

Orientierungspunkte der Geldpolitik

Von Horst Bockelmann, Frankfurt/M.

Die Geldpolitik ist ins Gerede gekommen. Eine Zeitlang war die Übereinstimmung groß, wie die Geldpolitik zu führen sei. Die Inflation war als wirtschaftspolitisches Hauptproblem und als Mitverursacher anderer Probleme ausgemacht. Wenn die Geldpolitik es schaffen würde, den Verfall des Geldwertes zu stoppen, so wäre viel gewonnen. Mehr verlangte niemand von ihr. Der Zusammenhang zwischen Geldwert und Geldmenge aber galt als so einleuchtend, ja trivial, daß eine auf Inflationsbekämpfung ausgerichtete Geldpolitik ganz selbstverständlich als Geldmengenpolitik verstanden wurde, ein Geldmengenziel erschien als der natürliche Orientierungspunkt der Geldpolitik.

Inzwischen sind die Inflationsraten in vielen Ländern drastisch gefallen (Tabelle 1), am deutlichsten in denjenigen Ländern, die eine forcierte monetäre Antiinflationspolitik betrieben haben, während in anderen Ländern die äußeren Einflüsse, die auf einen Rückgang der Inflationsraten hinwirkten, wie insbesondere der Rückgang der Weltmarktpreise für Öl, bei den nationalen Preissteigerungsraten weniger deutliche Spuren hinterlassen haben. Wer erwartet hatte, daß dieser große, zugegebenermaßen durch äußere Umstände begünstigte Erfolg einer auf Inflationsbekämpfung ausgerichteten Geldpolitik nun in goldenen Lettern in die wirtschaftspolitische Erfolgschronik eingehen würde, um ein für alle Mal dem Gedächtnis der Nachwelt überliefert zu werden, sieht sich getäuscht. Interesse finden nicht Probleme, die anscheinend vom Tisch sind, sondern nur solche, die noch der Lösung harren, und das sind, weiß Gott, genug. Die Geldpolitik ist nun bohrenden Fragen ausgesetzt, was sie zur Lösung dieser anderen Probleme leisten kann, ja sogar, ob sie sie nicht womöglich mitverursacht hat. Die Geldmengenorientierung der Geldpolitik, eben noch die natürlichste Sache der Welt, ist nun auf einmal ganz absurd; es ist vielen völlig unverständlich, wie man auf so etwas verfallen konnte. Wenn es an Wachstum fehlt und die Arbeitslosigkeit unaufhaltsam steigt, so liegt das nun doch ganz klar an zu hohen Realzinsen, für die die geldmengenorientierte Geldpolitik verantwortlich gemacht wird. Es könne nichts anderes geben, als schnellstens das Steuer herumzuwerfen und die Zinsen drastisch zu senken.

Tabelle 1
Rückgang der Preissteigerungsrate in verschiedenen Ländern*

| Land | letzte Preissteigerungsrate | | höchste Preissteigerungsrate seit Anfang 1979 | |
|----------------|---------------------------------------|---------|--|----------|
| | Veränderung gegen Vorjahr in v. H. | Monat | Veränderung gegen Vorjahr in v. H. | Monat |
| Bundesrepublik | 2,6 | Dez. 83 | 6,7 | Okt. 81 |
| Großbritannien | 5,3 | Dez. 83 | 21,9 | Mai 80 |
| Japan | 1,8 | Dez. 83 | 9,0 | Sept. 80 |
| USA | 3,8 | Dez. 83 | 14,7 | April 80 |
| Schweiz | 2,1 | Dez. 83 | 7,5 | Aug. 81 |
| Frankreich | 9,3 | Dez. 83 | 14,3 | Nov. 81 |
| Italien | 12,7 | Dez. 83 | 22,0 | Aug. 80 |
| Schweden | 9,2 | Dez. 83 | 15,5 | Okt. 80 |
| Belgien | 7,2 | Dez. 83 | 9,9 | Juni 82 |
| Kanada | 4,5 | Dez. 83 | 12,9 | Juli 81 |

* Gemessen an den Verbraucherpreisen.

