

Scheide, Joachim

**Article — Digitized Version**

## Preisniveaustabilität: Geldmengenregeln auch für unabhängige Notenbanken

Zeitschrift für Wirtschaftspolitik

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Scheide, Joachim (1993) : Preisniveaustabilität: Geldmengenregeln auch für unabhängige Notenbanken, Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, ISSN 0721-3808, Fischer, Stuttgart, Vol. 42, Iss. 2, pp. 97-121

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1575>

**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.*

*Joachim Scheide*

## **Preisniveaustabilität: Geldmengenregeln auch für unabhängige Notenbanken\***

### **I. Einleitung**

Der Kurs der Geldpolitik wird immer kontrovers beurteilt. Dies gilt insbesondere für die jetzige Situation in der Bundesrepublik, aber auch in anderen Ländern, wo die wirtschaftliche Lage Anlaß für viele Beobachter ist, die Notenbanken zu aktivem Handeln aufzufordern (so in den USA, Japan, Großbritannien und Frankreich, um nur einige Beispiele zu nennen). In der öffentlichen Diskussion geht es fast immer nur um ad-hoc Maßnahmen, mit denen akut scheinende Probleme angepackt werden sollen. An der Debatte beteiligen sich auch Notenbanken, um Erfolge, wenn sie denn eintreten, dem eigenen Handeln zuzurechnen oder um andere zur Korrektur ihres Handelns aufzufordern, wenn Mißerfolge offensichtlich sind.

In dem vorliegenden Papier geht es aber um grundsätzliche Fragen der Ausgestaltung der Geldpolitik. Die Begriffe "Notenbankautonomie" und "Regelpolitik" bilden zwei Schwerpunkte in der Literatur. Bei dem ersten Stichwort untersuchen mehrere Autoren, ob der Grad der Unabhängigkeit einer Zentralbank einen entscheidenden Einfluß auf den Erfolg einer Volkswirtschaft hinsichtlich der Preisniveaustabilität oder der Stabilität der Produktionsentwicklung hat (vgl. etwa *Alesina, Summers*, 1990). Solche Korrelationen sind wohl hilfreich; sie können wegen ihrer Grobheit aber auch durchaus kritisiert werden. So ist die Unabhängigkeit schwer zu messen. Die Deutsche Bundesbank wird in solchen Publikationen stets sehr hoch eingestuft, meist sogar mit dem maximal möglichen Wert für Unabhängigkeit. Doch wird niemand behaupten, daß die Bundesbank wirklich unabhängig ist. Erstens kann man aus *Vaubel* (1991) schließen, daß Mitglieder des Zentralbankrats eben auch "nur" politische Menschen sind und Ziele zur Unterstützung oder – je nachdem – auch zur Gefährdung der jeweiligen Regierung verfolgen mögen. Zweitens muß die

\* Leicht geänderte Fassung eines Referats anläßlich der Konferenz "Geldwertstabilität und Notenbankautonomie", veranstaltet von der Irving-Fisher Gesellschaft am 25. Februar 1993 in Siegen.

Bundesbank immer wieder einen selbst für richtig gehaltenen Kurs verletzen, weil politischer Druck ausgeübt wird.<sup>1</sup>

Diese Korrelationsrechnungen sind auch deshalb grob, weil sie Querschnittsanalysen über einen oft sehr langen Zeitraum darstellen. Die Entwicklung der Inflationsraten beispielsweise ist aber über 20 oder 30 Jahre nicht gleich. Die vermeintlich unabhängige Deutsche Bundesbank ist verantwortlich für eine Inflationsrate, die zu Jahresbeginn 1993 so hoch ist wie die in Italien, wo die Notenbank zum Finanzministerium gehört. Auf der Skala von 1 bis 4 erhält Italien aber nur den niedrigen Wert von 1,5 und Deutschland einen Wert von 4. Frankreich (Wert 2) hat gegenwärtig eine niedrigere Inflationsrate als Deutschland, ebenso wie Großbritannien (ebenfalls Wert 2), das gerade beschlossen hat, die im Maastrichter Vertrag angestrebte Unabhängigkeit der Notenbanken (entsprechend wohl dem Wert 4) gar nicht erst einzuführen. Über die Zeit betrachtet haben einige Länder mal sehr hohe und mal sehr niedrige Inflationsraten gehabt, obwohl sich an dem Grad der Unabhängigkeit ihrer Notenbanken nichts geändert hat (Tabelle 1). So zählte Japan (Wert 2,5) zu Beginn der siebziger Jahre zu den Hochinflationsländern und wurde beim Preisanstieg – betrachtet man die großen Industriestaaten – nur von Italien "übertrroffen". Danach wurde es zum Musterland an Stabilität und weist seit rund 10 Jahren fast durchweg die niedrigste Inflationsrate unter den G7-Ländern auf. Der Tendenz nach gilt das auch für Frankreich. Abgesehen davon steht Deutschland in bezug auf die Stabilität der Produktionsentwicklung nicht besser da als Italien (siehe *Alesina, Summers, 1990*); dies dürfte wohl kaum damit zusammenhängen, daß die realen Schocks in Deutschland größer waren als in Italien.

Alles in allem sind die Rechnungen zwar informativ, und es stellt sich immerhin heraus, daß die Bundesrepublik bezüglich der Preisstabilität einen Spitzenplatz einnimmt und daß Italien erwartungsgemäß das Schlußlicht bildet, doch können sie nicht alles erfassen, worauf es ankommt. Sicherlich sind auch Personen wichtig. Wenn beispielsweise für die Europäische Zentralbank ein Wert 4 angestrebt wird, wie er für die Bundesbank gilt, so ist damit eben nicht sichergestellt, daß in der Europäischen Währungsunion eine ähnlich niedrige Inflationsrate erreicht wird. Skeptiker weisen mit Recht auf die personelle Zusammensetzung hin. Der relative Erfolg der Bundesbank beruht eben auch auf den Personen, die für die Geldpolitik verantwortlich sind. Dies ist mit ausschlaggebend für die Reputation, die sich die Europäische Zentralbank erst noch erwerben muß.

1 Beispiele hierfür sind die Entscheidungen im September 1992 und im Februar 1993.

Bei dem anderen Stichwort der "Regelpolitik" geht es um die bekannte Debatte "rules versus discretion".<sup>2</sup> Den zahlreichen Regeln, die in der Literatur diskutiert und zum Teil auch empirisch untersucht werden, soll nicht noch eine weitere Variante hinzugefügt werden mit dem Anspruch, die Mängel anderer Regeln beseitigen zu können. Gleichwohl wird ein bestimmtes Konzept analysiert.

Eine Politik, die einer Regel folgt, schließt den aktivistischen Keynesianismus weitgehend aus, also die Auffassung, der Staat und die Notenbank mögen sich heute um das jeweils drängendste Problem kümmern, ob das nun die Arbeitslosigkeit, die Inflation, der Wechselkurs oder was auch immer sei. Sollten dadurch morgen neue Probleme entstehen, gilt in dieser Philosophie der Grundsatz: "Let us worry about it tomorrow!"<sup>3</sup>

Unabhängigkeit und Regeln sind positiv belegte Begriffe, die diejenigen in Anspruch nehmen, die folgende Grundaussagen vertreten:

1. Preisniveaustabilität ist ein erstrebenswertes Ziel.
2. Inflation ist ein monetäres Phänomen.
3. Auf lange Sicht ist Geld neutral.
4. Monetäre Instabilität ist schädlich für das Wachstum.

Sie werden wohl von allen Ökonomen, die die Quantitätstheorie für zutreffend halten, akzeptiert, unabhängig davon, welche Effekte sie der Geldpolitik auf kurze Sicht zuschreiben mögen. Auf Basis dieser Aussagen soll diskutiert werden, welche Voraussetzungen erfüllt sein müssen, damit die Geldpolitik dem Ziel der Preisniveaustabilität so nahe wie möglich kommen kann.

## II. Unabhängigkeit und / oder Regeln?

Die Deutsche Bundesbank wird oft als Beispiel für eine unabhängige Notenbank gesehen. Doch ist Unabhängigkeit offensichtlich keine hinreichende Bedingung für Preisstabilität, denn das Preisniveau in der Bundesrepublik hat sich in den letzten zwanzig Jahren verdoppelt. Die durchschnittliche Inflationsrate von fast vier Prozent ist im internationalen Vergleich zwar niedrig. Doch ist das

2 Die Debatte in der jüngeren Geschichte hat vor allem mit *Simons* (1948) und *Friedman* (1959) begonnen. Eine neue Runde wurde mit *Kydland/Prescott* (1977) eingeleitet.

