

*Steiglin***DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG**

# WOCHENBERICHT 27 / 83

Berlin

7. Juli 1983

50. Jahrgang

## Nach wie vor gibt es zu einer mittelfristig orientierten Geldpolitik keine Alternative

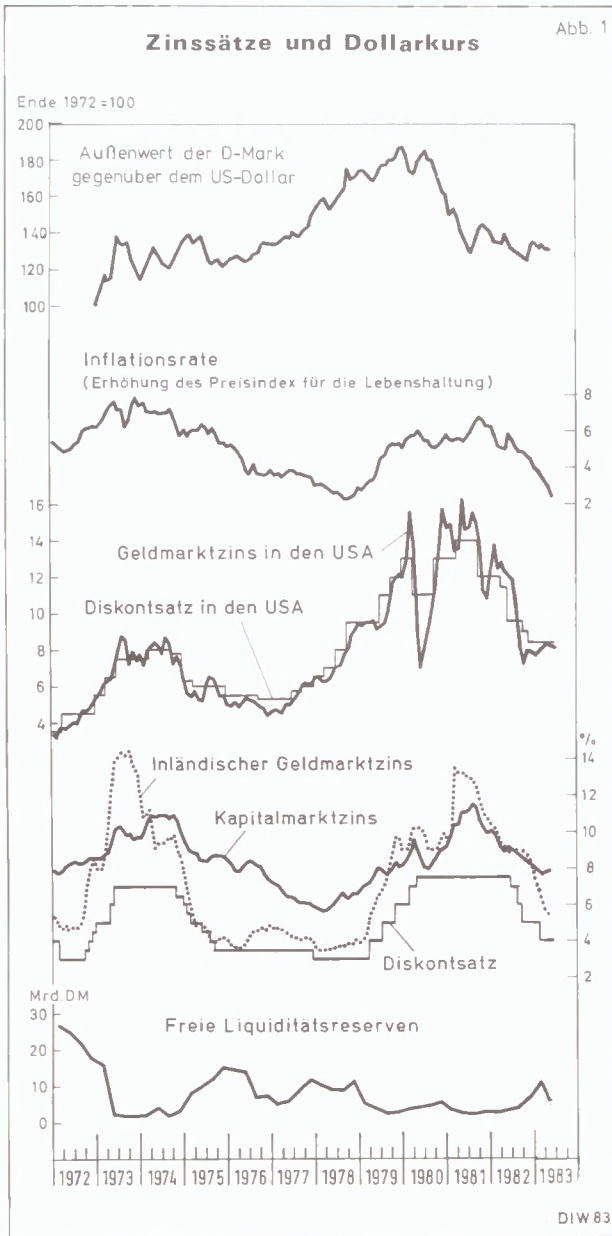
Im Jahre 1982 stand die Deutsche Bundesbank vor keinen ernstern geldpolitischen Problemen. Das Geldmengenziel, für das laufende Expansionsraten von 4 und 7 vH festgesetzt worden waren, wurde erreicht. Die Zentralbankgeldmenge bewegte sich — wie vorgesehen — in der oberen Hälfte des Zieltrichters; zunächst meist am oberen Rande, in der zweiten Jahreshälfte in der Nähe der mittleren Ziellinie. Der reale, d.h. um das „Konsumentenpreisgefälle“ bereinigte, Außenwert der D-Mark war im ersten Quartal 1983 um 3 vH höher als im vierten Quartal 1981. Dies hat — neben der Abschwächung der Inlandsnachfrage und des inländischen Lohnkostenauftriebs sowie der Verbilligung von Rohstoffen — dazu beigetragen, daß sich die Inflationsrate, d.h. die Steigerung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreswert, fühlbar verringert hat, von 6 1/2 vH im letzten Quartal 1981 auf gegenwärtig 2 1/2 vH. Auch die Zinssätze sind von Ende 1981 bis zum Frühjahr 1983 deutlich gesunken; der Kapitalmarktzins, d.h. die Rendite festverzinslicher Wertpapiere, von 10 % auf 7,3 %, der Zins für Kontokorrentkredite (unter 1 Mill. DM) von 15 % auf unter 10%. Damit hatten sich von der finanziellen Seite her die Voraussetzungen für eine konjunkturelle Belebung erheblich verbessert.

Leider sind die Aussichten für die Geldpolitik in der vor uns liegenden Zeit nicht so günstig. In den Vereinigten Staaten war der Zinsrückgang in den letzten Monaten des vergangenen Jahres zum Stillstand gekommen; inzwischen haben sich die Zinssätze auf den amerikanischen Geld- und Kapitalmärkten, wenn auch unter Schwankungen, etwas erhöht. Die Vergrößerung des Zinsgefälles gegenüber der Bundesrepublik regte schließlich Kapitalexporte in die USA an.

Der Außenwert der D-Mark gegenüber dem Dollar geriet zusehends unter Druck. Die dadurch ausgelöste Erwartung kurzfristiger Kursgewinne aus Dollaranlagen induzierte zusätzliche Kapitalexporte, mit der Folge einer weiteren Verschlechterung des Wechselkurses. Vor allem aus diesen Gründen erlitt der deutsche Rentenmarkt einen empfindlichen Rückschlag. Der Kapitalmarktzins, der Mitte März mit 7,3 % seinen Tiefpunkt erreicht hatte, zog zunächst leicht, dann aber, im Mai, verstärkt an und erreichte in der ersten Juniwoche vorübergehend 8,3 %; er hat inzwischen allerdings wieder etwas, auf 8 %, nachgegeben. Dieser Rückschlag legte eine auf Zinssenkung gerichtete Geldpolitik nahe, da die konjunkturellen Auftriebskräfte noch schwach sind und die Preisstabilisierung weitere Fortschritte zu machen verspricht. Gegen eine solche Geldpolitik spricht aber die Befürchtung, daß Maßnahmen zur Anreicherung der Bankenliquidität und zur Senkung der Geldmarktzinsen den Kapitalexport stimulieren und den Wechselkurs der D-Mark weiter drücken würden, so daß keine Entspannung des Kapitalmarktes zu erhoffen wäre.

Bei rigoroser Anwendung der „Geldmengenregel“ wäre sogar eine nennenswerte Verschärfung des geldpolitischen Kurses erforderlich. Zu Beginn des Jahres 1983 überschritt die Zentralbankgeldmenge den — wiederum durch Raten von 4 und 7 vH begrenzten — Zieltrichter beträchtlich. Das monetäre Expansionstempo hat zwar inzwischen nachgelassen, aber noch im Juni lag die Zentralbankgeldmenge um 9 vH (auf Jahresbasis) über dem Wert im vierten Quartal 1982.

