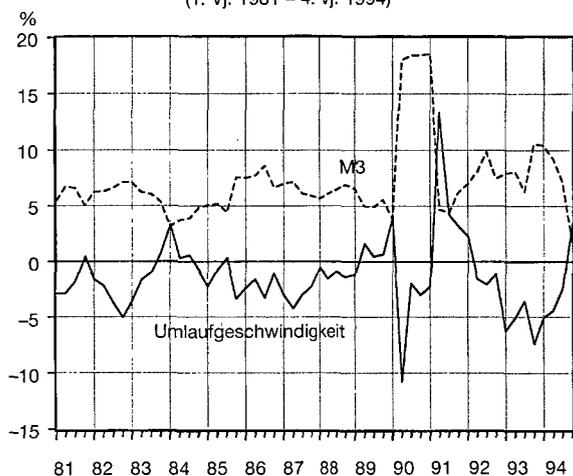
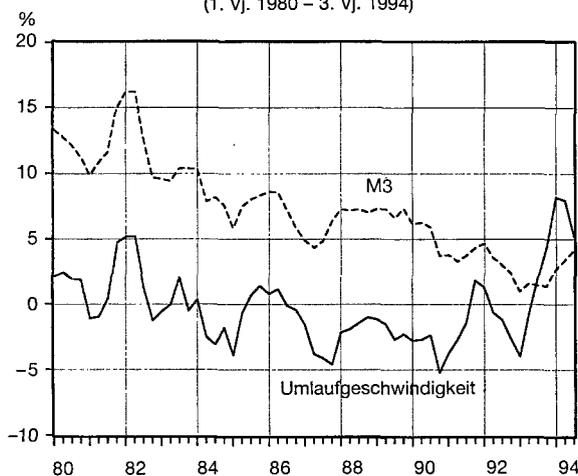


Abbildung 6
Veränderungsraten der Umlaufgeschwindigkeit und von M3 in Frankreich gegenüber dem Vorjahr

(1. Vj. 1980 – 3. Vj. 1994)



französischen Franc gegenüber der D-Mark zu stabilisieren. Wirken geldpolitische Maßnahmen in Frankreich sowohl auf M3 als auch auf den Wechselkurs gegenüber der D-Mark, so sind die geldpolitischen Konzeptionen in Deutschland und in Frankreich nahezu deckungsgleich. Weil geldpolitische Aktionen aber nicht nur auf M3 einwirken, sondern auch auf die Umlaufgeschwindigkeit, ist zu fragen, ob die gleichgerichtete geldpolitische Konzeption in beiden Ländern in gleichgerichteten Änderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ausgedrückt wird¹⁸.

Für Deutschland zeigt sich bis Mitte 1989 ein stabiler Abwärtstrend der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (vgl. Abbildung 1). Bei der Festlegung von Geldmengenzielen war diese Entwicklung also einschätz-

bar. Seit Vollzug der deutschen Währungsunion (in Abbildung 1 ist dieser Zeitraum hervorgehoben) unterliegt die Umlaufgeschwindigkeit erheblichen und kaum einschätzbaren Schwankungen. Das geht einher mit nahezu regelmäßigen Verfehlungen von Geldmengenzielen, möglicherweise zurückzuführen auf temporäre Sondereinflüsse, nicht ausschließbar aber

¹⁸ Zu einem Vergleich der Umlaufgeschwindigkeit von M1 in Deutschland und verschiedenen Gruppen jener sieben Länder, die 1979 das EWS gegründet hatten, vgl. N. Funke: Eine geldpolitische Strategie für die Europäische Zentralbank, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 74. Jg. (1994), H. 1, S. 50 ff. Die in den Abbildungen dargestellten Zeitreihen (jeweils Quartalswerte) basieren auf folgenden Grunddaten: nominales Bruttoinlandsprodukt, saisonbereinigt: OECD: Main Economic Indicators; M3 Frankreich, saisonbereinigt: OECD: Main Economic Indicators; M3 Bundesrepublik Deutschland, saisonbereinigt: Deutsche Bundesbank: Monatsberichte.

auch auf grundlegende Veränderungen im finanziellen Sektor und seiner Interaktion mit dem güterwirtschaftlichen Bereich. Konnte bis 1989 die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit nahezu vollständig mit einer Trendkomponente erklärt werden, so überwiegen seitdem andere Einflüsse (vgl. Abbildung 2). Mag die Umlaufgeschwindigkeit in Deutschland trendstabil sein, so ist sie seit 1989 auf jeden Fall varianzinstabil. Das Erreichen von Geldmengenzielen wurde seitdem zu einem Zufallsereignis.