3 Diese Sicht ist weiter verbreitet als manche meinen, selbst unter so prominenten Ökonomen wie *Paul Krugman*.

Tabelle 1: Rangliste der "Preisstabilität" der G7-Länder

Land (Unabhängigkeitsgrad <sup>a</sup> )																							Durchschnitte im Rang			Durchschnitte der Inflationsrate		
	72	73	74	75	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	86	87	88	89	90	91	92 <sup>b</sup>	93 <sup>b</sup>	72 –93	72 –82	83 –93	72 –93	72 –82	83 –93
Vereinigte Staaten (3)	1	1	2	2	2	2	3	4	4	3	3	3	4	4	4	5	5	5	5	4	4	4	3,4	2,5	4,3	5,8	7,5	4,0
Japan (2,5)	4	6	6	4	4	3,5	2	1	2	1	1	1	1	2	2	1	1	1	1	1	2	1	2,2	3,1	1,3	4,8	8,1	1,6
BR Deutschland (4)	3	2,5	1	1	1	1	1	2	1	2	2	2	2	1	1	2	2	2	2	3	5	5	2,0	1,6	2,5	3,9	5,2	2,5
Frankreich (2)	5	4	4	5	5	5	5,5	5	5	6	6	6	6	6	3	3	3	3	3	2	3	3	4,4	5,1	3,7	7,5	10,7	4,3
Italien (1,5)	6	7	7	6	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	6	6,5	7	6,8	6,8	6,9	11,8	16,1	7,6
Ver. Königreich (2)	7	5	5	7	6	6	5,5	6	6	4,5	4	4	5	5	6	6	6	6	6	7	6,5	6	5,7	5,6	5,8	9,2	13,2	5,3
Kanada (2,5)	2	2,5	3	3	3	3,5	4	3	3	4,5	5	5	3	3	5	4	4	4	4	5	1	2	3,5	3,3	3,6	6,2	8,5	3,9

<sup>a</sup>nach Alesina, Summers, 1990. – <sup>b</sup>OECD-Prognose. – Das Land mit der niedrigsten Inflationsrate hat den Wert 1. Bei gleicher Inflationsrate erhalten Länder den Mittelwert der Ränge.

Quelle: Eigene Berechnungen (Basis: OECD, 1992, S. 211).

Ziel der Preisniveaustabilität als ein absolutes, nicht als ein relatives Ziel zu verstehen. Somit gibt es in der Bundesrepublik eben eine Zielverfehlung, die man nicht allein oder vorwiegend auf externe Schocks schieben kann. Umgekehrt ist die Unabhängigkeit auch keine notwendige Bedingung für Stabilität<sup>4</sup>, wie die zuvor erwähnten Beispiele Japans und Frankreichs zeigen.

Dieselben Aussagen hinsichtlich der Bedingungen treffen für eine Regel zu. Eine Regelpolitik ist als Strategie nicht hinreichend, um Preisniveaustabilität zu erreichen. Denn eine Regel kann schlecht sein, wenn ihr z.B. eine falsche Theorie zugrundeliegt. So läßt sich eine Geldmengenregel in Abhängigkeit von realen Größen (Arbeitslosenquote, reales Sozialprodukt) formulieren, die aber das Preisniveaustziel verfehlt, wenn sich herausstellt, daß eine Steuerbarkeit der realwirtschaftlichen Variablen nicht möglich ist. Umgekehrt ist eine Regel nicht notwendige Bedingung für das Stabilitätsziel. Denn es könnte einerseits unmöglich sein, überhaupt eine Regel zu formulieren, die allen Eventualitäten von vornherein Rechnung trägt. Andererseits kann man auch auf eine nachvollziehbare Regel verzichten und statt dessen durch "trial and error" oder durch Glück und Zufall zum richtigen Ziel finden.

Autonomie und Regelpolitik sind also für sich genommen weder notwendige noch hinreichende Bedingungen, um Geldwertstabilität zu sichern. Wie steht es mit Kombinationen der beiden Elemente? Auch hier ist keine Lösung in Sicht. Was nützt es, wenn die Notenbank unabhängig ist, aber eine falsche Regel verfolgt? Da wäre es schon besser, sie wäre von der Regierung abhängig, die ihr vorgibt, die richtige Regel einzuhalten. Und nicht zuletzt wissen wir, daß eine Selbstbindung der Notenbank in Form einer Regel eine instabile Lösung sein kann, wenn die Bedingung der Zeitkonsistenz verletzt ist.

Im folgenden Abschnitt III. sollen nun die Bedingungen genannt werden, die zu einer Verbesserung der Geldpolitik beitragen. Sie laufen darauf hinaus, erstens eine einfache Regel zu formulieren, die Preisniveaustabilität auf mittlere Sicht so weit wie möglich herstellen kann. Die Notenbank soll unabhängig sein in dem Sinne, daß sie von keiner Instanz oder von keinen Bedingungen davon abgebracht werden darf, der Regel zu folgen. Dazu wird in Abschnitt IV. betont, daß Autonomie nicht bedeutet, die Notenbank sei keiner Kontrolle unterworfen. Wenn eine Kontrolle – etwa durch das Parlament – nicht möglich sein sollte, könnte erwogen werden, sie per Gesetz zu verpflichten, die Regel einzuhalten.

4 Im Gegensatz dazu konstatiert *Issing* (1993) dies allerdings auf der Basis der Berechnung von *Alesina, Summers* (1990).

### III. Elemente einer Geldmengenregel – Zur Potentialorientierung in Deutschland

Die Regel, die der Quantitätstheorie am ehesten entsprechen dürfte, ist die potentialorientierte Geldmengenpolitik, die von der Deutschen Bundesbank vertreten wird. Die Betonung liegt auf "vertreten", denn die tatsächliche Geldpolitik entsprach dieser Strategie keineswegs. Häufig wurden die Geldmengenziele falsch gesetzt, in etwa der Hälfte der rund 20 Jahre wurden die Vorgaben verfehlt, und zudem war die Geldmengenentwicklung unstetig und hat die konjunkturellen Ausschläge verstärkt oder sogar ausgelöst.

Im folgenden sollen die Bedingungen dieser Geldmengenregel genauer beschrieben werden. Danach wird gezeigt, daß diese Regel, wäre sie konsequent angewendet worden, in kritischen Situationen eine Verbesserung bedeutet hätte gegenüber den Ergebnissen, die die tatsächliche Politik hervorgebracht hat. Und letztlich soll beschrieben werden, daß die Regel auch bei vielen – vielleicht nicht allen – denkbaren Störungen flexibel genug ist, um Preisniveaustabilität zu sichern und größere Fehlentwicklungen zu vermeiden.

#### I. Voraussetzungen für die Regel

Zu den gängigen Voraussetzungen (vgl. *McCallum*, 1984) für eine Geldmengenpolitik zählen die Steuerbarkeit der Zwischenzielgröße und der Zusammenhang zum gesamtwirtschaftlichen Ziel, in diesem Fall also für das Preisniveau. Welches Aggregat sinnvollerweise als Zielgröße dient, mag von Land zu Land unterschiedlich sein. Manche meinen, es sei am besten, ein Ziel für die Geldbasis vorzugeben, weil hier die Kontrollierbarkeit am größten ist ("bis auf die Mark genau", wie viele sagen). Das ist zweifellos richtig, und es ist sicher von Vorteil für die Kontrolle der Notenbank durch andere; doch es ist auch abzuwägen, ob eine genaue Steuerung auch zu einem Erreichen des geldpolitischen Ziels führt. Wenn eine weitergefaßte Geldmenge einen deutlich engeren Zusammenhang mit dem Preisniveau hat, wäre es besser, sich ein Ziel für die Expansion von M1, M2 oder M3 zu setzen. Dies ist aber eine Frage, die sich empirisch klären läßt. Untersuchungen für die Bundesrepublik haben gezeigt, daß die Steuerung der Geldmenge M3 mit hinreichender Genauigkeit erfolgen kann.<sup>5</sup> Es ist ferner bestätigt, daß unter den gängigen Aggregaten die Geldmenge M3 den engsten Zusammenhang mit dem Preisniveau aufweist (vgl. *Reimers, Tödter*, 1992). Insofern muß nur der stabilitätsgerechte Pfad der Geld-

5 Vgl. z. B. *von Hagen* (1988). Die Stabilität der Multiplikatoren ist für andere Aggregate auch gegeben, doch sind die Prognosefehler größer.

menge bestimmt werden; dieser läßt sich dann durch Variation der Geldbasis auch entsprechend einhalten.

Die Potentialorientierung bezieht sich auf die mittlere Frist. Bekanntermaßen sind deshalb Schätzungen über den Trend der gesamtwirtschaftlichen Produktion und über den Trend der Umlaufgeschwindigkeit nötig. Der Trend der Produktion läßt sich zum Beispiel aus den realisierten Werten des realen Sozialprodukts bestimmen.<sup>6</sup> Die Bundesbank verfolgt einen anderen Weg, sie berechnet das Produktionspotential nach einem theoretischen Konzept; andere Institutionen, z.B. der Sachverständigenrat, machen ihrerseits eigene Schätzungen. Bei aller Unsicherheit bezüglich der Annahmen kann man aber wohl behaupten, daß der mögliche Schätz- bzw. Prognosefehler sehr gering ist. Eine Abweichung von beispielsweise 0,5 vH wäre schon als hoch einzustufen, und selbst dies hätte für die Entwicklung der Inflation keinen dramatisch großen Einfluß.

Bei der Umlaufgeschwindigkeit gibt es ebenfalls zwei Möglichkeiten, den Trend zu schätzen. Die eine berücksichtigt die tatsächliche Entwicklung in der Vergangenheit. Die andere wird von der Bundesbank verwendet. Sie berechnet den trendmäßigen Verlauf der Umlaufgeschwindigkeit, indem sie in die Geldnachfragefunktion den Schätzwert für das Produktionspotential einsetzt (*Bundesbank*, 1992). Welches der beiden Verfahren man auch wählt, die Schätzgenauigkeit für den Trend der Umlaufgeschwindigkeit ist unter normalen Umständen recht hoch. Auch hier wäre es in der Vergangenheit kaum möglich gewesen, den trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit um mehr als einen halben Prozentpunkt falsch einzuschätzen.