Toleranz gegenüber dieser Entwicklung wäre dagegen angebracht, wenn damit gerechnet werden dürf-



Gemeint ist damit eine Geldpolitik, die man vereinfachend als „potentialorientiert“ bezeichnet: Die Geldmenge soll möglichst stetig in einem Maße ausgeweitet werden, wie es zur Finanzierung der gesamtwirtschaftlichen Produktion (reales Bruttosozialprodukt) bei Ausschöpfung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials notwendig ist; dabei soll einem „unvermeidlichen“ Preisanstieg Rechnung getragen werden. In dieser allgemeinen Form findet dieser Grundsatz breite Zustimmung. Die Geister scheiden sich aber, wenn es um seine Anwendung in der aktuellen Situation geht. Ist die Zentralbankgeldmenge eine brauchbare Zielgröße? Ist der geldpolitische Potentialpfad zutreffend ermittelt worden? Ist die Form eines Zieltrichters angemessen? Wie weit und wie lange kann man vom Zielpfad abweichen, ohne daß der „Geldmantel“ zu weit oder zu eng wird und inflatorische oder deflatorische Tendenzen ausgelöst werden? Kurzum: Wie sieht der geldpolitische Kurs zwischen der Skylla einer dogmatischen Geldmengenregel und der Charybdis eines hilflosen Pragmatismus aus?

#### Grundsätze einer potentialorientierten Geldpolitik

Die potentialorientierte, verstetigte Geldpolitik fand viele Anhänger, weil die konjunkturorientierte, diskretionäre Politik gescheitert war. Antizyklische Geldpolitik sollte die auf Schwankungen der Wirtschaftstätigkeit gerichteten zyklischen und sonstigen Einflüsse neutralisieren, um eine stetige Entwicklung der Gesamtwirtschaft zu ermöglichen. Dies mißlang aber immer wieder. Die Stärke und die — mehrere Quartale betragende — Verzögerung der Wirkungen geldpolitischer Aktionen lassen sich meist nicht ausreichend genau prognostizieren. Antizyklisch gemeinte Maßnahmen werden deshalb oft zu spät und zu massiv ergriffen, so daß sie die Schwankungen sogar noch verstärken, also prozyklisch wirken. Auch eine potentialorientierte Politik kann diese Einflüsse sicherlich nicht abwehren, aber man erwartet von ihr zumindest, daß sie — anders als die „antizyklische“ Politik — die gesamtwirtschaftlichen Schwankungen nicht noch verstärkt, sondern mildert. Nimmt zum Beispiel die volkswirtschaftliche Gesamtnachfrage rascher zu als das — schon ausgeschöpfte — Produktionspotential, so übersteigt der Bedarf an Geld und Krediten das am Potentialpfad ausgerichtete Geld- und Kreditangebot. Kredite werden knapper und teurer, und die Zinsen für Geldanlagen steigen, so daß schließlich die Übersteigerungstendenzen gebremst werden (Entsprechendes gilt für eine zu schwache

te, die Zentralbankgeldmenge werde ohnehin noch in diesem Jahr in den Zieltrichter zurückkehren. Eine solche Prognose könnte sich auf den jüngsten, die monetäre Expansion dämpfenden Zinsanstieg berufen und vor allem auf die Vermutung stützen, bei dem starken Anstieg der Zentralbankgeldmenge handle es sich um einen „Ausreißer“, der durch sich selbst aufhebende Vorgänge, wie den spekulativen Zufluß von Auslandsgeldern im ersten Quartal dieses Jahres, hervorgerufen worden war.

Die Indikatoren für eine an kurzfristigen Vorgängen orientierte Geldpolitik weisen also in einander entgegengesetzte Richtungen. In dieser Situation — so stellte das DIW kürzlich fest<sup>1</sup> — hilft nur das Festhalten der Geldpolitik an der mittelfristigen Orientierung.

<sup>1</sup> Vgl. Tendenzen der wirtschaftlichen Entwicklung 1983/1984. Bearb.: Arbeitskreis Konjunktur im DIW. In: Wochenbericht des DIW Nr. 25/1983, S. 327.

Ausweitung der Gesamtnachfrage: Sie löst Zinssenkungen aus).

Damit dieser „Stabilisierungsmechanismus“ wirksam wird, sollte die Notenbank die Devisenkurse soweit wie möglich den Marktkräften überlassen. Dann bliebe nicht nur die inländische Versorgung mit Zentralbankgeld, sondern auch die inländische Zinsentwicklung weitgehend unabhängig von den ausländischen Finanzmärkten; die Zinssätze könnten primär auf binnenwirtschaftliche Vorgänge reagieren und damit ihre Steuerungsfunktion erfüllen. Bei völlig freien Devisenmärkten würden z.B. Zinssteigerungen in den USA nicht zu — zinserhöhenden — Nettokapitalexporten, sondern nur zu einer Erhöhung des Wechselkurses des Dollars führen. Der Dollarkurs würde rasch so stark steigen, bis die Kurssicherungskosten und das Risiko eines späteren Rückgangs des Dollarkurses den „Gewinn“ aus der Zinsdifferenz aufzehren würden.

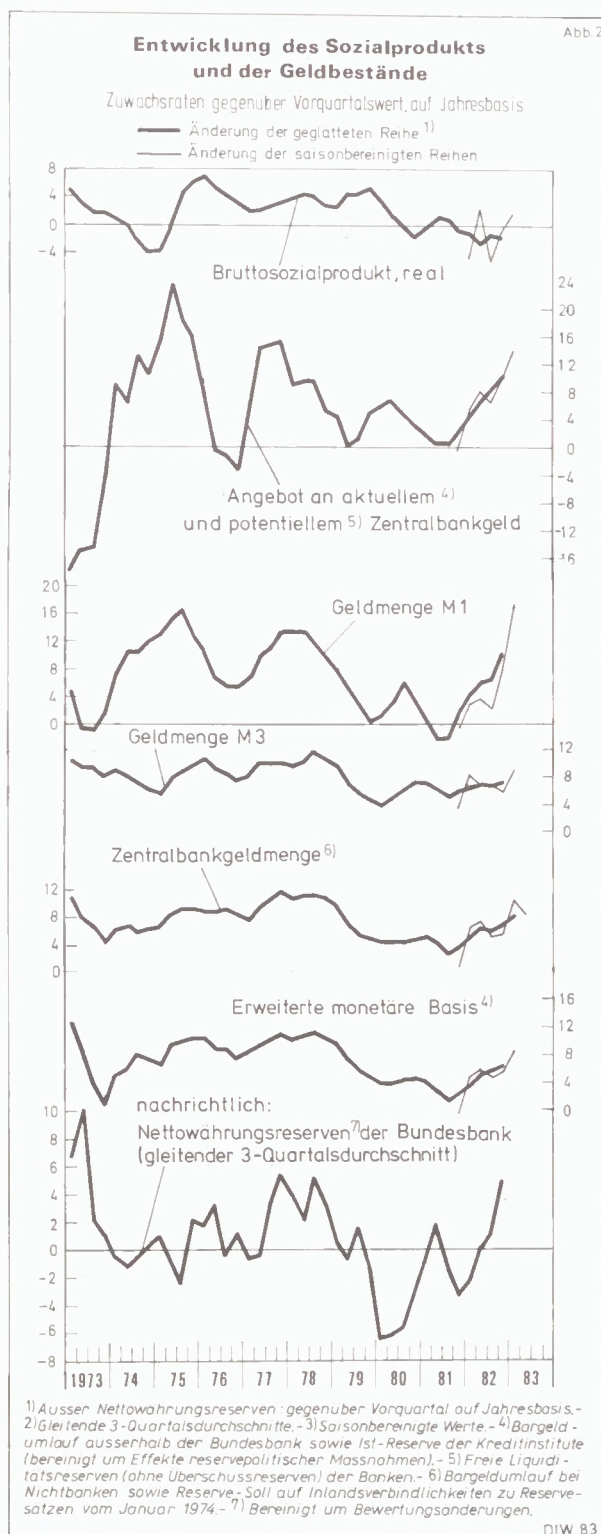
Neben den rein finanziellen Funktionen soll ein freier Wechselkurs auch die Aufgabe übernehmen, Fehlentwicklungen in der Leistungsbilanz zu korrigieren. Daß der Wechselkurs dies zu leisten vermag, haben die Erfahrungen in den Jahren 1979 bis 1982 gezeigt: Die nach der drastischen Ölverteuerung einsetzende Passivierung der Leistungsbilanz führte zu einer kräftigen Verringerung des realen Außenwertes der D-Mark, und die damit verbundene Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft trug erheblich zum Abbau des Leistungsbilanzdefizits bei.