Auch für Frankreich zeigt sich für 1983 bis 1989 ein trendstabiler Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit (vgl. Abbildung 3). Ebenso wie für Deutschland so ist auch für Frankreich festzustellen, daß es seit 1990 nur selten gelingt, die Umlaufgeschwindigkeit mit der Trendkomponente zu erfassen (vgl. Abbildung 4). Fraglich ist, ob das eine Trendänderung oder Varianzinstabilität der Umlaufgeschwindigkeit ausdrückt. In beiden Fällen aber ist die Eignung eines Geldmengenziels für die Zentralbankpolitik in Frage gestellt.

Veränderungsraten der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und der Geldmenge addieren sich zu Veränderungsraten des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Ähnliche Beziehungen an Finanzmärkten sowie des Zusammenhangs zwischen monetären Märkten und dem güterwirtschaftlichen Bereich in verschiedenen Ländern drücken sich in jeweils gleichgerichteten Veränderungen der Geldmenge und der Umlaufgeschwindigkeit aus. Ein Vergleich zeigt, daß zwischen Deutschland und Frankreich gravierende Unterschiede bestehen. In Deutschland verändern sich beide Größen, die die Komponenten der Finanzierung der Gesamtnachfrage erfassen, gegenläufig: Sinkt

das Geldmengenwachstum, so steigt die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, so daß die knappere Geldversorgung intensiver genutzt wird. Dadurch werden restriktive geldpolitische Maßnahmen, die das Geldangebot dämpfen, zum Teil kompensiert. Im Gegensatz dazu verlaufen in Frankreich in der Regel Veränderungsraten der Geldmenge und der Umlaufgeschwindigkeit parallel, so daß die Wirkungsrichtung der Geldpolitik von Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit unterstützt wird. Abweichungen von diesem Muster zeigen sich ab 1991 (vgl. Abbildung 5 und Abbildung 6). Wieder ist nicht zu entscheiden, ob hierin zeitlich begrenzte Sondereinflüsse ausgedrückt werden oder permanente Verschiebungen der Interaktion zwischen Finanzmärkten und der Gesamtnachfrage.

All das belegt erhebliche länderspezifische Besonderheiten der finanziellen Beziehungen und der Verknüpfung des monetären Bereichs mit der Gesamtnachfrage. Dagegen besteht in beiden Ländern ein meist gleichgerichteter Verlauf von Veränderungsraten des nominalen Bruttoinlandsprodukts und der Geldmenge M3 (vgl. Abbildung 7 und Abbildung 8). Jedoch sind zunehmende Abweichungen von diesem Muster seit Ende 1989 festzustellen. Wiederum ist fraglich, ob diese Änderungen zuvor stabiler Zusammenhänge allein temporär wirkende Sondereinflüsse reflektieren.

Unterstellt, dies wäre so, ist dennoch zu konstatieren, daß die Finanzierung des Sozialprodukts und das Preisklima in gleicher Weise von der Expansion der Geldmenge und von Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bestimmt werden. M3 als monetäres Zwischenziel für die EZB setzt deshalb ei-

Abbildung 7
Veränderungsraten des nominalen Bruttoinlandsprodukts und von M3 in Deutschland gegenüber dem Vorjahr