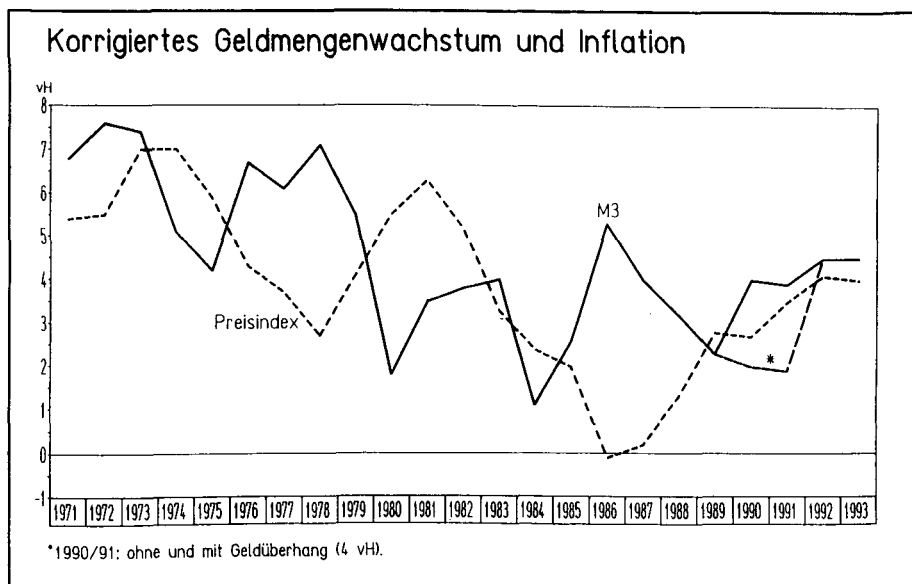
## 2. Die Vorteile der Regel

Insofern waren die Bedingungen in der Bundesrepublik für eine so definierte Potentialorientierung günstig, die Stabilität der zugrundeliegenden Schlüsselgrößen war gegeben.<sup>7</sup> Was eine Regelpolitik bewirkt hätte, kann man durch Simulationen herausfinden bzw. durch Aufzeigen der wichtigen Zusammenhänge abschätzen. Aufgrund der o.g. Bedingungen für das "monetary targeting" kann man den Teil der Geldmengenexpansion, der letztlich inflationär wirken muß, berechnen. Man erhält ihn, indem man den tatsächlichen

6 So formuliert *McCallum* (1987) seine Geldmengenregel unter der Annahme, daß das Wachstum des realen Bruttosozialprodukts 3 vH pro Jahr beträgt. Dies ist nur eine grobe Schätzung, die tatsächlich vorhandene Änderungen im Trendverlauf unberücksichtigt läßt.

7 Die Möglichkeiten, die eine Unstetigkeit der Größen beinhalten, werden weiter unten diskutiert.

Schaubild 1



Geldmengenanstieg vermindert um den Anstieg des Produktionspotentials und um den trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit.<sup>8</sup>

Die so definierte "korrigierte Geldmenge" weist in der Tat einen engen Zusammenhang mit dem Preisniveau auf (Schaubild 1). Fast immer folgt auf einen stärkeren Anstieg der Geldmenge ein Mehr an Inflation; umgekehrt gab es eine Inflationsberuhigung, nachdem die Geldmengenexpansion gebremst worden war. Eine Ausnahme gab es in der Mitte der achtziger Jahre, als das "Geschenk" aus Saudi-Arabien das Preisniveau erheblich drückte. Auch die Beschleunigung des Preisanstiegs in den letzten Jahren läßt sich gut erklären.<sup>9</sup> Über die Zeit gerechnet sind die durchschnittlichen Zuwachsraten der korrigierten Geldmenge und des Preisniveaus annähernd gleich. In Niveaugrößen betrachtet liegt eine Kointegration beider Reihen vor.<sup>10</sup>

8 Auf einem ähnlichen Weg gelangt man zur Analyse der Preislücke. Vgl. *Bundesbank* (1992).

9 Im Schaubild sind für die Jahre 1990/91 zwei unterschiedliche Verläufe für die Zuwachsraten von M3 eingezeichnet. Dies hat mit der Schätzung des Geldüberhangs zu tun, der im Zuge der Währungsunion entstanden ist. Ein Überhang von 4 vH stellt in etwa den Mittelwert der gängigen Schätzungen dar.

10 Für die "Preislücke", also dem Unterschied zwischen gleichgewichtigem und tatsächlichem Preisniveau, ergibt sich eine Schwankung um den Wert Null.

Es läßt sich mit ziemlicher Sicherheit sagen, daß Preisniveaustabilität möglich gewesen wäre – zwar nicht von Jahr zu Jahr, aber im längerfristigen Durchschnitt. Es ist keine Überstrapazierung dieses empirischen Befundes,<sup>11</sup> wenn man eine einfache Rechnung anstellt: Im Durchschnitt der Jahre 1972–1993 stieg die korrigierte Geldmenge M3 um rund 4 vH pro Jahr. Hätte sie nicht zugenommen, wäre die Inflationsrate im Durchschnitt in der Nähe von Null gewesen. Zu diesem Umkehrschluß braucht man nicht mehr zu bemühen als die Quantitätstheorie. Hinzu kommt, daß es nicht zu den großen Fluktuationen in der Inflationsrate gekommen wäre. Das Preisniveau hätte sich zwar hin und wieder verändert; doch wäre dies durch reale Schocks verursacht worden, etwa als Folge der Ölpreiserhöhungen in den siebziger Jahren und des Ölpreisrückgangs in der Mitte der achtziger Jahre.

Hätte es keine monetären Störungen gegeben, wäre als positiver Nebeneffekt auch eine stetigere Produktionsentwicklung zu erwarten gewesen. Dies soll anhand eines äußerst simplen Modells gezeigt werden. Um die Relevanz der *Lucas*-Kritik von vornherein abzuschwächen, werden lediglich nominale Größen in Beziehung zueinander gesetzt, und zwar die Zuwachsraten des nominalen Bruttosozialprodukts (=DY) und der Geldmenge M3 (=DM). Mit Jahresdaten für 1972–1989 erhält man folgendes Resultat:<sup>12</sup>

$$\begin{array}{lll}
 [1] & DY = 0,0116 & -0,1467 \text{ DY } (-1) & +0,7438 \text{ DM } (-1) \\
 & (0,0131) & (0,3019) & (0,2962) \\
 \\
 & R^2 = 0,44 & \text{S.E.} = 0,016
 \end{array}$$

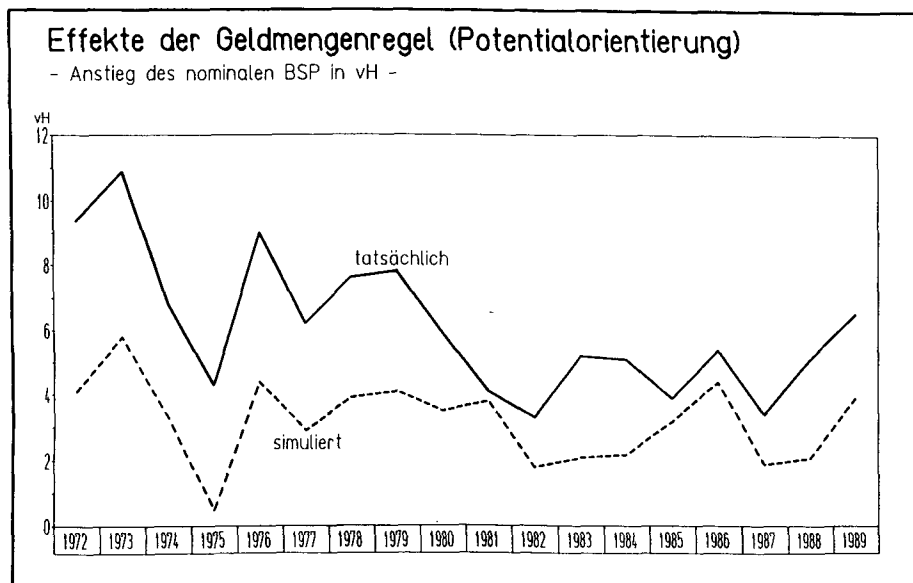
Mit einem ganz ähnlichen Modell untersucht *McCallum* (1987) seine Geldmengenregel.<sup>13</sup> Gleichung [1] wird benutzt, um die Effekte der potentialorientierten Geldpolitik zu simulieren. Als Zuwachsrate der Geldmenge M3 wird nun diejenige unterstellt, die im Durchschnitt zu Preisstabilität führt. Wäre M3 immer nur entsprechend der Wachstumsrate des Produktionspotentials (die sich von Jahr zu Jahr leicht verändert) und der beobachteten trendmäßigen Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit von 1 vH pro Jahr gestiegen, hätte das

11 Die *Lucas*-Kritik wäre in diesem Fall wohl nicht sehr relevant, da nur nominale Größen verändert werden.

12 Die Standardfehler der Koeffizienten stehen in Klammern; R<sup>2</sup> ist das korrigierte Bestimmtheitsmaß, S. E. ist der Standardfehler der Regression. Der LM-Test ergibt, daß mit hoher Wahrscheinlichkeit keine Autokorrelation erster Ordnung vorliegt. Der Endpunkt des Zeitraums wurde – um Interpretationsproblemen vorzubeugen – so gewählt, daß die Wiedervereinigung noch nicht berücksichtigt ist.