Diese Grundsätze einer potentialorientierten Geldpolitik klingen theoretisch überzeugend. Doch ihrer konsequenten und erfolgreichen Anwendung stehen zahlreiche praktische Probleme im Wege.

### Die Wahl der „richtigen“ Geldmenge

Viele Geldtheoretiker plädieren für die Geldmenge M1: Zahlungsmittel, also Bargeld und Sichteinlagen, haben eine unmittelbare Beziehung zu den Käufen von Gütern und Diensten und damit auch zu gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Produktion. Ferner werden Änderungen des gesamtwirtschaftlichen Wachstums durch Änderungen der Expansion von M1 früher registriert als von anderen monetären Indikatoren (vgl. Abbildung 2). Zudem kann die Geldmenge M1 von der Notenbank recht gut „gesteuert“ werden, denn die Entwicklung von M1 reagiert — wie z.B. die Zuwachsrate des Angebots an aktuellem und potentiell Zentralbankgeld zeigt — relativ sensibel auf liquiditäts- und zinspolitische Maßnahmen.

Dagegen wird oft eingewendet, daß auch geldnahe Bankeinlagen, wie kurzfristige Termin- und Spargel-



der, berücksichtigt werden müßten. Die Geldmenge M3, die auch mittelfristige Termineinlagen und Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist umfaßt, sei allerdings zu breit abgegrenzt, da sie auch Geldkapital enthalte, das vorerst nicht für Güterkäufe vorgese-

hen oder verfügbar sei. Außerdem spreche gegen die Geldmenge M1, daß sie stärker als die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auf Zinsänderungen reagiere und „die unmittelbaren Wirkungen der Geldpolitik auf die gesamtwirtschaftlichen Ausgabenströme zu überzeichnen (tendiere)“<sup>2</sup>. Die Haltung von Bargeld und Sichteinlagen werde aber auch vergrößert oder verringert, wenn die Unsicherheit auf den Finanz-, Devisen- und Rohstoffmärkten zunimmt, sie werde also auch von spekulativen Vorgängen beeinflusst, die keinen eindeutigen Zusammenhang mit den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben haben.

Dieser Streit ist wissenschaftlich offen. Wirtschaftspolitisch jedoch ist er erst einmal insoweit entschieden worden, als die Bundesbank schon seit vielen Jahren die Zentralbankgeldmenge als Zwischenzielgröße anwendet. Die Zentralbankgeldmenge besteht aus dem Bargeldumlauf bei Nichtbanken und aus dem — zu Reservesätzen vom Januar 1974 berechneten — Reservesoll auf Verbindlichkeiten der Kreditinstitute gegenüber Gebietsansässigen. Sie ist eine Art von „Synthese“ zwischen M1 und M3. Ihr „Geldgehalt“ ist kleiner als bei M1, aber größer als bei M3; denn den verschiedenen Reservesätzen entsprechend ist das Gewicht der Sichteinlagen am größten, das der Spareinlagen am geringsten. Bei der Wahl der Zentralbankgeldmenge mag auch die Optik eine Rolle gespielt haben. Wer die von Quartal zu Quartal recht unetwiegliche Entwicklung der Geldmenge M1 interpretieren will, kommt nicht umhin, diese Reihe — z.B. mit gleitenden Durchschnitten — zu glätten, um Tendenzen erkennen zu können. Dagegen enthält die Zentralbankgeldmenge schon so viel stabilisierende Elemente, daß sie von sich aus einen stetigeren Verlauf aufweist.

Ein völlig stetiger Verlauf der Zentralbankgeldmenge ist allerdings weder technisch möglich noch ökonomisch sinnvoll. Dies gilt schon deshalb, weil der Zentralbankgeldbedarf von Banken und Wirtschaft saisonale Schwankungen aufweist, denen die Saisonbereinigung nur unvollkommen Rechnung tragen kann. Entscheidend ist jedoch: Der nachweisbare Kausalzusammenhang der Entscheidungen der Wirtschaft über ihre Geldhaltung mit den gesamtwirtschaftlichen Ausgaben einerseits und den geldpolitischen Maßnahmen andererseits ist nicht eng genug, um den Versuch zu rechtfertigen, eine völlig stetige Entwicklung der Zentralbankgeldmenge zu erreichen. Im Gegenteil: Wollte die Notenbank auf jede Abweichung der Geldmenge vom Zielpfad mit geldpolitischen Korrekturen antworten, so würde sie vielfach nur destabilisierend wirken.

Die mit der Wahl der Zentralbankgeldmenge verbundenen Probleme können nicht dadurch umgangen werden, daß man auf die sog. erweiterte monetäre Basis zurückgreift<sup>3</sup>. Diese Größe unterscheidet sich kon-

zeptionell nicht von der bereinigten Zentralbankgeldmenge, die vom Sachverständigenrat berechnet und als eine echte Alternative angesehen wird. Tatsächlich hat sie die gleichen wesentlichen Eigenschaften wie die von der Bundesbank ermittelte Zentralbankgeldmenge. Sie ist — von geringfügigen Überschußreserven abgesehen — auch nur ein Abbild des Umfangs und der Zusammensetzung der Geldmenge M3. Die Feststellung des Sachverständigenrates<sup>4</sup>, die Bundesbank trage für die Veränderungen der bereinigten Zentralbankgeldmenge die Verantwortung, ist zwar grundsätzlich richtig, aber unter den herrschenden geldpolitischen Rahmenbedingungen nicht relevant: Solange die Entstehung von freien Liquiditätsreserven (unausgenutzten Refinanzierungskontingenten) zugelassen wird, kann auch die „bereinigte“ Zentralbankgeldmenge nicht — wie es die Geldangebotstheorie vorsieht — unmittelbar von der Bundesbank gesteuert werden. So weisen denn auch die Zuwachsraten der von der Bundesbank konzipierten Zentralbankgeldmenge einen ähnlichen Verlauf auf wie die Zuwachsraten der erweiterten monetären Basis, also praktisch der bereinigten Zentralbankgeldmenge des Sachverständigenrates (vgl. Abbildung 2).