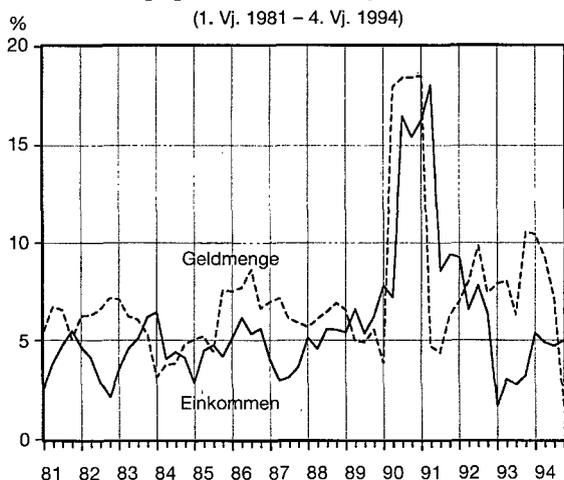
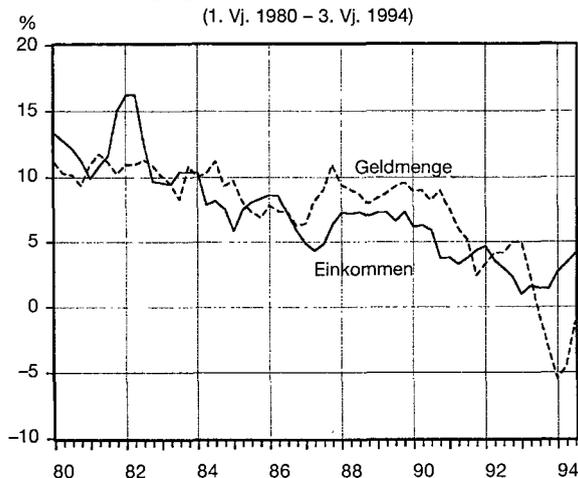


Abbildung 8
Veränderungsraten des nominalen Bruttoinlandsprodukts und von M3 in Frankreich gegenüber dem Vorjahr



ne gleichgerichtete Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in den Teilnehmerländern der Währungsunion voraus. Für Frankreich und Deutschland bestand bis Ausgang der achtziger Jahre ein gleichgerichteter, wenngleich niveaushobener Trendverlauf. Seitdem hat sich eine ausgeprägt gegenläufige Entwicklung herausgebildet (Korrelationskoeffizient: $-0,49$). Ein Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in Frankreich korrespondiert meist mit ihrer Verringerung in Deutschland (vgl. Abbildung 9). Wieder mag es sein, daß sich hierin allein temporäre Sondereinflüsse ausdrücken – die deutsche Währungsunion, die Liberalisierung des innergemeinschaftlichen Kapitalverkehrs, EWS-Turbulenzen, steuerliche Überlegungen, die zu Umschichtungs Vorgängen der Vermögenshaltung Anlaß geben. Aber ebenso möglich ist es, daß sich in diesen veränderten Beziehungen dauerhafte Strukturänderungen ausdrücken, die einer vorbehaltlosen Übertragung der geldpolitischen Konzeption der Deutschen Bundesbank auf den künftig einheitlichen europäischen Währungsraum die Grundlage entziehen.

Die Formulierung eines Geldmengenziels verlangt von einer Zentralbank aber nicht allein die Einschätzung des künftigen trendmäßigen Verlaufs absoluter Werte der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, sondern auch ihrer Veränderungsrate. Werden Veränderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M3 Frankreichs und Deutschlands verglichen, so zeigt sich kein gleichgerichteter Zusammenhang (vgl. Abbildung 10). Für den gesamten Zeitraum besteht eine schwach negative Korrelation, die sich seit dem vierten Quartal 1989 verstärkt hat (Korrelationskoeffizient: $-0,28$). Zudem haben seitdem die Schwankungen von Veränderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit in beiden Ländern zugenommen. In Deutschland war dies der hauptsächliche Grund für das

Abbildung 9
Umlaufgeschwindigkeit von M3 in Deutschland und in Frankreich
(1. Vj. 1981 – 3. Vj. 1994)

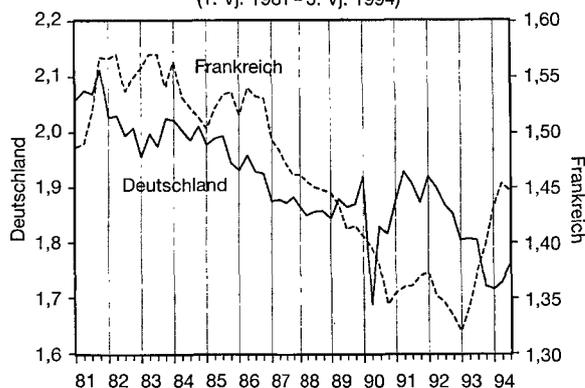
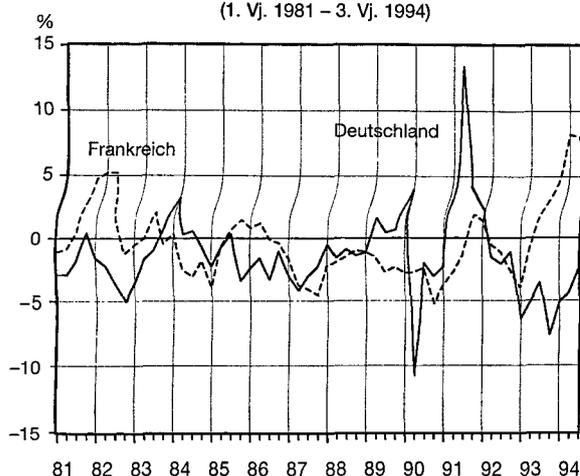