13 Eine ähnliche Simulationsrechnung diskutiert *Scheide* (1989).

## Schaubild 2



nominale Bruttosozialprodukt wesentlich weniger geschwankt (Schaubild 2), die Varianz der Zuwachsrate geht um rund zwei Drittel zurück.<sup>14</sup>

Um auf das reale Bruttosozialprodukt schließen zu können, braucht man eigentlich ein theoretisches Modell, daß gegen unterschiedliche "policy regimes" immun ist. Aber auch einige Plausibilitätsüberlegungen helfen weiter. Es gibt eine hohe Korrelation zwischen der Zuwachsrate des nominalen und realen Bruttosozialprodukts. Insofern kann man sagen, daß die Rezession 1974/75 nicht so stark ausgefallen wäre; denn in der Simulation sinkt die Zuwachsrate des Bruttosozialprodukts "nur" um rund 5 Prozentpunkte, während der tatsächliche Rückgang zwischen 1973 und 1975 etwa 6,5 Prozentpunkte betrug. Zwar hätte es auch bei der potentialorientierten Geldpolitik einen Konjunktüreinbruch gegeben, doch wäre er nicht so drastisch ausgefallen. Noch günstiger fällt der Vergleich hinsichtlich der Rezession zu Beginn der achtziger Jahre aus: Während die tatsächliche Zuwachsrate um 4,5 Prozentpunkte fiel, sind es in der Simulation nur gut 2 Prozentpunkte. Eine Verstärkung der Geldpolitik wäre also keine perfekte Versicherung gegen konjunkturelle Abschwünge; die Produktion hätte aber wohl sehr viel weniger geschwankt.

14 Zu ganz ähnlichen Ergebnissen gelangt man über die Analyse von vektorautoregressiven Methoden: Die Geldmenge M3 ist kausal für das nominale Bruttosozialprodukt, und gut die Hälfte der Varianz des Prognosefehlers wird durch M3 erklärt.

Ein möglicher Einwand ist natürlich, daß das "Modell" viel zu einfach ist und eine Vielzahl von Einflußfaktoren nicht berücksichtigt, die auf das Brutto-sozialprodukt wirken können (Löhne, Exporte, Ölpreise usw.). Andererseits könnte man das Modell sicherlich auch so verfeinern, daß das Ergebnis zugunsten einer Regel noch besser ausfällt. Alles in allem hätte eine solche Regelpolitik die Produktionsentwicklung nennenswert verstetigt, und sie hätte auf mittlere Sicht für ein stabiles Preisniveau sorgen können. Nicht mehr und nicht weniger hat man sich – oder: haben die Monetaristen – von einer stetigen Geldpolitik versprochen.

### 3. Abweichungen von der vorangekündigten Politik – Was sind die Ursachen?

Die Bundesbank hat das Ziel, die Währung stabil zu halten, fast laufend verletzt. Ein stabiles Preisniveau gab es nur 1986/87. Die Bundesbank definiert indes Preisniveaustabilität großzügiger; aus schwer nachvollziehbaren Gründen gilt das Ziel auch dann als erreicht, wenn die Inflationsrate 2 vH beträgt. Aber selbst dann gibt es nur drei Jahre (1986–88), in denen die Geldpolitik den versprochenen Erfolg hatte – allerdings auch mit kräftiger Hilfe durch den kräftigen Rückgang der Ölpreise. Seit 1989 wird dieses Zwei-Prozent-Ziel wieder überschritten, das Jahr 1993 wird das fünfte in Folge sein (1994 mit Sicherheit das sechste) (vgl. *Scheide*, 1993). Sind es immer nur widrige Umstände wie Steuererhöhungen, Preiserhöhungen bei Rohstoffen, Abwertungen usw., die die Zielverfehlungen erklären? Wohl kaum.

Obwohl die Bundesbank sich durch die Ankündigung einer potentialorientierten Politik eine Regel gesetzt hat, hat sie sich nicht daran gehalten. Dies ist ein Beispiel dafür, daß ein "commitment" – eine Selbstbindung – nicht möglich ist. Nun ist die Unabhängigkeit – das muß man natürlich berücksichtigen – eingeschränkt durch "übergeordnete" Verpflichtungen, nämlich durch die Einbindung der Bundesrepublik in ein Währungssystem. Die Bundesbank muß zugunsten anderer EWS-Währungen intervenieren, wenn diese unter Druck geraten. Damit kann man aber wohl kaum erklären, warum es zu nachhaltigen Abweichungen vom angekündigten geldpolitischen Kurs gekommen ist, es sei denn, die Bundesbank hätte mit Rücksicht auf die Partnerländer per Saldo eine expansivere Politik verfolgt, als sie es sonst – bei flexiblen Wechselkursen – getan hätte. Dies spräche allerdings gegen die vielzitierte Dominanz der D-Mark im EWS.

Das EWS ist wohl nur in der jüngsten Zeit Anlaß gewesen, vom angekündigten Kurs abzuweichen. Markante Zielverfehlungen früheren Datums hatten vorwiegend andere Ursachen. Hierzu nur zwei Beispiele: Zu den eklatantesten Verstößen zählt die massive Ausweitung der Geldmenge Ende der siebziger

Jahre mit den bekannten Folgen für die Inflation, die wiederum die Rezession zu Beginn der achtziger Jahre nach sich zog. Mitte der achtziger Jahre wurde die Geldpolitik erneut sehr expansiv; das Geldmengenziel wurde drei Jahre in Folge überschritten. Die hohe Inflation der letzten Zeit nahm hier ihren Ausgang. In beiden erwähnten Episoden gab es keinen Druck innerhalb der Währungsschlange bzw. des EWS. Vielmehr hat die Bundesbank unter anderem die Entwicklung des Dollarkurses zum Anlaß genommen, die Geldmenge rascher auszudehnen – es war sowohl gegen Ende der siebziger als auch zur Mitte der achtziger Jahre zu einer raschen Abwertung des US-Dollars gekommen. Ein formeller Zwang hierzu bestand nicht; die Bundesbank hätte sich hier durchaus auf ihre Unabhängigkeit berufen und diese ausnutzen können.

Nun könnte man allerdings einwenden, daß die Unabhängigkeit insofern doch eingeschränkt war, als Druck von der Bundesregierung bzw. aus dem Ausland kam (die wohlbekannten Argumente der internationalen Koordination und der Lokomotiven-Strategie). Zeitweise – so ein führender Bundesbankvertreter – war die Geldpolitik ein Teil der Außenpolitik.<sup>15</sup> Wenn es tatsächlich an dem Mangel an Unabhängigkeit gelegen hätte, wäre eine stabilitätsgerechte Geldpolitik eher durchzusetzen gewesen, wenn es eine Geldmengenregel gegeben hätte. Die Bundesbank hätte sich auf das Gesetz berufen und entsprechend handeln können. Die Regel hätte nicht nur zur Wiederherstellung bzw. Beibehaltung der echten Unabhängigkeit beitragen können, sie wäre sogar Garant für eine unabhängige Politik gewesen. Fehlentwicklungen wären vermieden worden; es hätte in den genannten kritischen Phasen weder einen deutlichen Anstieg der Inflation gegeben, noch wäre es zu den konjunkturellen Rückschlägen gekommen, denn es hätte wegen anhaltender Preisniveaustabilität oder allenfalls mäßiger Geldentwertung keinen Anlaß zu einem so scharfen Kurswechsel in restriktiver Richtung gegeben, wie ihn die Bundesbank tatsächlich gesehen hat.

#### 4. Die Regel bei verschiedenen Schocks

Ziel der Geldpolitik sollte sein, die erwartete Inflationsrate bei Null zu halten.<sup>16</sup> Von dieser Rate kann der Preisanstieg abweichen, wenn es unvorher-

15 Es scheint sich hier erneut die Einschätzung *Milton Friedmans* zu bestätigen: "It seems to me highly dubious that the United States, or for that matter any other country, has in practice ever had an independent central bank in this fullest sense of the term. Even when central banks have supposedly been fully independent, they have exercised their independence only so long as there has been no real conflict between them and the rest of the government." (*Friedman*, 1962, 226f.)

16 Der Einfachheit halber wird im folgenden mit dem Ziel der Nullinflation argumentiert. Die Übertragbarkeit auf jede andere Rate ist klar.

gesehene Ereignisse gibt. Es ist ohne weiteres einzusehen, daß die Geldpolitik einen Preisanstieg etwa infolge eines realen Schocks nicht sofort durch eine Reaktion ausgleichen kann, jedenfalls wohl nicht unter realistischen Annahmen. Oder anders gewendet: Die Geldpolitik soll einem realen Schock nicht noch einen weiteren hinzufügen. Somit ist dieses Ziel äquivalent zu dem finanzpolitischen Ziel eines ausgeglichenen Haushalts: Weder aus keynesianischer noch aus neoklassischer Sicht wird dafür plädiert, den Staatshaushalt in jeder Periode auszugleichen. Vielmehr soll das Ziel auf mittlere Sicht, also beispielsweise über einen gesamten Zyklus gesehen erreicht werden. Nach *Lucas* (1986) sollte der Staat anstreben, in guten Zeiten einen Überschuß zu erzielen, um für ein mit bestimmter Wahrscheinlichkeit zu erwartendes schlechtes Jahr gerüstet zu sein (Aufbau eines "war chest"). Entsprechendes ließe sich auf die Geldpolitik dann übertragen, wenn nur mit schlechten, also preiserhöhenden Ereignissen gerechnet werden könnte. Da das aber nicht so ist (mal steigen die Ölpreise, mal fallen sie), sollte das Geldmengenziel am besten so gesetzt werden, daß die erwartete Inflationsrate Null beträgt.