#### Die Ermittlung des geldpolitischen Ziels

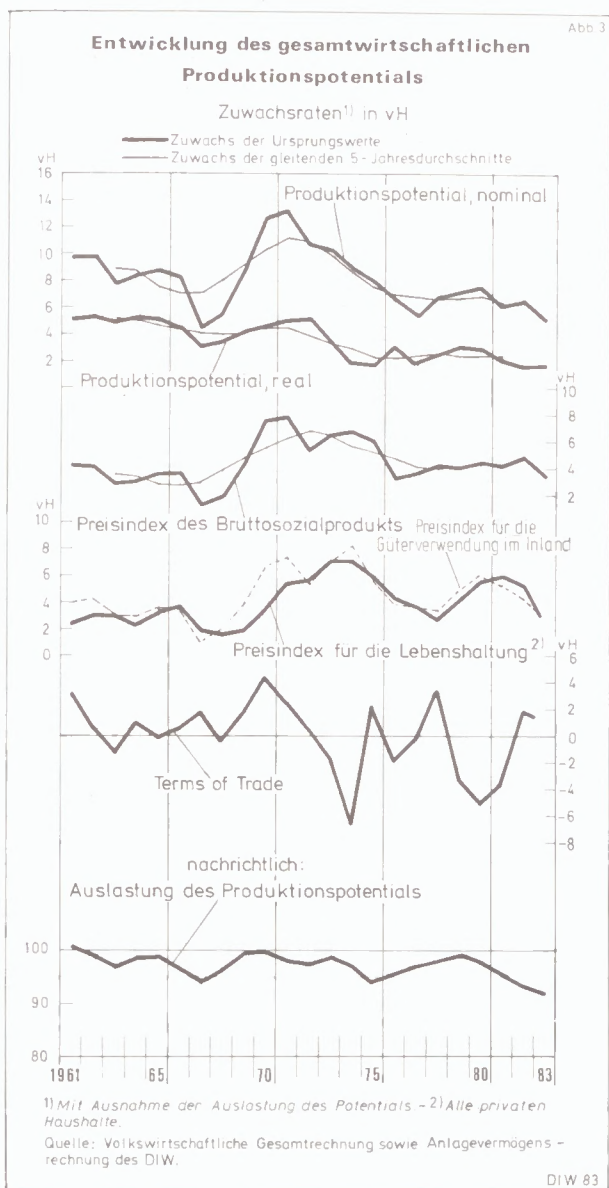
Weitere Schwierigkeiten ergeben sich bei der Suche nach dem „richtigen“ Zielpfad für die Geldpolitik. Dies beginnt schon bei der Schätzung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials. Wer die Fehlerquellen solcher Berechnungen kennt (Anlagevermögen, Abgänge, Kapitalproduktivität), wird, wenn er die von verschiedenen Instanzen geschätzten jährlichen Wachstumsraten des Produktionspotentials vergleicht, über Differenzen von einem halben oder gar einem ganzen Prozentpunkt in manchen Jahren nicht sonderlich überrascht sein. Schon dies sollte davor warnen, sich auf eine bestimmte Zuwachsrate zu fixieren.

Alle Berechnungen zeigen freilich, daß sich das Potentialwachstum in den letzten Jahren deutlich verlangsamt hat; so werden für 1983 meist Zuwachsraten von 1 1/2 bis 2 vH genannt. Dafür hat sich die Diskussion über den „richtigen“ Zielpfad auf eine andere Ebene verlagert: Soll sich die Geldpolitik — wie es der Sachverständigenrat empfiehlt und die Bundesbank tut — am jeweiligen, kurzfristigen Potentialwachstum orientieren, oder sollte man sich — wie es

<sup>2</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1983, S. 12.

<sup>3</sup> Bargeldumlauf plus Ist-Reserve der Kreditinstitute, bereinigt um den kumulierten Effekt von reservenpolitischen Maßnahmen.

<sup>4</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 1982/83. Tz. 144.



die Forschungsinstitute im letzten Herbstgutachten<sup>5</sup> vorgeschlagen haben — am mittelfristig möglichen Wachstumspotential ausrichten?

Der Sachverständigenrat stellt fest, daß „eine Geldversorgung, die eine volle Nutzung des vorhandenen Produktionspotentials ermöglicht, ... immer auch zugleich dessen Wachstum (ermöglicht). Die Stärke dieses Wachstums ist eine Frage der Struktur der Ansprüche an die Produktionsmöglichkeiten“. Die Verlangsamung des Wachstums in der mehrjährigen Phase schwacher Investitionstätigkeit ist „vornehmlich das Ergebnis von Anpassungsschwierigkeiten bei uns und in der Welt, und es ist nicht Aufgabe der Geldpolitik, sondern der übrigen Wirtschafts- und Lohnpolitik, für wieder mehr Wachstumsdynamik zu sorgen. Der Versuch, ein zusätzliches Wachstum des

Produktionspotentials durch die Geldpolitik hervorzulocken, könnte nur zu leicht in abermals beschleunigter Inflation enden“<sup>6</sup>.

Kaum jemand bestreitet, daß unter den heutigen Bedingungen eine noch expansivere Geldpolitik keinen Investitionsaufschwung „hervorlocken“, sondern eher inflatorisch wirken würde. Allerdings kann wohl nicht bestritten werden, daß die Erweiterung eines zu knappen Geldmantels über Zinssenkungen zu mehr Investitionen führen kann. Und genau um diese Frage geht es: Wird durch eine Geldversorgung, die am aktuellen Potential ausgerichtet ist, überhaupt die „volle Nutzung des vorhandenen Produktionspotentials“ ermöglicht?

Potentialorientierte Politik heißt, daß sich die Notenbank nicht an aktuellen Vorgängen, sondern mittelfristig orientiert. Gerade das würde sie aber nicht tun, wenn sie die Geldversorgung am aktuellen Produktionspotential ausrichtete. Denn die Wachstumsrate des aktuellen Produktionspotentials weist, der schwankenden Investitionstätigkeit folgend, ebenfalls konjunkturelle Schwankungen auf (vgl. Abbildung 3).

Eine Geldpolitik, die sich an das aktuelle Potential anpaßt, folgt also der Konjunktur und wirkt prozyklisch: In einer konjunkturellen Abschwungphase werden die Investitionen noch mehr gedrosselt, das Wachstum des aktuellen Potentials vermindert sich, so daß die Notenbank in Konsequenz ihrer restriktiven Politik das Geldmengenziel noch niedriger setzen muß.

Wenn die aktuelle Wachstumsrate des Potentials von 2 1/2 bis 3 vH im Jahre 1980 auf gegenwärtig 1 1/2 bis 2 vH geschrumpft ist, so liegt dies nicht — wie der Sachverständigenrat konstatiert — allein an Anpassungsschwierigkeiten. Auch die restriktive Geldpolitik in den Jahren 1980 und 1981 hat erheblich dazu beigetragen.