Solche Stimmungsschwankungen in der Öffentlichkeit, selbst wenn sich viele davon freihalten, sind nicht ohne Bedeutung. Ein Modewort im Zusammenhang mit der Geldpolitik, dessen „Hoch-“Zeit auch schon wieder etwas zurückliegt, war „Verstetigung“. Jeder dachte dabei, wie man fürchten muß, an etwas anderes; die einen meinten ein gleichmäßiges Geldmengenwachstum, andere unveränderte kurzfristige Zinsen, also Passivität der Notenbank, dritte dachten an stabile langfristige Zinsen. Ich erwähne es an dieser Stelle nur, weil mangelnde Stetigkeit hinsichtlich dessen, was die Öffentlichkeit von der Geldpolitik erwartet, sicher in besonderer Weise dem Ideal der Verstetigung abträglich ist.

Ich will mich im folgenden mit den Fragen beschäftigen, die nach meinem Eindruck heute im Streit über die Orientierung der Geldpolitik im Vordergrund stehen. Vielleicht könnte man eine längere Liste aufstellen, aber mir scheinen fünf Fragen das Wichtigste zu enthalten:

1. Braucht man ein Zwischenziel, oder kann man einfach die Geldpolitik an den eigentlichen Zielen der Wirtschaftspolitik orientieren?
2. Besitzt die Geldmenge die relativen Vorzüge gegenüber anderen Zwischenzielen, die man ihr eine Zeitlang zugeschrieben hat?
3. Läßt sich unter den sich wandelnden Zahlungsgewohnheiten und den mit starken Zinsbewegungen verbundenen Umlagerungen noch ein monetäres Aggregat identifizieren, das als Zielgröße geeignet ist?

4. Kann das Zwischenziel mit hinlänglicher Genauigkeit angesteuert werden?
5. Was spricht für ein jährliches Ziel, für eine längere Zielfestlegung, für ein rolling target, für eine regelmäßige Überprüfung, für einen Korridor?

Zum Teil hängen diese Fragen miteinander zusammen, so daß sich gewisse Verschachtelungen nicht vermeiden lassen. Ich werde mich den fünf Fragen in der Reihenfolge widmen, in der ich sie genannt habe.

1. Braucht man ein Zwischenziel, oder kann man einfach die Geldpolitik an den eigentlichen Zielen der Wirtschaftspolitik orientieren?

Logischerweise ist das in der Tat eine Frage, die am Anfang stehen muß, wenn man über Orientierungspunkte der Geldpolitik redet; zugleich aber ist sie die aktuellste, denn genau an diesem Punkt ist die Debatte gegenwärtig international wieder angelangt. Angefangen hatte es wohl mit *Milton Friedmans* Feststellung, daß wegen langer und veränderlicher Wirkungsverzögerungen die Geldpolitik nicht zur Feineinstellung auf die eigentlichen wirtschaftspolitischen Ziele geeignet sei. Er zog daraus den Schluß, daß sich die Geldpolitik einer einfachen Regel unterwerfen sollte, um mit einer stetigen Geldversorgung zumindest prozyklische Wirkungen zu vermeiden. Neben diesem immer im Hintergrund mitschwingenden Thema „Rules versus Discretion“ war eine andere Folgerung aus der Sorge vor langen und veränderlichen Wirkungsverzögerungen die, ein Zwischenziel in der Finanzsphäre als Orientierungspunkt der Geldpolitik zu propagieren, wobei man sich dann nicht mehr lange bei unserer Grundfrage „braucht man ein Zwischenziel?“ aufhielt, sondern gleich auf das Thema „Geldmenge versus Zinsziel“, also die Frage: „welches Zwischenziel?“, überging. Ein anderer *Friedman, Benjamin*, war meines Wissens der erste, der dieser Argumentation dezidiert widersprochen hat¹. Er stellt die „two-stage-procedure“ für die Geldpolitik grundsätzlich in Frage; dadurch, daß man zunächst aus den Endzielen ein monetäres Zwischenziel ableite und sich dann allein darauf konzentriere, dieses Ziel einzuhalten, würden die Unsicherheiten der Politik nicht vermindert, sondern vermehrt. Kürzlich hat *Ralph Bryant*² in das gleiche Horn geblasen (politisch führt für ihn allerdings in der gegenwärtigen Situation – so wie sie sich in den USA entwickelt hat – für die nächsten Jahre kein Weg an einem monetären Zwischenziel vorbei).