Ein realer Schock hat so oder so reale Wirkungen. An der Veränderung des permanenten Outputs kann die Geldpolitik nichts ändern. Daher ist es schwierig zu begründen, warum die Geldpolitik – wenn sie der Bundesbankregel folgt – expansiver werden soll, wenn ein negativer realer Schock auftritt. Das Niveau des Realeinkommens wird gemindert; dies ist ebenso hinzunehmen wie die Erhöhung des Preisniveaus. Ist die reale Veränderung ein permanenter Schock, steigt das Preisniveau einmalig auf ein neues Niveau. Danach wird die Preisentwicklung wieder allein durch den Kurs der Geldpolitik bestimmt, die Inflationserwartungen bleiben bei Null. Wenn die Geldpolitik sich dafür entscheidet, nicht zu reagieren, folgt sie einem Mittelweg zwischen den extremen theoretischen Positionen: Eine strikt neu-klassische Regel würde eine Abnahme der Geldmenge nahelegen, während die keynesianische Position eine Ausdehnung der Geldmenge verlangt, um die negativen realen Konsequenzen zu begrenzen oder zu kompensieren. Eine Änderung der angekündigten Expansionsrate sollte es allerdings dann geben, wenn der reale Schock auch zu einer Veränderung der permanenten Wachstumsrate der Produktion führt, denn es soll ja gewährleistet sein, daß das erwartete Preisniveau stabil bleibt.

In der Vergangenheit hat es ausgeprägte Schocks vor allem durch Veränderungen der Rohstoffpreise (insbesondere der Ölpreise) gegeben.<sup>17</sup> Die Ölpreiserhöhungen der siebziger Jahre haben das Niveau des permanenten Outputs in

17 Es kann bestritten werden, daß die Ölpreiserhöhungen 1973/74 und 1978/79 in vollem Umfang exogen waren. Sie wären sicherlich geringer ausgefallen, wenn es nicht weltweit zu einem durch eine extrem expansive Geldpolitik verursachten Boom gekommen wäre. Dies stützt das Argument zugunsten der Regelpolitik.

einer Größenordnung von jeweils rund 2 vH verringert.<sup>18</sup> Das bedeutet, daß die Inflationsrate – ausgehend von Preisniveaustabilität – vorübergehend rund 2 vH betragen hätte. Dies wäre wenig dramatisch und sicherlich kein Grund für die Geldpolitik gewesen, von dem angekündigten Kurs abzuweichen. Die Anpassung an den realen Schock wird generell sogar noch erleichtert, denn es wäre klar, daß dies ein einmaliges Ereignis ist und der Preisanstieg eben nicht auf geldpolitische Tricks zurückzuführen ist. Entsprechend ist ein Fehlverhalten etwa in der Lohnpolitik weniger wahrscheinlich.<sup>19</sup>

Analog zu diesem Fall sollte verfahren werden, wenn es zu Änderungen des realen Wechselkurses kommt. Auch hier gilt, daß es der Geldpolitik nicht möglich ist, massive Wechselkursbewegungen zu stoppen, ohne dabei extrem große Änderungen bei der Geldmenge hervorzurufen und damit zusätzlich Preisänderungen auszulösen. So sind reale Abwertungen, um ein Beispiel zu nehmen, wie reale Schocks zu behandeln, was sie ja auch sind, wenn sie nicht durch eine expansive Geldpolitik im Inland verursacht werden. Wenn andere Länder eine inflationäre Politik betreiben wollen und es deshalb zu einer Aufwertung der heimischen Währung kommt, in deren Folge sich das heimische Preisniveau verringert, so sollte das als willkommenes Einkommensgeschenk hingenommen werden und nicht – wie gerade in der Bundesrepublik oft zu beobachten – zu einer stärkeren Ausdehnung der Geldmenge führen. Wechselkursänderungen haben – das wird häufig sogar von Ökonomen vergessen – eben auch nur einen einmaligen Effekt auf das Preisniveau und berühren daher nicht die Inflationserwartungen auf mittlere Sicht. Die Wechselkursänderungen waren in der Vergangenheit erheblich. Doch haben sie wohl kaum ein Ausmaß erreicht, das – für sich genommen – das Preisniveau auf kurze Sicht um mehr als 1 oder 2 vH (pro Jahr gerechnet) in die eine oder andere Richtung verändert hätte.<sup>20</sup> Also ist auch von daher der Einfluß wenig dramatisch und sinnvollerweise kein Anlaß für die Geldpolitik, den angekündigten Kurs zu verlassen.

Als zweites wäre zu klären, ob und wie die Notenbank auf Geldnachfrageänderungen reagieren soll. Die Potentialorientierung verlangt eine Schätzung des

18 Vgl. die Analyse von *Rasche/Tatom* (1981).

19 Wenn der geldpolitische Rahmen gesetzt ist, liegt die Verantwortung für die Beschäftigung bei den Tarifparteien. Dies entspricht der Rollenverteilung der Wirtschaftspolitik. Es kann nicht Aufgabe der Geldpolitik sein, das Fehlverhalten anderer zu akkommodieren. Auch soll sie Änderungen in der Finanzpolitik nicht zum Anlaß nehmen, den Kurs zu ändern. Eine Erhöhung indirekter Steuern etwa führt – ebenso wie externe reale Schocks – zu einer Umverteilung. Dieses Verteilungsproblem kann die Geldpolitik nicht lösen, auch nicht dadurch, daß sie mehr Geld zur Verfügung stellt.

20 Auch hier gilt: Gäbe es in allen Ländern eine Regel, die zu einer stetigen Geldpolitik führt, wären die Störungen von dieser Seite weit geringer.

Trendverlaufs der Umlaufgeschwindigkeit; sie kann nur dann zuverlässig sein, wenn es nicht zu sprunghaften Veränderungen in der Geldhaltung kommt. In mehreren Industrieländern hat es in der letzten Zeit diesbezüglich erhebliche Überraschungen gegeben, so z.B. in den USA. Dort war die Umlaufgeschwindigkeit über Jahrzehnte hinweg ziemlich gleichmäßig um etwa 3 bis 4 vH pro Jahr gestiegen; zu Beginn und zur Mitte der achtziger Jahre kam es aber zu zwei abrupten Rückgängen. Dies war eine große Herausforderung an die Notenbank, denn es war außerordentlich schwierig, das Niveau und auch die Veränderungsrate des Trends abzuschätzen. Es war – im nachhinein läßt sich das sagen – eine richtige Entscheidung der amerikanischen Notenbank, die Geldmenge in den Phasen rasch auszudehnen,<sup>21</sup> denn so konnten kontraktive Effekte vermieden werden.

Für die hier vorgeschlagene Geldmengenregel ist folgendes wichtig. Diese drastischen Änderungen wie in den USA (aber auch z.B. in Großbritannien) gingen nach Ansicht vieler Beobachter auf die Deregulierungen und die Innovationen im Finanzsektor zurück. Solche Effekte lassen sich zwar selbst für das weitgehend deregulierte System in Deutschland nicht ganz ausschließen; sie waren in der Vergangenheit aber nicht zu beobachten.<sup>22</sup> Zweitens hätte eine Anwendung der Regel die Trendänderung der Umlaufgeschwindigkeit durchaus akkommodiert, denn die Regel ist ja insofern flexibel, als sie eine Schätzung des Trends voraussetzt, die bei Festlegung des Ziels immer wieder vorzunehmen ist. Diese Flexibilität hat sie gemeinsam mit der Regel von *Allan Meltzer*, der den Trend nur auf eine andere Weise schätzt, nämlich auf der Basis der in den vorangegangenen Jahren beobachteten Werte.<sup>23</sup>

Ganz generell läßt sich wohl sagen, daß das Schätzproblem zwar erheblich sein kann;<sup>24</sup> die Anwendung der Regel würde aber das Problem eher erleichtern, denn die Schwankungen bei den Zinsen und bei der Produktion würden geringer ausfallen; damit wäre das Identifikationsproblem weniger gravierend. Letztlich ist das Schätzproblem bei jeder Art oder Strategie erheblich, gleichgültig, ob man eine Regel oder eine diskretionäre Politik verfolgt.

21 Man konnte also von der ungewöhnlich starken Expansion der Geldmenge nicht auf eine Inflationsbeschleunigung schließen. Aus damaliger Sicht war allerdings keineswegs klar, daß die Umlaufgeschwindigkeit einen neuen Trend erreicht hatte.

22 Vgl. dazu die Analyse bei *Dudler* (1986). – Es ist wahrscheinlich, daß es in den USA nicht zu einer so großen Änderung der Umlaufgeschwindigkeit gekommen wäre, wenn es erstens keine Inflation gegeben hätte, und wenn zweitens die Märkte schon weitgehend dereguliert gewesen wären.