Alle diese Überlegungen sprechen dafür, daß sich die Bundesbank an einer weitgehend konjunkturalneutralen Wachstumsrate des Produktionspotentials orientieren sollte; als Annäherung hieran könnte ein gleitender Fünf-Jahresdurchschnitt durch die aktuellen Zuwachsraten dienen, der etwa die Dauer eines bisherigen Konjunkturzyklus umfaßt.

Die Geldversorgung darf allerdings nicht nur am Produktionspotential ausgerichtet werden, sondern sie muß auch zur Finanzierung eines „unvermeidlichen“ Preisanstiegs ausreichen. Nur so kann gesichert werden, daß ein unvertretbar starker Druck auf

<sup>5</sup> Die Lage der Weltwirtschaft und der westdeutschen Wirtschaft im Herbst 1982. In: Wochenbericht des DIW Nr. 43-44/1982, S. 531-550.

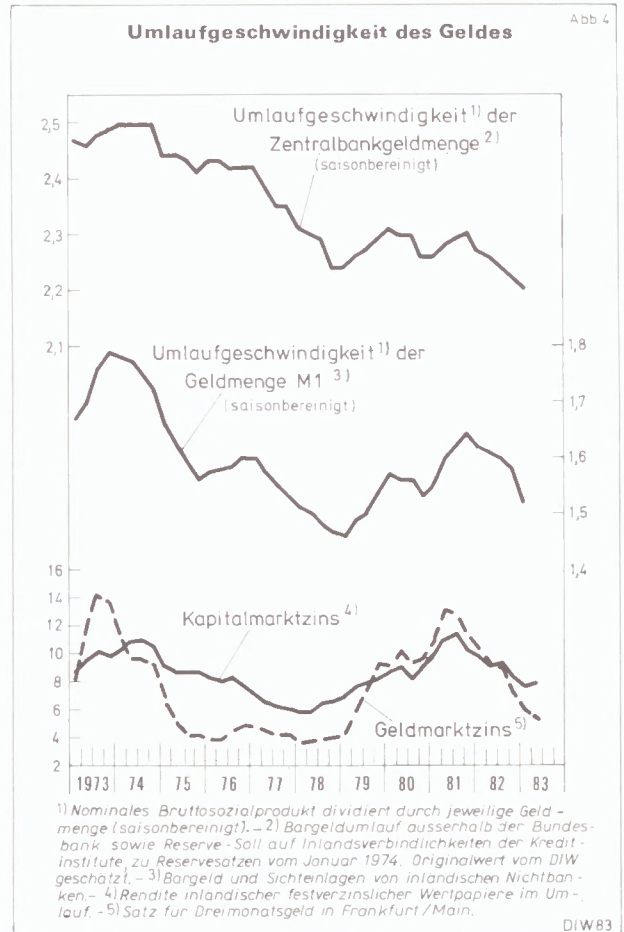
<sup>6</sup> Jahresgutachten 1982/83. Tz. 152.

Produktion und Beschäftigung vermieden wird. Nach der Systematik der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung muß die Wahl auf den „Deflator“ oder das „Preisniveau des Bruttosozialprodukts“ (kurz: Preis des BSP) fallen. Der „Preis“ (die „Kosten“) der volkswirtschaftlichen Wertschöpfung ist allerdings eine abstrakte Größe. Deshalb werden vielfach das Preisniveau der inländischen Güterverwendung (kurz: Inlandspreise) oder die Verbraucherpreise bevorzugt. Trotzdem ist hiervon abzuraten<sup>7</sup>: Eine Orientierung der Geldpolitik an den Inlandspreisen kann deflatorisch oder inflatorisch wirken und außenwirtschaftlich erwünschte Anpassungen über die Änderungen der relativen Preise erschweren. Dies läßt sich an einem einfachen Modell zeigen, in dem eine Volkswirtschaft mit zunächst konstanten Preisen betrachtet wird.

Wenn in der Ausgangssituation die Einfuhrpreise bei konstanten Ausfuhrpreisen steigen, die Terms of Trade sich also verschlechtern, so bedeutet dies einen volkswirtschaftlichen Realeinkommensverlust. Wird dieser Verlust voll in Form höherer Inlandspreise weitergegeben, so bleibt der Preis des BSP konstant. In dieser Lage hätte die Notenbank keinen Anlaß, ihre geplante Geldversorgung zu ändern. Schränkte sie diese dennoch ein, um das Inlandspreisniveau stabil zu halten, so wären kontraktive Einflüsse auf Produktion und Beschäftigung die Folge. Hielte sie dagegen den inländischen Preisauftrieb für unvermeidlich und weitete sie die Geldversorgung entsprechend aus, so würde sie Spielraum für inländische Kostensteigerungen schaffen. Dies wiederum würde den Zwang verringern, weniger zu importieren und mehr zu exportieren.

Umgekehrt: Würde der reale Einkommensgewinn einer Verbesserung der Terms of Trade, z.B. bei einer Importverbilligung, voll in Form von Preissenkungen an die inländischen Endabnehmer weitergegeben, so bedeutete die Erweiterung der Geldversorgung, daß ein möglicher Fortschritt bei der Preisstabilisierung verschenkt würde; in der wirtschaftspolitischen Realität jedenfalls geht es ja, anders als in diesem Modell, um die Eindämmung von Preissteigerungen. Eine Einschränkung der Geldversorgung würde dagegen deflatorisch wirken und den „Mechanismus der relativen Preise“ behindern: Die inländischen Kosten und Preise würden im Vergleich zu den Einfuhr- und den Ausfuhrpreisen zu stark sinken, so daß die erwünschte Importsteigerung nicht zustande käme und der Export unnötig stark angeregt würde.

Mit der Wahl des Preisniveaus des BSP ist allerdings noch nicht entschieden, was ein „unvermeidlicher“ Preisanstieg ist. Hier ist man, z.B. aufgrund von schon programmierten Kostensteigerungen, auf Vermutungen angewiesen. Aber auch ein gleitender Fünf-Jahresdurchschnitt könnte eine Orientierungshilfe sein.



Ein weiteres Problem bei der Bemessung des geldpolitischen Ziels besteht in der Frage, ob und inwieweit man auch Änderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes berücksichtigen sollte. Selbstverständlich sollte einem konjunkturellen Anstieg oder Rückgang nicht mit einem Mehr oder Weniger an Zentralbankgeld begegnet werden. Einer längerfristigen Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit, die durch Änderungen der Zahlungsgewohnheiten, z.B. vermehrte Verwendung von Bargeld, bedingt ist, sollte die Geldpolitik dagegen Rechnung tragen. So ist im letzten Jahrzehnt die Umlaufgeschwindigkeit der Zentralbankgeldmenge im Trend gesunken (vgl. Abbildung 4). Dies spricht dafür, bei der Bemessung des geldpolitischen Wachstumspfades einen Zuschlag (bis zu einem Prozentpunkt) anzusetzen. Allerdings ist dies nicht ohne Risiko; denn es gibt keine Gewähr für eine Fortsetzung des bisherigen Trends.

Schließlich ist bei der Fixierung des Geldmengenziels das — auch vom Sachverständigenrat analysierte<sup>8</sup> — Basisproblem zu nennen. Die Bundesbank geht

<sup>7</sup> Vgl. Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung, Essen. Konjunkturbrief von Januar/Februar 1980.