Abbildung 10
Veränderungsraten der Umlaufgeschwindigkeit von M3 in Deutschland und in Frankreich gegenüber dem Vorjahr
(1. Vj. 1981 – 3. Vj. 1994)



Verfehlen von Geldmengenzielen in den neunziger Jahren. Nicht anzunehmen ist, daß unvorhersehbare Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit in der Europäischen Währungsunion allein deshalb geringer werden, weil nationale Währungen von der Europawährung ersetzt werden. Die Wahrscheinlichkeit, daß die Europäische Zentralbank Geldmengenziele nicht einhalten können wird, ist deshalb nicht geringer, als das in den letzten Jahren in der Bundesrepublik Deutschland der Fall war. Für die Glaubwürdigkeit der künftigen europäischen Geldpolitik und den Aufbau von Reputation der EZB ist es riskant, das Erreichen oder Verfehlen eines monetären Zwischenziels dem Zufall zu überantworten¹⁹. Alte und halbwegs bewährte Rezepturen der Vergangenheit und Gegenwart taugen nicht für die Gestaltung einer mit einer Zäsur beginnenden Zukunft. Die Europäische Währungsunion stellt einen derartigen qualitativen Sprung dar.

Schlußfolgerungen für die Geldpolitik in der EWU

Das Auf und Ab der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes in Deutschland und Frankreich der letzten Jahre läßt die Frage unbeantwortet, ob sich künftig wieder ein stabiler Trend herausbildet, der es erlaubt, ein Geldmengenziel abzuleiten, dessen Einhaltung nicht länger, wie in Deutschland seit Vollzug der deutschen Einheit, vom Zufall bestimmt wird. Deshalb ist

¹⁹ Dagegen wirbt Tietmeyer für ein Geldmengenziel der EZB mit dem Glaubwürdigkeitsargument. „Die Europäische Zentralbank wird ohne eigene Geschichte und Tradition starten. Geldmengensteuerung kann da helfen, ein Stück Glaubwürdigkeit und Stetigkeit von der alten Ankerwährung zu erben. Und sie könnte Irritationen an den Märkten beim Start der Währungsunion vermeiden helfen.“ H. Tietmeyer: Monetäre Integration in Europa, a.a.O., S. 5.

die Empfehlung problematisch, die Geldmengenkonzeption der Deutschen Bundesbank solle ohne Abstriche von der künftigen EZB übernommen werden. Ein Vergleich Frankreichs mit der Bundesrepublik Deutschland zeigt erhebliche Unterschiede der Zusammenhänge zwischen der Entwicklung der Geldmenge, ihrer Umlaufgeschwindigkeit und dem nominalen Sozialprodukt, so eine klar gegenläufige Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit in beiden Ländern seit Ausgang der achtziger Jahre. Es ist nicht absehbar, welche Strukturen des finanziellen Sektors und seiner Interaktion mit dem güterwirtschaftlichen Bereich sich in der Währungsunion durchsetzen werden, die der Bundesrepublik Deutschland, Frankreichs oder eines anderen Landes. Möglich ist auch, daß sich neue Strukturen herausbilden, die sich von jenen nationaler Finanzsysteme unterscheiden. Es grenzt an Wunschenken, wie selbstverständlich davon auszugehen, daß der europäische Währungsraum die Strukturen monetärer Beziehungen Deutschlands aufweisen wird. Die europäische Währungsunion ist keine Neuauflage der Währungsunion in Deutschland von 1990. Die deutsche Währungsunion war der Konkurs eines monetären Systems und sein Ersatz durch ein bewährtes System mit seinen in Jahrzehnten entwickelten Strukturen. Die Europäische Währungsunion dagegen fügt unterschiedliche finanzielle Systeme und verschiedene tradierte Verhaltensweisen von Akteuren an nationalen Finanzmärkten zusammen. Welche Strukturen sich nach der Fusion nationaler Finanzsysteme zu einem einheitlichen Währungsraum herausbilden werden, ist nicht einschätzbar.