Die Debatte bleibt aber nicht auf den akademischen Bereich beschränkt. Auch in den wirtschaftspolitischen Gesprächskreisen, in denen Regierungs-

¹ *Benjamin M. Friedman*, Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics* 1 (1975), S. 443 - 473.

² *Ralph C. Bryant*, „Money and Monetary Policy“, *The Brookings Review*, Spring 1983, und „Controlling Money: the Federal Reserve and its Critics“, *Brookings* 1983.

und Notenbankvertreter verschiedener Länder ihre Erfahrungen austauschen und sich mehr oder weniger intensiv um eine Koordinierung der Wirtschaftspolitik bemühen, wird der Gedanke, das nominale Brutto-sozialprodukt unmittelbar als Orientierungspunkt der Geld- und Fiskalpolitik zu benutzen, plötzlich ernsthaft diskutiert. Es fällt auf, daß sich in dieser Frage die Waagschale einmal mehr in diese, einmal mehr in jene Richtung neigt, nicht weil neue Argumente für die eine oder andere Lösung aufgetaucht sind, sondern je nachdem, wie stark Argumente gegen die eine oder andere Lösung als durchschlagend empfunden werden. Weil es als fast unmöglich erschien, die Geldpolitik an den eigentlichen Zielen auszurichten, glaubte man, nicht ohne ein Zwischenziel auskommen zu können. Und verzweifelt über die Schwierigkeiten, die man gegenwärtig in einigen Ländern mit den Zwischenzielen hat, präsentiert man nun die direkte Ausrichtung der Geldpolitik am nominalen Sozialprodukt als Ei des Kolumbus, obwohl keine der Schwierigkeiten entfallen ist, die erst die Suche nach einem brauchbaren Zwischenziel ausgelöst hatten. Dabei erscheint mir das nominale Sozialprodukt als besonders untaugliche Zusammenfassung der eigentlichen wirtschaftspolitischen Ziele, denn es liegt doch auf der Hand, daß eine bestimmte Politik nicht indifferent demgegenüber sein kann, ob sie 4 v.H. Preissteigerung, aber kein reales Wachstum, oder Preisstabilität und 4 v.H. reales Wachstum „erzielt“, was für das nominale Sozialprodukt auf das gleiche hinausliefe. Man müßte schon die Vorgaben für Wachstum, Beschäftigung, Preisstabilität und außenwirtschaftliches Gleichgewicht einzeln formulieren, wie das als Projektion im Jahreswirtschaftsbericht der Bundesregierung geschieht; aber für die Geldpolitik wäre damit keine klare Vorgabe verbunden, die sich für eine Erfolgskontrolle nutzen ließe.

Allerdings darf man sich den Gegensatz Zwischenziel – Endziele als Orientierungspunkte der Geldpolitik auch nicht zu krass vorstellen. Diejenigen Zentralbanken, die ein Zwischenziel formuliert und verkündet haben, hören deshalb nicht auf, alle Informationen über die Wirtschaftsentwicklung zu sammeln und zu analysieren, die verfügbar sind. Häufig gehen die politischen Folgerungen, die auf der Basis verschiedener Informationen zu ziehen sind, durchaus in die gleiche Richtung. Andererseits kann man sich keine Notenbank vorstellen, die dazu überginge, die Informationen in der finanziellen Sphäre, die in so reichlichem Maße und zum großen Teil fast ohne jede Verzögerung bei ihr anfallen, zu ignorieren und nicht als Indiz dafür mit heranzuziehen, ob sie sich auf dem gewünschten Wege befindet. Es ist also kein Gegensatz schwarz/weiß. Wie stark der Gegensatz ist, hängt davon ab, ob eine bestimmte finanzielle Größe identifiziert werden kann, der eine so wesentlich herausgehobene