<sup>8</sup> Vgl. Jahresgutachten 1982/83. Tz. 145.

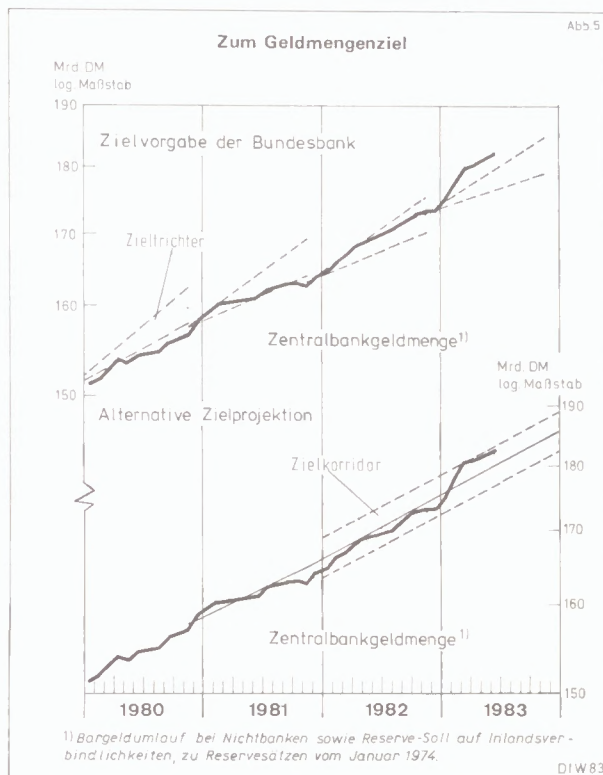
bei der Verkündung ihres Geldmengenziels für ein bestimmtes Jahr vom Durchschnittswert der tatsächlichen Zentralbankgeldmenge im letzten Viertel des Vorjahres aus. Wenn jedoch dieser Basiswert erheblich unter oder über dem für das Vorjahr anvisierten Zielpfad liegt, dann wird der an sich „richtige“ Zielpfad für das kommende Jahr zu niedrig bzw. zu hoch sein. Ende 1981 lag die Zentralbankgeldmenge unter dem Zieltrichter für 1981. Insoweit wurde die tatsächliche Entwicklung der Zentralbankgeldmenge im Jahre 1982, gemessen am Zieltrichter der Bundesbank, überzeichnet.

### Zieltrichter oder Zielkorridor?

Noch gravierender als die Unsicherheit bei der Bemessung des Potentialpfades sind die praktischen Probleme der Steuerung der Zentralbankgeldmenge. Die Bundesbank interveniert sehr häufig auf den Devisenmärkten innerhalb des Europäischen Währungssystems, aber auch gegenüber dem Dollar. Die Devisenkäufe und -verkäufe tragen erheblich zur Unstetigkeit bei der Geldversorgung bei (vgl. Abbildung 2). Auch aus diesen Gründen sah sich die Bundesbank zu Beginn des Jahres 1979 veranlaßt, ihr Geldmengenziel in die Form eines Zieltrichters — er wird meist unzutreffend Zielkorridor genannt — zu kleiden<sup>9</sup>. Dieser Trichter wird durch zwei vom Durchschnittsniveau im vierten Quartal eines Jahres bis zum Durchschnittsniveau im vierten Quartal des nächsten Jahres „laufende“ Expansionsraten beschrieben. Die Wahl eines Zieltrichters wurde allerdings auch dazu benutzt, Vorbehalte anzumelden: Ob die Zentralbankgeldmenge eher in der oberen oder eher in der unteren Hälfte des Trichters zu halten sei, müsse von der Konjunktur, der außenwirtschaftlichen Entwicklung sowie vom Verhalten des Staates und der Tarifpartner abhängig gemacht werden.

Die Orientierung der Geldpolitik an einem Zieltrichter ist jedoch unzuweckmäßig: Zu Jahresbeginn ist der Spielraum klein, am Jahresende relativ groß. Änderungen der Zentralbankgeldmenge, die gegen Jahresende zielgerecht sind, können in den ersten Monaten des Jahres schon eine eklatante Zielverfehlung darstellen.

Man mag darüber streiten, ob es überhaupt sinnvoll ist, explizit Bandbreiten vorzugeben; denn dabei besteht immer die Gefahr, daß Abweichungen vom mittleren Zielpfad, die innerhalb des Bandes bleiben, gleichwertig als zielgerecht interpretiert, aber geringfügige Überschreitungen der Bandbreite als Zielverfehlung gebrandmarkt werden. Doch wenn man sich schon für Bandbreiten entscheidet, sollte man die Form eines echten Zielkorridors wählen: In jedem Zeitpunkt sind die zu tolerierenden relativen Abweichungen von der mittleren Ziellinie gleich groß. Über-



nähme man die von der Bundesbank vorgegebenen laufenden Raten für das ganze Jahr, so würden die Abweichungen nach oben und nach unten je 1,5 vH vom jeweiligen mittleren Zielwert betragen.

Man kann aber — die Abbildung 5 zeigt dies — noch einen Schritt weitergehen. Wie leicht sich die Interpretation der Geldmengenentwicklung ändern kann, wenn man nur kleine Änderungen an der „Basis“ des Zielpfades unterstellt, sollen folgende Überlegungen verdeutlichen. Wie oben erwähnt, lag die Zentralbankgeldmenge im vierten Quartal 1981 deutlich unter dem damaligen Zieltrichter. Was wäre geschehen, wenn die Zentralbankgeldmenge in diesem Quartal etwas höher gewesen und z.B. in der Mitte der unteren Hälfte des Zielkorridors angelangt wäre? Mit großer Wahrscheinlichkeit hätte die Bundesbank auch dann einen Zieltrichter von 4 bis 7 vH gewählt. Ebenso vorstellbar ist es, daß die Zentralbankgeldmenge im vierten Quartal 1982 auf der mittleren Ziellinie von 5,5 vH gelegen hätte. Auch dieser Basiswert wäre sicherlich nicht als zu hoch erschienen, um einen niedrigeren Zieltrichter für 1983 zu rechtfertigen. Bettet man zu guter Letzt die mittlere Ziellinie für 1983 in einen echten Zielkorridor von insgesamt 3 vH, so zeigt sich, daß die Zentralbankgeldmenge in der er-

<sup>9</sup> Die Bezeichnung „Zieltrichter“ wird seit einiger Zeit vom Rheinisch-Westfälischen Institut für Wirtschaftsforschung, Essen, benutzt. Vgl. Konjunkturbrief vom März 1983.

sten Hälfte 1983 durchaus noch zielgerecht verlaufen ist.