23 Vgl. dazu *Meltzer* (1987). Ebenso verfährt er bezüglich des Trends der Produktion.

24 Beispielsweise ist die Trennung zwischen permanenten und vorübergehenden Schocks alles andere als trivial.

Die vielleicht größte Änderung bei der Geldnachfrage würde man – soweit die Bundesrepublik betroffen ist – wohl im Zusammenhang mit der deutschen Währungsunion vermuten. Hierbei ging es nicht nur um die Unsicherheit bezüglich der Geldversorgung selbst sondern auch hinsichtlich des Anlageverhaltens der Banken und Nichtbanken. Von daher ist es überraschend, daß selbst ein so einschneidendes Ereignis nicht zu einer markanten Änderung im Trendverlauf der Umlaufgeschwindigkeit geführt hat. Gut zwei Jahre danach läßt sich wohl sagen, daß die Währungsunion nichts oder jedenfalls kaum etwas daran geändert hat, daß die Umlaufgeschwindigkeit um etwa 1 vH pro Jahr abnimmt (Schaubild 3). Dies gilt für die Zielgröße der Bundesbank (Geldmenge M3) ebenso wie für andere Aggregate (bereinigte Zentralbankgeldmenge des Sachverständigenrats sowie Geldmenge M1).

Die Währungsunion hat auch die Kontrollierbarkeit der Geldmenge nicht nachhaltig beeinträchtigt. Es zeigt sich zwar, daß sich die Multiplikatoren für die Geldmengen M1, M2 und M3 in der Mitte des Jahres 1990 deutlich geändert haben; dies trifft auch auf die Einlagenkoeffizienten zu. Danach waren aber die Bewegungen wieder so stabil wie zuvor (Schaubild 4). Dies läßt sich erhärten durch eine Schätzung der Geldmengenmultiplikatoren mit einem einfachen ARIMA-Modell. Für den Multiplikator der Geldmenge M3 wird eine Gleichung geschätzt, und der Schätzzeitraum wird laufend um einen Monat verlängert.<sup>25</sup> Diese dient dann als Basis für die Prognose mit einem Zeithorizont von einem bzw. sechs Monaten (Tabelle 2). Es zeigt sich, daß die Prognosequalität zur Jahresmitte 1990 extrem schlecht ist. Auch am Jahresende ist der Prognosefehler noch einmal größer als zwei Standardabweichungen. All dies spricht dafür, daß es ungewöhnlich starke Umschichtungen bei den einzelnen Einlagen gegeben hat; manche Änderungen waren auch rein statistischer (definitorischer) Art. In den Jahren 1991 und 1992 (d.h. bis zur Mitte) ist der Prognosefehler wieder niedrig, selbst wenn der Prognosehorizont sechs Monate beträgt. Dies ist kein endgültiger Beleg, aber doch Indiz dafür, daß eine genaue Kontrolle der Geldmenge M3 in der Zeit nach der Währungsumstellung ebenso möglich war wie vor 1990.

Alles in allem hat die deutsch-deutsche Währungsunion also weder die Kontrollmöglichkeit nachhaltig beeinträchtigt noch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes erheblich verändert. Im großen und ganzen scheint auch der Trend des Produktionspotentials nicht wesentlich anders zu verlaufen als bisher –

25 Betrachtet wird die erste Differenz des logarithmischen Wertes ( $=\Delta m_3$ ). Das in diesem Fall beste Modell enthält nur zwei moving-average Koeffizienten (mit dem Lag 1 und 6). Scheide (1992) schätzt die anderen Multiplikatoren und die Einlagenkoeffizienten ebenfalls mit ARIMA-Modellen.

Schaubild 3

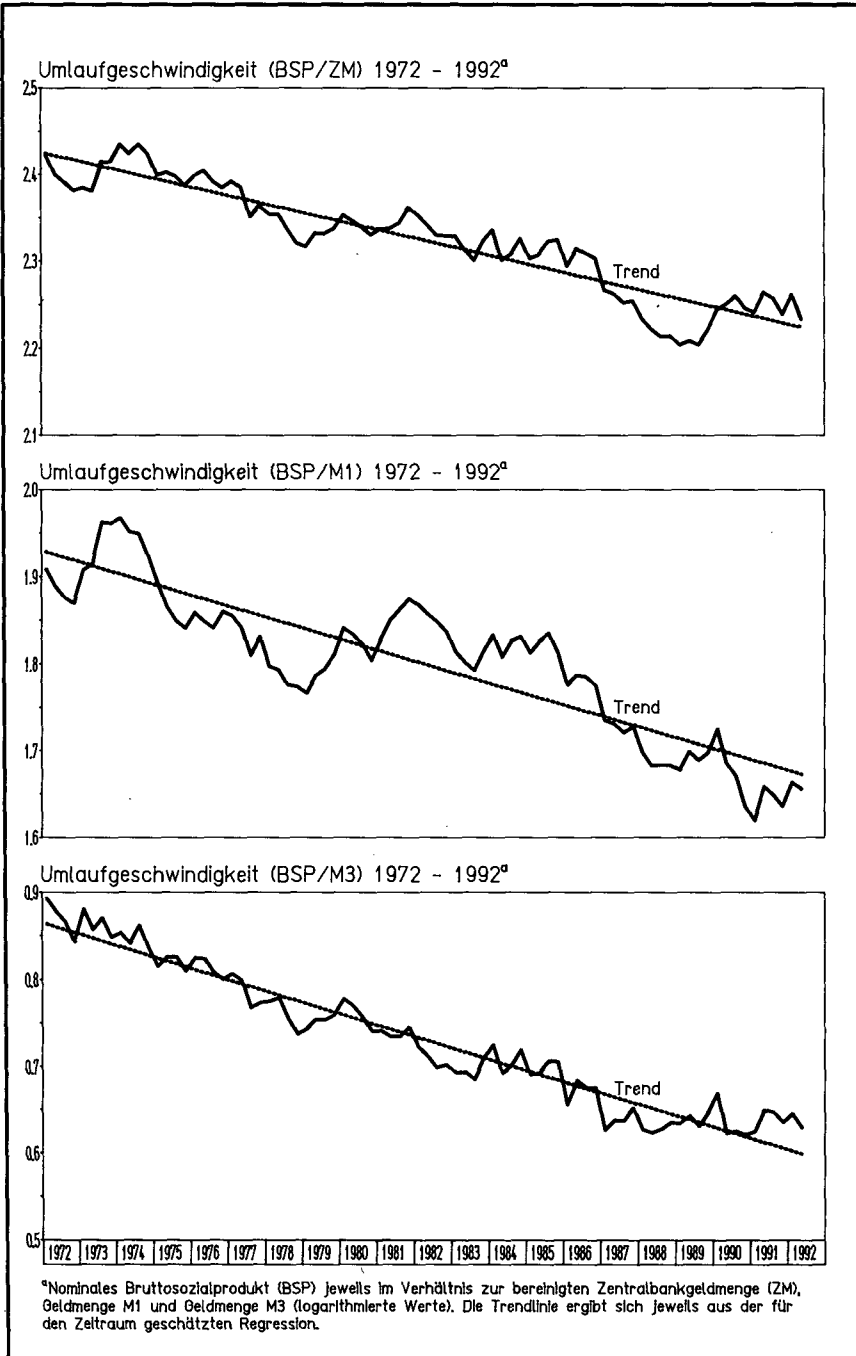
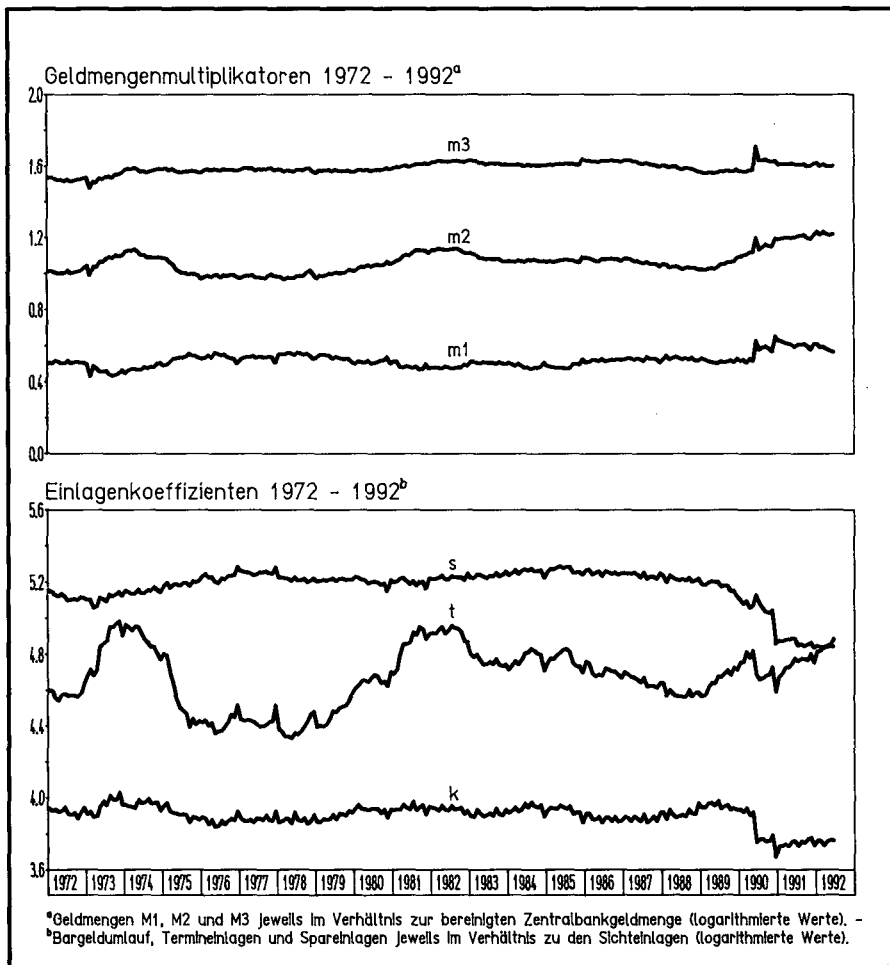


Schaubild 4



darauf deuten Schätzungen verschiedener Institutionen hin. All dies gilt, obwohl die deutsche Vereinigung ein so spektakuläres Ereignis war. Man kann deshalb darauf setzen, daß zukünftige Schocks die Geldpolitik nicht vor unlösbare Aufgaben stellen würde, wenn sie die vorgeschlagene Regel befolgt.