Bedeutung zukommt, daß sie als Orientierungspunkt der Geldpolitik absoluten (oder doch fast absoluten) Vorrang verdient. Das führt zu der zweiten Frage:

2. Besitzt die Geldmenge die relativen Vorzüge gegenüber anderen Zwischenzielen, die man ihr eine Zeitlang zugeschrieben hat?

Diese Frage, die in der Diskussion eine besonders große Rolle spielt, geht in gewisser Hinsicht von falschen Voraussetzungen aus. Seit man von „Zwischenzielen“ redet, hat man dabei immer nur an die Geldmenge gedacht. Zu keiner Zeit haben Zentralbanken sich Wechselkurse oder ein bestimmtes Zinsniveau als Zwischenziel im heutigen Sinne gesetzt, also im Sinne jener „two-stage-procedure“, bei der zunächst aus den gesamtwirtschaftlichen Zielen abgeleitet wird, welchen Wert eine bestimmte Größe im finanzwirtschaftlichen Bereich annehmen sollte, um dann alles Sinnen und Trachten darauf zu richten, dieser finanzwirtschaftlichen Größe möglichst nahe zu kommen. Es gibt zwar genug Beispiele dafür, daß Notenbanken einen bestimmten Wechselkurs zum alleinigen Orientierungspunkt ihrer Politik gemacht haben oder völlig dadurch absorbiert wurden, das Kursniveau öffentlicher Anleihen konstant zu halten. Aber sie taten dies nicht im Rahmen einer gesamtwirtschaftlichen Strategie, sondern meist auf Weisung der Regierung oder unter vertraglicher Verpflichtung. Es gibt auch unter den Notenbanken, die mit ihren Geldmengenzielen akute Schwierigkeiten haben, keine, die im Begriff stünde, ein alternatives Zwischenziel, also z.B. ein Zinsziel, öffentlich zu verkünden. (Daß manche Notenbanken in den kleineren europäischen Ländern versuchen, sich an die Stabilitätspolitik größerer Länder anzuhängen, indem sie möglichst lange einen bestimmten Wechselkurs durchhalten, kann kaum als Gegenbeispiel dienen.)

Was spräche denn dagegen, hier Neuland zu betreten? Stimmen nicht alle Lager darin überein, daß der Zins eine wichtige Rolle spielt? Ob man *Wicksells* Geldzins und Güterpreise, *Keynes* Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals oder *Tobins* „q“ zitiert, stets geht es um die Bedeutung des Zinses auf den Finanzmärkten für die Entscheidung über Sachinvestitionen. Sachinvestitionen aber – darüber gibt es erst recht keinen Streit – sind der Schlüssel zur Überwindung der verbreiteten Wachstumsschwäche (und ohne stärkeres Wachstum erscheint auch eine höhere Beschäftigung schwer erreichbar, selbst wenn im Einzelfall der Zusammenhang zwischen Investitionen und Beschäftigung ein anderes Vorzeichen haben mag). Haben also nicht diejenigen recht, die von den Notenbanken ein niedrigeres Zinsniveau fordern, gleichgültig, was dabei mit der Geldmenge geschieht?