²⁰ Vgl. hierzu auch P. Bofinger: Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion, a.a.O.

²¹ Vgl. T. D. Lane, M. Griffiths, A. Prati: Können Preisniveaueziele der Geldpolitik helfen, Glaubwürdigkeit zu gewinnen?, in: Finanzierung und Entwicklung, 32. Jg., Nr. 4, Dezember 1995, S. 20 ff.

Setzt die EZB allein auf die Geldmengenorientierung, so ist die Gefahr hoch zu gewichten, daß Verfehlungen des monetären Zieles die Regel werden. Dabei geht es nicht allein um Unwägbarkeiten hinsichtlich der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Fraglich ist auch, wie die Wachstumsrate eines europäischen Produktionspotentials ermittelt und welcher Wert als normativer Preisanstieg eingerechnet werden soll. Wenn gilt, daß in verschiedenen europäischen Ländern die Beziehungen zwischen Geldmenge und Inflation lockerer geworden sind, so wird dieser Defekt nicht durch die Umstellung nationaler Währungen in die Europawährung behoben. Wenn es auch in Deutschland zunehmend schwerer wird, ein Geldmengenziel einzuhalten, dann wird es noch schwerer sein, über die Steuerung der Geldmenge in Europa ein Inflationsziel zu erreichen. Deshalb sollte sich die EZB zunächst an einem Inflationsziel orientieren²⁰. Es sollte, wie in Großbritannien, den Durchschnitt des tolerierbaren Preisanstiegs für eine längere Zeitperiode, etwa für die Dauer von drei Jahren, beinhalten. Das könnte verbunden werden mit der Ableitung eines Geldmengenziels, das als kompatibel mit dem Inflationsziel erachtet wird. Abweichungen tatsächlicher Werte des Preisanstiegs und der Expansionsrate der Geldmenge von Zielgrößen sowie erforderliche zielkonforme Politikmaßnahmen sollten von der EZB erläutert werden. Eine derartige Konzeption der Geldpolitik schafft Transparenz und Nachvollziehbarkeit geldpolitischer Maßnahmen, und sie schaltet aus, daß die EZB in ein Glaubwürdigkeitsdilemma gerät, wenn sich finanzielle Strukturen herausbilden sollten, die es ausschließen, ein monetäres Zwischenziel zu erreichen²¹. Nach einer Erprobungsphase könnte entschieden werden, ob die Geldmenge M3 oder die Inflationsrate prioritäres Gewicht zur Orientierung der Geldpolitik erhalten soll.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: N. N., Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Eckart Scharrer)

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Christoph Kreienbaum (stellvertretender Chefredakteur), Wiebke Brudershausen, Dipl.-Vw. Susanne Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 20347 Hamburg, Tel.: (0 40) 35 62 306/307

Die Zeitschrift sowie alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Namentlich gezeichnete Artikel müssen nicht die Meinung der Herausgeber/Redaktion wiedergeben. Unverlangt eingesandte Manuskripte – für die keine Haftung übernommen wird – gelten als Veröffentlichungsvorschlag zu den Bedingungen des Verlages. Es werden nur unveröffentlichte Originalarbeiten angenommen. Die Verfasser erklären sich mit einer nicht sinntstellenden redaktionellen Bearbeitung einverstanden.

Verlag und Anzeigenannahme und Bezug:

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG, Waldseestraße 3-5, 76530 Baden-Baden, Tel. (0 72 21) 21 04-0, Telefax (0 72 21) 21 04 27

Bezugsbedingungen: Abonnementpreis jährlich DM 106,- (inkl. MwSt.), Studentenabonnement DM 53,- zuzüglich Porto und Versandkosten (zuzüglich MwSt. 7%); Einzelheft DM 9,-; Abbestellungen vierteljährlich zum Jahresende. Zahlungen jeweils im voraus an: Nomos-Verlagsgesellschaft, Stadtparkasse Baden-Baden, Konto 5-002266

Anzeigenpreisliste: Nr. 1 vom 1. 1. 1993

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: AMS Wunsch Offset-Druck GmbH, 92318 Neumarkt/Opf.