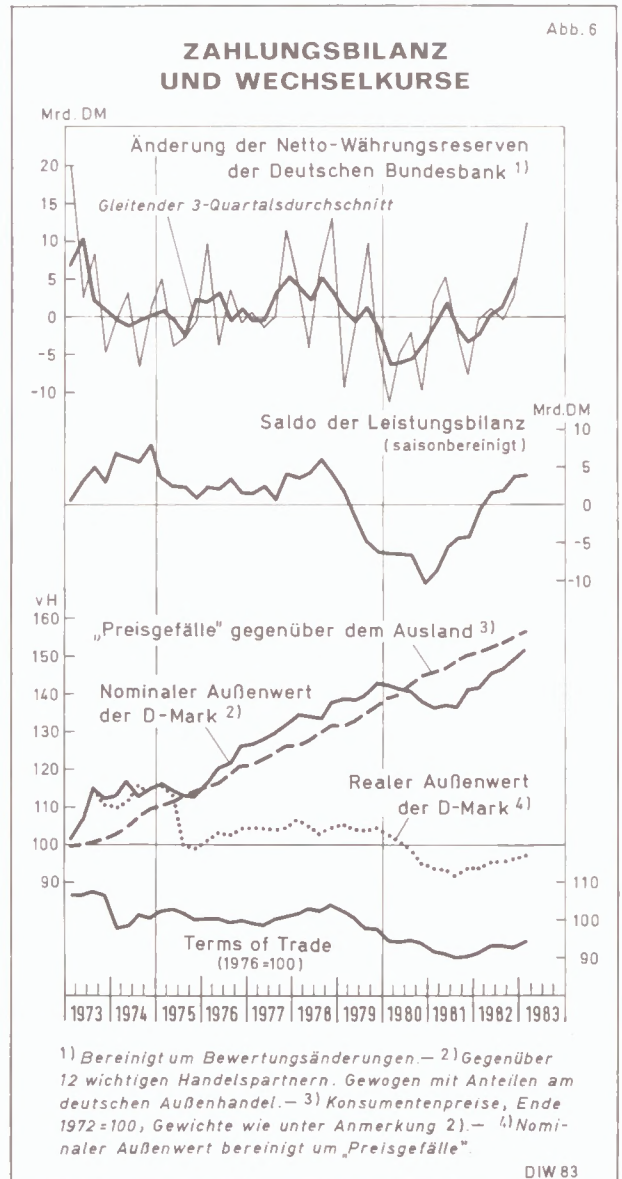
Diese Überlegungen sollen — zusammen mit den Hinweisen auf die Probleme der Zielfindung — vor einer dogmatischen Interpretation von Geldmengenzielen warnen. Sie sollen die jüngste Entwicklung der Zentralbankgeldmenge nicht verharmlosen, sondern nur einer unkritischen Dramatisierung vorbeugen. Damit wird nicht etwa einer Revision des Geldmengenziels für die zweite Jahreshälfte das Wort geredet. Eine Anpassung des Ziels an die tatsächliche monetäre Entwicklung während der Zielperiode würde nur Unsicherheit schaffen und die Bundesbank um ihre Glaubwürdigkeit bringen. Wenn die Bundesbank eine Zielverfehlung für unvermeidlich hielt, wäre es das kleinere Übel, diese Abweichung hinzunehmen und sachlich zu begründen<sup>10</sup>.

### Zur aktuellen Situation

Bei einer anhaltend starken, über den Potentialpfad hinausgehenden Ausweitung der Zentralbankgeldmenge würde auf „mittlere Sicht ein Expansionspotential aufgebaut, das die Inflationserwartungen wieder aufleben lassen und schließlich die Bundesbank zu einer abrupten Kehrtwendung zwingen würde“<sup>11</sup>. Sollte eine solche Entwicklung erkennbar werden, so müßte die Bundesbank gegensteuern; dabei sollte sie sich allerdings eher der flexibleren Offenmarktpolitik bedienen als der Leitzinsen, da deren Änderungen gewöhnlich als Änderungen des geldpolitischen Kurses und nicht nur als Korrektur der Abweichungen von diesem Kurs gedeutet werden.

Gegenwärtig allerdings besteht kein Anlaß zu geldpolitischen Gegenmaßnahmen. Denn immer deutlicher zeichnet sich eine Tendenz zur Abschwächung der monetären Expansion ab. Die Zentralbankgeldmenge, die im März den geldpolitischen Basiswert vom vierten Quartal vorigen Jahres um — auf Jahresbasis gerechnet — 12 vH übertroffen hatte, lag im Juni nur noch um 9 vH darüber. Diese Entwicklung kam nicht ganz unvermutet. Denn die extrem starke Ausweitung der Geldmenge in den ersten Monaten dieses Jahres beruhte nicht nur auf der Lockerung der Geldpolitik bis März, sondern zu einem großen Teil auch auf den spekulativen Liquiditätszuflüssen aus dem Ausland sowie auf der — nicht sogleich geldpolitisch neutralisierten — Ausschüttung des Bundesbankgewinns im April. So konnte erwartet werden, daß sich mit dem Rückstrom der Auslandsgelder nach dem Realignment im EWS und mit dem Zinsanstieg in den letzten Monaten die monetäre Entwicklung normalisieren werde.

Sorge bereitet, daß die Kapitalmärkte immer wieder empfindliche Rückschläge erleiden. Wie eingangs



dargelegt, kann eine mittelfristige, potentialorientierte Geldpolitik nur dann erfolgreich sein, wenn die Inlandszinsen auf Vorgänge in der eigenen Volkswirtschaft reagieren. Die fundamentalen Faktoren weisen nach wie vor auf eine weitere Zinssenkung hin. Die Außenwirtschaftsposition ist tendenziell stärker geworden, so daß der reale Außenwert der D-Mark „aufwertungsverdächtig“ sein müßte; ein Vergleich der Leistungsbilanzsalden mit dem realen Außenwert der

<sup>10</sup> Dieter Duwendag: Anmerkungen zur geldpolitischen Strategie der Deutschen Bundesbank. In: Geld- und Währungspolitik in der Bundesrepublik Deutschland. Hrsg.: Werner Ehrlicher und Diethart B. Simmert. Beiheft 7 zu Kredit und Kapital.

<sup>11</sup> Tendenzen der wirtschaftlichen Entwicklung 1983/1984. Bearb.: Arbeitskreis Konjunktur im DIW. In: Wochenbericht des DIW. Nr. 25/1983, S. 327.

D-Mark legt dies nahe (vgl. Abbildung 6). Eine Verbesserung des realen Außenwertes drückt auf die Inflationsrate, und dies wiederum fördert Zinssenkungstendenzen.

Es mag als absurd erscheinen, daß sich die Finanz- und die Devisenmärkte eines Landes mit einer „aufwertungsverdächtigen“ Währung (D-Mark) sehr stark an den Finanzmärkten in den USA, also eines Landes orientieren, das mit erheblichen Inflations- und Staatsverschuldungsproblemen zu kämpfen hat. Leider ist es eine Tatsache. Es gibt jedoch kein Naturgesetz, nach dem dies so kommen mußte und so bleiben müßte. Wenn sich heute die inländischen Kapitalmärkte erheblich nach Vorgängen auf den amerikanischen Finanzmärkten und auf den Devisenmärkten richten, so liegt das nicht zuletzt daran, daß die Bun-

desbank, wie auch andere Notenbanken, in den vergangenen Jahren eine stark außenwirtschaftlich und an den Wechselkursen orientierte Geldpolitik betrieben hat. So kommt es, daß heute die Teilnehmer auf den Kapitalmärkten bei Änderungen der Zinssätze in den USA entsprechende Reaktionen der Bundesbank antizipieren. Die Bundesbank ist also eine Gefangene ihrer eigenen, nicht konsequent potentialorientierten Geldpolitik geworden. Sich hieraus zu befreien, ist schon wegen der Bindungen der Geldpolitik an das Europäische Währungssystem nicht leicht. Doch sollte nichts unversucht gelassen werden, die Wechselkurse im EWS „anpassungsfähiger“ zu machen und ein ungestörtes Floaten des EWS gegenüber dem Dollar zu ermöglichen. Es ist nie zu spät für den Versuch, eine potentialorientierte Geldpolitik durchzusetzen.