Sie hätten nur dann recht, wenn das Geldmengenwachstum ohne Folgen bliebe. Wenn es dagegen notwendig ist, das Geldmengenwachstum unter Kontrolle zu halten, weil sonst früher oder später die Inflation wieder an Fahrt gewinnt, dann wäre eine solche Politik verheerend. Auch wenn man Zweifel hegt, daß Erfahrungen – selbst solche, die unter großen Opfern gemacht wurden – über längere Zeit in der öffentlichen Meinung wirksam bleiben, so kann doch unmöglich die Erfahrung schon wieder verschüttet sein, daß Inflation kein wirtschaftspolitisches Problem löst, sondern die Grundlagen von Wachstum und Beschäftigung nachhaltig zerstört. Mir erschien immer als beste theoretische Begründung dafür die Störung der Allokationsfunktion des Marktes, die mit Inflationsprozessen einhergeht, weil nicht mehr die Erwirtschaftung eines realen Ertrages, sondern die beste Antizipation des Anstiegs der relativen Preise die höchste Rendite verspricht. Von modernen Theoretikern wird einem entgegengehalten, daß bei der Annahme effizienter Märkte das bereits in den heutigen Preisen antizipiert sei, so daß es eine solche systematische Allokationsstörung nicht geben könne. Offenbar sind aber die Märkte nicht so effizient; die letzten Investitionsruinen mahnen in Frankfurt auch noch nach zehn Jahren an die Fehlentwicklungen einer inflationär angeheizten Baukonjunktur. Und daß Inflation und Geldmenge zusammenhängen, auch dazu gibt es keine neuen Erkenntnisse. Der Zusammenhang ist nicht mechanisch eng, wie ihn eine naive Quantitätstheorie beschrieb, aber er ist so streng, daß ihn keine Geldpolitik, die ihre Verpflichtung gegenüber den Grundlagen einer befriedigenden Wirtschaftsentwicklung ernst nimmt, ignorieren kann. Wenn die Folgen einer außer Kontrolle geratenen Geldmengenentwicklung gleich offen zu Tage lägen, so wäre immer noch die Möglichkeit der Korrektur gegeben. Weil aber die Folgen erst zu spät sichtbar werden, muß ein Geldmengenziel der Geldpolitik als Orientierungspunkt dienen.

Es scheint mir also, daß es keine ökonomisch ernstzunehmende Begründung für die These gibt, ein Zinsziel könne an die Stelle eines Geldmengenziels treten. Bei allen Schwierigkeiten, die man bei der Festlegung und der Einhaltung eines Geldmengenziels haben kann (und wir kommen darauf im weiteren Verlauf noch ausgiebig zu sprechen), die Schlußfolgerung daraus kann nicht sein, daß die Notenbank das, was sie hinsichtlich der Geldmengenentwicklung beobachtet, bei der Festlegung ihrer Politik ignorieren könnte. Orientierungspunkt Nummer 1 der Geldpolitik muß die Geldmenge sein.

Aber das schließt nicht aus, daß auch andere Orientierungspunkte für die konkrete Formulierung der Geldpolitik Bedeutung erlangen. Wir haben Perioden erlebt, in denen sich das monetäre Wachstum ziemlich mühelos

im Zielkorridor hielt und man den Eindruck gewinnen konnte, daß daran auch eine in dieser oder in jener Richtung veränderte Geldpolitik nicht viel ändern würde. In diesem, dem Geldmengenziel untergeordneten Sinne hat die Bundesbank zeitweilig ihren dominierenden Einfluß auf die kurzfristigen Zinsen dazu benutzt, der D-Mark, die am Devisenmarkt unter Abwertungsdruck geraten war, eine gewisse Entlastung zu verschaffen. Sie hat, insbesondere seit Mitte 1982, eine Zinssenkungsstrategie verfolgt, wobei es ihr durchaus darum ging, den langfristigen Realzins herabzudrücken, um so mitzuhelfen, ein besseres Investitionsklima zu schaffen.