**Tabelle 2: Prognose des Multiplikators  $m_3$** Schätzgleichung<sup>a</sup>:  $\Delta m_3 = c + MA(1) + MA(6) + u$ 

Schätzzeitraum	Standardfehler der Regressionsgleichung	Prognosefehler für 1 Monat <sup>b</sup>	RMSE der Prognose für 6 Monate <sup>c</sup>
72.1 - 89.12	0,0080	-0,0104	0,0540
72.1 - 90.1	0,0080	-0,0014	0,0612
72.1 - 90.2	0,0080	-0,0033	0,0664
72.1 - 90.3	0,0080	0,0065	0,0733
72.1 - 90.4	0,0080	0,0025	0,0731
72.1 - 90.5	0,0080	0,1353*	0,0743
72.1 - 90.6	0,0080	0,0800*	0,0816
72.1 - 90.7	0,0080	0,0009	0,0118
72.1 - 90.8	0,0079	0,0062	0,0158
72.1 - 90.9	0,0079	-0,0095	0,0225
72.1 - 90.10	0,0079	-0,0067	0,0193
72.1 - 90.11	0,0079	0,0016	0,0169
72.1 - 90.12	0,0079	-0,0213*	0,0193
72.1 - 91.1	0,0080	-0,0055	0,0051
72.1 - 91.2	0,0080	-0,0037	0,0017
72.1 - 91.3	0,0080	0,0014	0,0032
72.1 - 91.4	0,0080	0,0015	0,0040
72.1 - 91.5	0,0080	0,0001	0,0050
72.1 - 91.6	0,0080	-0,0010	0,0056
72.1 - 91.7	0,0079	0,0017	0,0070
72.1 - 91.8	0,0079	0,0036	0,0076
72.1 - 91.9	0,0079	-0,0118	0,0083
72.1 - 91.10	0,0079	-0,0024	0,0081
72.1 - 91.11	0,0079	0,0126	0,0084
72.1 - 91.12	0,0079	0,0080	0,0089
72.1 - 92.1	0,0079	-0,0148	0,0140
72.1 - 92.2	0,0080	0,0042	0,0057
72.1 - 92.3	0,0080	-0,0072	0,0087
72.1 - 92.4	0,0080	-0,0047	0,0048
72.1 - 92.5	0,0080	-0,0018	0,0018

<sup>a</sup>Schätzung und Prognose ab 1990.7 mit Dummy für 1990.5 und 1990.6.<sup>b</sup>Ein \* bedeutet: Fehler liegt außerhalb des 95-prozentigen Konfidenzintervalls.<sup>c</sup>Prognosehorizont ab 1992.1 fortlaufend um einen Monat verringert.

#### IV. Handhabung der Regel

Die hier beschriebene Geldmengenregel ist nicht neu. Sie mag auch nicht das Ideal sein. Wer immer eine Regel entwirft, muß gleichzeitig auch eine bestimmte Vorstellung von der richtigen Theorie haben. Die Basis für die Bundesbankregel ist die Quantitätstheorie, die weithin akzeptiert ist. Die Erfah-

rung zeigt, daß die Unabhängigkeit etwa der Bundesbank allein nicht ausreicht, um Geldwertstabilität zu sichern. Trotz der selbst gesetzten Regel, zumindest aber trotz der für richtig erkannten Strategie der Potentialorientierung,<sup>26</sup> hatte die tatsächliche Geldpolitik die typischen Mängel einer diskretionären Politik. Sie können durch eine Regelbindung beseitigt oder zumindest erheblich vermindert werden. Daher hätte eine Regelbindung zu besseren Ergebnissen hinsichtlich der Preisniveaustabilität geführt mit dem positiven "Nebeneffekt", daß die Konjunkturschwankungen weniger stark ausgefallen wären.

Der Charme der Bundesbankregel liegt darin, daß die theoretische Basis so breit ist wie sie nur sein kann; fast alle Ökonomen können sich auf die Quantitätstheorie verständigen.<sup>27</sup> Sie hat auch nicht – was Kritiker immer wieder bemängeln – die Starrheit anderer Regeln; dies ist ein gültiger Einwand gegen *Milton Friedmans* "k-percent rule". Vielmehr kann sie flexibel auf Änderungen reagieren. Diese Flexibilität wiederum ist nicht gleichzusetzen mit Politikmißbrauch.<sup>28</sup> Denn nicht nur die Regel wird festgelegt, sondern auch die Prozedur, die ihr zugrundeliegt. Es wird also beschrieben, wie das Geldmengenziel abzuleiten ist. Die Berechnung des Potentialpfades und des Trends der Umlaufgeschwindigkeit sind keine Willkürakte, sondern können in normalen Zeiten mit geringem Fehler vorgenommen werden. Größere Diskrepanzen hat es zwischen Sachverständigen in der Bundesrepublik bislang nicht gegeben. Folglich war auch die Ableitung der Geldmengenziele durch die Bundesbank – was die Annahmen über die Trends betrifft – kaum umstritten. Diese Schätzungen sind also, wenn die Regel gilt, nicht Gegenstand der Debatte im politischen Bereich, wo der Hang zum Aktivismus vorherrscht.

Vielfach wird daher vorgeschlagen, die Geldmengenregel in den Rang eines Gesetzes zu heben. Dabei könnte folgendes festgelegt werden:

1. Geldmengenziele werden langfristig gesetzt. Entsprechend wird eine Expansionsrate für die Geldmenge für das jeweils kommende Jahr angekündigt. Sie ist abzuleiten aus Schätzungen über den Trend des Produktionspotentials und den Trend der Umlaufgeschwindigkeit, wobei eine Inflationsrate von Null unterstellt wird.
2. Änderungen in der Verlaufsrate des Ziels bedürfen einer ausführlichen Begründung.

26 Vgl. die ausführliche Darstellung zur Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank bei *Issing* (1992).

27 Auch wenn, – nach *Laidler* (1991) – gilt, daß die Theorie "immer und überall kontrovers" ist, muß doch unter Notenbanken ein Konsens möglich sein. Dafür sprechen jedenfalls die Publikationen der Bundesbank und anderer Notenbanken.

28 *Neumann* (1991, 182) befürchtet: "... permitting amendments opens the Pandora-box of policy abuse".

3. Das Ziel kann als Band mit einer Weite von  $\pm 1$  vH vom Mittelwert angegeben werden. Am Jahresende ist das neue Ziel stets bei der Mitte des angekündigten Bandes anzusetzen.
4. Bei Nichteinhalten der Vorgaben sind Sanktionen vorzusehen.

Punkt 3 ist aufgrund der Erfahrung mit der Geldpolitik besonders wichtig. Die Bundesbank ist stets so verfahren, daß sie Zielverfehlungen hingenommen hat und das tatsächliche Niveau der Geldmenge im vierten Quartal eines Jahres als Ausgangspunkt für das Ziel im jeweils folgenden Jahr genommen hat. Diese "base drift" widerspricht der Idee der Geldmengenziele. Sie sollen auf mittlere Sicht die Preiserwartungen stabilisieren. Das gelingt nicht, wenn unklar ist, wo die Basis für die Geldmenge in den Folgejahren liegt. Die Geldmenge soll sich trendstationär entwickeln und nicht einem "random walk mit drift" folgen.<sup>29</sup>

Wichtig ist, daß die Prozedur vorgeschrieben wird. Es wird also keine Zahl oder Formel in die Verfassung oder in das Bundesbankgesetz aufgenommen.<sup>30</sup> Das bedeutet auch, daß es keiner Verfassungsänderung bedarf, wenn es strukturelle Veränderungen gibt.<sup>31</sup> Es müßte schon enorme Verwerfungen geben, um die Prognosen der Quantitätstheorie aus den Angeln zu heben.

Wenn die Geldmengenexpansionsrate vorgegeben ist, kann es immer Unsicherheit bezüglich der Wirkungen geben. Dies ist aber hinzunehmen und auf jeden Fall ein Vorteil der Regelpolitik gegenüber diskretionären Maßnahmen: "Even if they cannot forecast the results of a specific policy . . . , at least in the short or medium term, the users of money know the rule and the future path of the relative scarcity of money. And they make adjustments to accommodate for the unknown part of the relation between money creation and their own price index or other variables which are relevant to them". (*Salin*, 1988, 82). Es

29 In der aktuellen Situation führt das Vorgehen der Bundesbank zu der paradoxen Lage, daß das Geldmengenziel für 1993 zu Beginn dieses Jahres unterschritten wird. Dafür sind rein zufällige Dinge maßgebend. Die Devisenkäufe im Herbst 1992 haben die Geldmenge im Oktober stark erhöht, danach kam es zu einer Normalisierung. Hätte es denselben Verlauf mit zweimonatiger Verschiebung gegeben, wäre das Ziel zu Jahresbeginn überschritten worden.