## Aus den Veröffentlichungen des DIW Sonderhefte

Erscheinen als neue Folge wieder seit 1948. Format DIN A 5.

- Nr. 118 **Kriterien wirtschaftsfördernder Maßnahmen für die verarbeitende Industrie in Berlin.** Von Burkhard Dreher. 60 S. 1977. DM 22,60.
- Nr. 119 **Der Handel der Deutschen Demokratischen Republik mit der Bundesrepublik Deutschland und den übrigen OECD-Ländern.** Eine vergleichende Betrachtung des Westhandels der DDR in den Jahren 1965 bis 1975. Von Horst Lambrecht. 98 S. 1977. DM 28,60.
- Nr. 120 **Untersuchung zu Fragen der Gaspreisbildung als Folge der Interdependenz zwischen dem internationalen Erdgasbeschaffungs- und Erdgasabsatzmarkt in der Bundesrepublik Deutschland.** Von Urs Dolinski. 110 S. 1978. DM 49,80.
- Nr. 121 **Die Entwicklung des Arbeitsplatzangebotes in den Arbeitsmarktregionen.** Daten für 1961 und 1970, Prognoseergebnisse für 1980 und Kontrollrechnungen zur Überprüfung des Prognoseverfahrens. Von Herwig Birg. 152 S. 1978. DM 54,80.
- Nr. 122 **Konzeption einer Strukturberichterstattung für die Bundesrepublik Deutschland.** Möglichkeiten und Grenzen der Analyse sektoraler Strukturentwicklungen. Von Bernd Görzig und Wolfgang Kirner, unter Mitarbeit von Reiner Stäglin. 68 S. 1978. DM 28,60.
- Nr. 123 **Zweimal deutsche Sozialpolitik.** Von Peter Mitzscherling. 136 S. 1978. DM 26,-.
- Nr. 124 **Forschung und Entwicklung in der Berliner Industrie.** Ergebnisse einer Befragung. Von Burkhard Dreher. 112 S. 1978. DM 36,-.
- Nr. 125 **Maßnahmen für eine sichere und umweltverträgliche Energieversorgung.** Von Urs Dolinski und Hans-Joachim Ziesing unter Mitarbeit von Klaus-Dieter Labahn. 379 S. 1978. DM 148,-.
- Nr. 126 **Zur Lage und Entwicklung der deutschen Filmwirtschaft.** Von Burkhard Dreher. 93 S. 1978. DM 32,80.
- Nr. 127 **Neuberechnung der Wegekosten im Verkehr für das Jahr 1975.** Von Heinz Enderlein. 48 S. 1978. DM 18,60.
- Nr. 128 **Regionalplanung und regionale Wirtschaftsstruktur in der Deutschen Demokratischen Republik.** Von Angela Scherzinger und Herbert Wilkens. 89 S. 1979. DM 33,60.
- Nr. 129 **Das Kaufkraftverhältnis zwischen D-Mark und Mark (DDR). Eine Neuberechnung.** Von Charlotte Otto-Arnold. 76 S. 1979. DM 24,60.
- Nr. 130 **Industrielle Strukturprobleme und sektorale Strukturpolitik in der Europäischen Gemeinschaft.** Von Fritz Franzmeyer. 160 S. 1979. DM 59,60.
- Nr. 131 **Zur Interdependenz der Bevölkerungs- und Arbeitsplatzentwicklung.** Grundlagen eines simultanen interregionalen Modells für die Bundesrepublik Deutschland. Von Herwig Birg. 290 S. 1979. DM 118,-.
- Nr. 132 **Zum Problem der Substitutionsmöglichkeit von Mineralölprodukten durch andere Energieträger – dargestellt am Beispiel eines Bundeslandes.** Von Urs Dolinski und Klaus-Dieter Labahn. 106 S. 1980. DM 44,60.
- Nr. 133 **Möglichkeiten der künftigen Strombedarfsdeckung in der Bundesrepublik Deutschland.** Von Eckhard Casser, Jörg-Peter Weiß und Hans-Joachim Ziesing. 131 S. 1980. DM 55,30.
- Nr. 134 **Lohnentwicklung und Lohnpolitik als Bestimmungsgründe konjunktureller Verläufe und struktureller Verschleibungen.** Von Hans-Peter Basler. 102 S. 1981. DM 44,80.
- Nr. 135 **Elemente regionaler Wohnungsmarktmodelle und offene Fragen der Wohnungsmarktanalyse.** Von Bernd Bartholmai. 43 S. 1982. DM 22,60.
- Nr. 136 **Entwicklung und Struktur des deutsch-sowjetischen Handels. – Seine Bedeutung für die Volkswirtschaften der Bundesrepublik Deutschland und der Sowjetunion.** Von Jochen Bethkenhagen und Heinrich Machowski. 83 S. 1982. DM 44,-.

– Die nächste Nummer des Wochenberichts erscheint am 21. 7. 1983 als Nummer 28/29 –

---

Herausgeber: Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Königin-Luise-Straße 5, D-1000 Berlin 33  
Telefon (0 30) 82 99 10 – Telefax (0 30) 82 99 12 00

Präsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Krupp

Abteilungsleiterkollegium: Dr. Oskar de la Chevallerie, Dr. Doris Cornelsen, Dr. Fritz Franzmeyer,  
Prof. Dr. Wolfgang Kirner, Prof. Dr. Rolf Krenzel, Dr. Jürgen Müller, Dr. Reinhard Pohl,  
Dr. Horst Seidler, Prof. Dr. Reiner Stäglin (kommissarisch), Dr. Wolfgang Watter, Hans-Joachim Ziesing.

Präsident und Abteilungsleiter sind gemeinsam für die wissenschaftliche Leitung verantwortlich.

Schriftleitung: Dr. Klaus Henkner, in Vertretung Dieter Teichmann.

*Nach wie vor gibt es zu einer mittelfristig orientierten Geldpolitik keine Alternativen.* Bearbeitet von Reinhard Pohl.

Verlag: Duncker & Humblot, Dietrich-Schäfer-Weg 9, D-1000 Berlin 41. Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit  
Quellenangabe zulässig. Druck: Zippe-Druck Berlin, Oranienburger Str. 170, D-1000 Berlin 26.

Bezugspreis für den Jahrgang DM 100,-, vierteljährlich DM 30,-, Einzelnummer DM 4,-.

Zuzüglich Versandkosten.