Die Erfahrungen waren sehr lehrreich in zweifacher Hinsicht. Einmal zeigte sich, daß der Spielraum dafür, die kurzfristigen Zinsen zu senken – ohne damit über das Geldmengenziel hinauszuschießen – geringer war, als es zunächst scheinen mochte; auch wenn niemand sicher weiß, ob wir 1983 im Zielkorridor geblieben wären, wenn die kurzfristigen Zinsen auf dem Niveau vom Herbst 1982 geblieben wären. Kurzfristig ist die monetäre Entwicklung von vielen Zufälligkeiten abhängig, gegen die die Geldpolitik machtlos ist. Tatsächlich hat sich auch das extreme Geldmengenwachstum in drei aufeinanderfolgenden Monaten Januar bis März 1983 als ein solcher Ausreißer erwiesen. Zum anderen aber wurde erneut demonstriert, daß der langfristige Zins, wie er als Umlaufrendite am Rentenmarkt zu registrieren ist, oft stärker von anderen Faktoren abhängt als davon, wie die Geldpolitik den kurzfristigen Zins einstellt. Gerade wenn die Märkte den Eindruck gewannen, daß die Notenbank mehr Zinspolitik als Geldmengenpolitik betreibe, könnte dies das Vertrauen in eine längerfristige Geldanlage unterminieren und den langfristigen Zins steigen lassen, ohne daß es dazu eines Anstoßes von der internationalen Zinstendenz her bedürfte.

Ich habe großes Verständnis dafür, daß manchem angesichts der drängenden wirtschaftspolitischen Probleme – insbesondere am Arbeitsmarkt, wo sich nirgends eine Lösung abzeichnet – die Standardantwort der Geldpolitik, sie müsse sich zuerst um Stabilität kümmern und könne sonst nichts tun, als unbefriedigend oder gar als Flucht aus der Verantwortung erscheint. Aber man kann sich die Antwort nicht aussuchen, sie muß von den Erfahrungen ausgehen, die wir haben. Mehr hat nun einmal die Geldpolitik nicht zu bieten, sie muß das tun, was sie kann. Versucht sie mehr als das, verfehlt sie auch das, was sie könnte. Und damit wäre niemandem gedient.

Während uns die zweite Frage auf den Kern der wirtschaftspolitischen Auseinandersetzung brachte, auf das, worin der Monetarismus über *Keynes* hinausführte, bringt uns die dritte Frage wieder in die Niederungen der alltäglichen Geldpolitik mit ihren praktischen Schwierigkeiten zurück:

3. Läßt sich unter den sich wandelnden Zahlungsgewohnheiten und den mit starken Zinsbewegungen verbundenen Umlagerungen noch ein monetäres Aggregat identifizieren, das als Zielgröße geeignet ist?

Dies ist eine Frage, die man konkret nur Land für Land beantworten kann. Am höchsten schlägt die Woge der Zweifel gegenwärtig in den USA. Dort hat es in den letzten Jahren zunächst starke Verlagerungen von Einlagen zu Instituten gegeben, die den Verzinsungsbeschränkungen nicht unterlagen, zudem sind diese Beschränkungen selbst schrittweise gelockert worden. Viele der neuen Einlagenformen konnten sich nur auf Grund der neuen technischen Möglichkeiten der elektronischen Datenverarbeitung entwickeln. Man rechnet damit, daß man erst am Anfang einer technologischen Revolutionierung des Zahlungsverkehrs steht, wofür die Stichwörter home-banking, automatic teller machines, point of sale (POS)-terminals, debit cards stehen. Ich glaube allerdings, daß in diesem letzteren Punkt die Phantasie dem, was in absehbarer Zeit verwirklicht werden wird, weit vorausseilt. Aber das betrifft nur einen Aspekt der Abgrenzungsprobleme in den USA, die durchaus ernstzunehmen sind und nicht, wie es manchmal unterstellt wird, nur vorgeschoben werden, um eine Politik machen zu können, für die man in der Öffentlichkeit nicht einstehen will. Da bei weitem der größte Teil der international beachteten Literatur zu Fragen der Geldpolitik und der Geldtheorie in den USA produziert wird, finden US-spezifische Probleme darin einen überdimensionalen Niederschlag. Allerdings gibt es auch in England ähnliche Probleme, wobei besonders das sogenannte Korsett – eine Mindestreserve bei Überschreitung bestimmter Wachstumsraten von Bankeinlagen –, aber auch Einlagenverlagerungen von und zu den Building Societies eine große Rolle gespielt haben. Von dort stammt auch die geistreiche Bemerkung, daß jedes Aggregat, das zum Zwischenziel gemacht wird, danach ein anderes Verhalten zeigt als vorher.