30 Konkrete Zahlen würde es beispielsweise bei der Regel von *McCallum* (1987) geben. Ein anderes Beispiel ist *Milton Friedmans* "k-percent rule". Aber selbst er meint: "... I do not regard this proposal as a be-all and end-all of monetary management, as a rule which is somehow to be written in tablets of gold and enshrined for all future time". (*Friedman*, 1962, 243)

31 Damit läßt sich auch der Einwand *Neumanns* aufheben. Er sieht einen Nachteil (vor allem der *Friedman*-Regel) darin, daß Trendänderungen "... would require amending the constitution whenever a change in trend is diagnosed" (*Neumann*, 1992, 753).

kommt darauf an, daß der geldpolitische Rahmen gesetzt wird und verlässlich ist, so daß die "credit conditions" (*Salin*) stabil sind. Dann ist es den Wirtschaftssubjekten möglich, auf eventuelle Störungen gemäß ihrer Präferenzen zu reagieren, ohne zusätzlich darüber spekulieren zu müssen, was denn die Geldpolitik macht.

Es konnte zudem gezeigt werden, daß die Regel recht robust ist in dem Sinne, als es in den letzten 20 Jahren keine Ereignisse oder Entwicklungen gegeben hat, die die Vorteilhaftigkeit der Regel aufgehoben hätte. Natürlich sind solche Aussagen über Politikexperimente immer nur mit Vorbehalt zu machen. Aber selbst die deutsche Wiedervereinigung hat die Effizienz der Regel nicht gemindert.

Gibt es eine Alternative zu der Regel? Vielfach wird vorgeschlagen, die Unabhängigkeit der Notenbank dadurch sicherzustellen, daß man Personen für eine sehr lange Amtszeit bestellt und ihnen ein hohes Gehalt zahlt.<sup>32</sup> Der Vorteil wird darin gesehen, daß sie frei von politischem Druck wären und wirklich für Preisstabilität sorgen könnten. Hierzu sind aber zwei Dinge zu bedenken: Erstens müssen auch die so eingesetzten Notenbankmitglieder ähnlich vorgehen wie bei der Regel vorgeschlagen. Hier entsteht also kein zusätzlicher Gewinn, denn man kann nicht erwarten, daß ihr Wissen und ihr Informationsstand besser sind als bei anderen Geldpolitikern.<sup>33</sup> Der zweite Einwand ist gravierender: Es ist schwer vorstellbar, daß die "ultra-konservativen" Mitglieder der Notenbank wirklich frei sein werden von äußeren Einflüssen. Niemand verdient so viel Geld, daß er nicht noch mehr verdienen möchte. Vor allem ist kaum jemand frei von Wünschen nach Prestige. Politischen Druck wird es immer geben, und es wird schwer sein, dem nicht nachzugeben. Dazu meint *Milton Friedman*: "From revealed preference, I suspect that by far and away the two most important variables in their [= the policymakers'] loss function are avoiding accountability on the one hand and achieving public prestige on the other."<sup>34</sup> Das Verhalten der Notenbank ist immer auch abhängig von den anderen Akteuren im System.

Die Analyse hier hat sich weitgehend auf die Bundesrepublik bezogen, es sollten die Vorteile der Geldmengenregel aufgezeigt werden. Die Bundesrepublik ist deshalb so wichtig, weil die Geldpolitik der Bundesbank international

32 Vgl. *Neumann* (1991, 183 f.). Er hält eine Geldmengenregel nicht für nötig.

33 "The worst that can happen will be that ... central bankers adopt Allan Meltzer's rule", *Neumann* (1991, 184).

34 Zitiert in *Fischer* (1990, 1181).

sogar Vorbildfunktion hat. Doch ist die Politik sicherlich verbesserungsfähig. Die Unabhängigkeit allein genügt nicht, sie ist für das Erreichen der Stabilitätspolitik nicht hinreichend. Insofern ist die Bundesbankregel der tatsächlichen Bundesbankpolitik vorzuziehen.

Es kann kaum Zweifel geben, daß ganz ähnliche Zusammenhänge auch für andere Länder bestehen. Jüngster Beleg dafür ist die Arbeit von *Loef* (1993), in der die Grundaussagen der Quantitätstheorie im großen und ganzen für die Länder der Europäischen Gemeinschaft bestätigt werden. Eine Geldmengenregel dieser Art ist letztlich auch für die Europäische Währungsunion erforderlich. Die Kritik an den Maastrichter Verträgen hat deutlich gemacht, daß die vorgesehene Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank keineswegs ausreicht. Die Politiker könnten durch die Implementierung einer Regel demonstrieren, daß sie es mit dem Versprechen der Preisniveaustabilität ernst meinen.

## LITERATURVERZEICHNIS

- Alesina, Alberto und Lawrence H. Summers (1990), "Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence", Harvard Institute of Economic Research, *Discussion Paper Series*, 1496, Juli 1990.
- Deutsche Bundesbank (1992), *Monatsberichte der Deutschen Bundesbank*, Frankfurt/Main, Januar 1992.
- Dudler, Hermann-Josef (1986), "Geldmengenpolitik und Finanzinnovationen", *Kredit und Kapital*, Vol. 19, 1986, S. 472-495.
- Fischer, Stanley (1990), "Rules Versus Discretion in Monetary Policy", in: Benjamin M. Friedman und Frank H. Hahn (Hrsg.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. II, Amsterdam 1990, S. 1155-1184.
- Friedman, Milton (1959), *A Program for Monetary Stability*, New York 1959.
- Friedman, Milton (1962), "Should There Be An Independent Monetary Authority?", in: Leland B. Yeager (Hrsg.), *In Search of a Monetary Constitution*, Cambridge, Mass. 1962, S. 219-243.
- von Hagen, Jürgen (1988), "Alternative Operating Regimes for Money Stock Control in West Germany: An Empirical Investigation", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 124, 1988, S. 89-107.
- Issing, Otmar (1992), "Theoretische und empirische Grundlagen der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank", *Wirtschaftsdienst* (1992/10), S. 537-548.
- Issing, Otmar (1993), "Unabhängigkeit der Notenbank und Geldwertstabilität.", *Akademie der Wissenschaften und der Literatur*, Jg. 1993, Nr. 1, Stuttgart 1993.
- Kydland, Finn E. und Edward C. Prescott (1977), "Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", *Journal of Political Economy*, Vol. 85, 1977, S. 473-492.
- Laidler, David (1991), "The Quantity Theory Is Always and Everywhere Controversial - Why?", *Economic Record*, Vol. 67, 1991, S. 289-306.
- Loef, Hans-E. (1993), "Long-run Monetary Relationships in the EC Countries", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 129, 1993 (erscheint demnächst).
- Lucas, Robert E. Jr. (1986), "Principles of Fiscal and Monetary Policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 17, 1986, S. 117-134.
- McCallum, Bennett T. (1984), "Monetarist Rules in the Light of Recent Experience", *The American Economic Review*, Vol. 74, 1984, S. 388-391.
- McCallum, Bennett T. (1987), "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 123, 1987, S. 415-429.
- Meltzer, Allan H. (1987), "Limits of Short-Run Stabilization Policy", *Economic Inquiry*, Vol. 25, 1987, S. 1-14.

- Neumann, Manfred J.M. (1991), "Commentary on: Precommitment to Rules in Monetary Policy (by Edmund S. Phelps)", in: Michael T. Belongia (Hrsg.), *Monetary Policy on the 75th Anniversary of the Federal Reserve System*, Boston 1991, S. 179-185.
- Neumann, Manfred J.M. (1992), "Monetary Reform", *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* (2), London 1992, S. 751-756.
- OECD (1992), *Economic Outlook*, Nr. 52, Paris, Dezember 1992.
- Rasche, Robert H. und John A. Tatom (1981), "Energy Price Shocks, Aggregate Supply and Monetary Policy: The Theory and the International Evidence", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 14, 1981, S. 9-94.
- Reimers, Hans-Eggert und Karl-Heinz Tödter (1992), "Das Konzept der Preis-lücke für die Bundesrepublik Deutschland", Deutsche Bundesbank, *Diskussionspapier*, Juni 1992.
- Salin, Pascal (1988), "Comment on the Rules-versus-Discretion Debate", in: Herbert Giersch (Hrsg.), *Macro and Micro Policies for More Growth and Employment*, Symposium 1987, Tübingen 1988, S. 71-84.
- Scheide, Joachim (1989), "A K-Percent Rule for Monetary Policy in West Germany", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Vol. 125, 1989, S. 326-336.
- Scheide, Joachim (1992), "Keine Alternative zu Geldmengenzielen - Zur Debatte um die deutsche Geldpolitik", *Kieler Arbeitspapiere*, 546, Dezember 1992.
- Scheide, Joachim (1993), "Why German Monetary Policy Should Be Tightened", *The Wall Street Journal Europe*, Brüssel, 5./6. Februar 1993, S. 6.
- Simons, Henry C. (1948), *Economic Policy for a Free Society*, Chicago 1948.
- Vaubel, Roland (1991), *Die Deutsche Bundesbank als Modell für eine Europäische Zentralbank? Eine Public-choice Analyse*, 1991 (unveröff. Mskr.).

Dr. Joachim Scheide  
 Institut für Weltwirtschaft  
 an der Universität Kiel  
 Düsternbrooker Weg 120  
 24105 Kiel