Wir können in der Bundesrepublik froh sein, daß wir nie ein so stark reglementiertes Bankwesen wie in den USA gehabt haben und daß darüber hinaus die Aufhebung der vorhandenen Beschränkungen schrittweise zu einer Zeit erfolgte, als sich die statistischen Auswirkungen in engeren Grenzen hielten. Für meine Person muß ich aber gestehen, daß ich immer sehr skeptisch gewesen bin gegenüber den Kriterien, nach denen die Eignung eines monetären Aggregats als Zwischenziel in der allgemeinen Diskussion beurteilt wurde. *Arthur Okun* hat einmal in einer Aussprache über Zwischenziele ausgeführt, daß dahinter die Annahme stünde, „what really drives the economy is the monetary aggregate“. Ich vermute, daß nur relativ wenige, die sich bei uns für Geldmengenziele einsetzen, das so stark ausdrücken würden. Unser Ausgangspunkt ist nicht, was die Welt der Wirtschaft im

Innersten zusammenhält, oder besser, was sie in Bewegung hält, sondern woran sich die Geldpolitik bei den Entscheidungen, die sie zwangsläufig zu treffen hat – sie kann sich nicht von der Politik verabschieden –, orientieren soll. Auch eine Geldmenge, die durch Sondereinflüsse statistisch verzerrt ist, mag immer noch der relativ beste Orientierungspunkt sein. Ähnlich ist es mit den Argumenten, dieser oder jener Sondereinfluß sei für eine bestimmte monetäre Entwicklung verantwortlich. Ursachenforschung ist nur von beschränktem Nutzen, es geht nicht um Ursachen, sondern um Wirkungen und nicht nur um Wirkungen, mit denen mit Sicherheit zu rechnen ist, sondern auch schon um Wirkungen, die man befürchten muß. Ich sehe die Geldmengenorientierung als eine defensive Strategie, mit der man primär Fehler vermeiden will, nicht als eine Strategie, der man zutraut, die Wirtschaft ideal zu steuern.

Aus dieser Sicht erscheint mir vieles, was an theoretischen und empirischen Arbeiten über die Geldnachfrage in den letzten 15 Jahren erschienen ist, von sehr begrenztem Nutzen für die Lösung geldpolitischer Probleme. *Milton Friedman* hatte die Renaissance der Quantitätstheorie mit der Feststellung eingeleitet, daß es zwar keine konstante Umlaufgeschwindigkeit gäbe, wie die frühen Protagonisten dieser Theorie unterstellt hatten, daß aber die Geldnachfrage eine einfache Funktion einiger weniger Variabler sei. In der Folgezeit war zeitweilig das Wort Umlaufgeschwindigkeit, von Pedanten Kreislaufgeschwindigkeit des Geldes genannt, aus der Diskussion weitgehend verdrängt, bis es nach einiger Zeit als einfachste Geldnachfragefunktion wieder in Mode kam und den gleichen Irrtümern in der Interpretation unterlag, die für die komplizierteren Formen zu registrieren waren. Die empirischen Berechnungen von Geldnachfragefunktionen hatten Konjunktur, begünstigt dadurch, daß stock-adjustment-Modelle, wie sie dabei meist verwendet werden, ökonometrisch sehr eindrucksvoll sein können (weil der alte Bestand den neuen immer schon zu einem hohen Prozentsatz erklärt). Ob sich eine bestimmte Abgrenzung der Geldmenge als Zwischenzielgröße eignet, hängt nach den gängigen Vorstellungen davon ab, wie stabil die Geldnachfragefunktion für diese Abgrenzung ist. „Bricht sie zusammen“, wie es oft dramatisch heißt, so ist dem Ziel die Grundlage entzogen. Wenn man wie ich der Meinung ist, daß die Grundlage nie so gut gewesen ist, so kann sie sich auch nicht derart zum Negativen verändert haben.

Die große Schwäche all dieser Berechnungen liegt darin, daß an die Stelle dessen, worum es bei Geldnachfragefunktionen geht, den gewünschten Kassenbestand, die statistisch meßbare Geldmenge tritt, so als ob der Zeitbedarf der Anpassung „Null“ sei und gewünschter und tatsächlicher Kassenbestand

immer übereinstimmen. Wie problematisch diese Annahme ist, erhellt sich schon daraus, daß es im ursprünglichen Friedmanschen Ansatz um die reale Geldmenge ging, das Portfoliogleichgewicht also sich auf die Situation bezog, in der der durch eine Geldvermehrung ausgelöste Inflationsprozeß schon völlig abgelaufen ist. Aber auch wenn sich die Geldnachfragefunktion auf die nominale Geldmenge bezieht, könnte man nur unterstellen, daß die tatsächliche Geldmenge immer der gewünschten entspricht, wenn sie sich der Geldnachfrage elastisch anpaßt; das kann man aber spätestens dann nicht unterstellen, wenn die Notenbank den Willen und die Fähigkeit hat, ihre Vorstellung über das monetäre Wachstum durchzusetzen. Eine Diskrepanz zwischen tatsächlicher und gewünschter Geldmenge bleibt dann solange bestehen, bis sich genügend Daten, von denen die Geldnachfrage bestimmt wird, so weit geändert haben, daß das Portfoliogleichgewicht, die Übereinstimmung beider, hergestellt ist. Dieser Anpassungsprozeß unterliegt genau jenen „long and variable lags“, mit deren Entdeckung der Monetarismus angefangen hat.

Die wichtigsten Datenänderungen in dieser Hinsicht werden von den Wirtschaftssubjekten, die sich in einem Ungleichgewicht befinden, selbst ausgelöst; sie nehmen Anpassungstransaktionen im finanziellen Bereich und im güterwirtschaftlichen Bereich vor. Finanzielle Transaktionen sind in der Regel rascher zu bewerkstelligen; sie erfordern weniger Vorbereitung, die relevanten Informationen sind leichter verfügbar. Daraus kann man aber nicht schließen, daß sich die Anpassungsvorgänge hierauf beschränken; eher läßt sich argumentieren, daß unter Umständen finanzielle Anpassungsvorgänge zwischengeschaltet werden, bevor die güterwirtschaftlichen abgeschlossen sind³.

Die Frage des Zeitbedarfs bei den Anpassungsvorgängen von gewünschter und tatsächlicher Kassenhaltung ist eine zentrale Frage, wenn man die Vorstellungen darüber zu konkretisieren versucht, wie monetäre Vorgänge mit den güterwirtschaftlichen Vorgängen zusammenhängen. Erst in den letzten zwei, drei Jahren findet man Versuche, die Möglichkeit eines länger bestehenden Portfolioungleichgewichts bei stärkeren Veränderungen der Geldmenge in empirischen Untersuchungen einzufangen.

³ Das relative Gewicht von finanziellen und güterwirtschaftlichen Anpassungsvorgängen ist übrigens verschieden bei unterschiedlich weiten Geldmengendefinitionen; je enger die Definition, desto stärker sind relativ gesehen die Wirkungen in der finanziellen Sphäre und desto schwächer sind die in der güterwirtschaftlichen Sphäre. Das ist nicht so zu verstehen, als ob sich der wirtschaftliche Ablauf ändere, je nachdem, was man als Geld definiert. Nur, bei einer engen Definition wird etwas als Veränderung der Geldmenge und als von der Veränderung der Geldmenge ausgelöster Vorgang beschrieben, was sich bei einer weiteren Definition „geldintern“ abspielt.

Wenn man die Bedeutung von Geldnachfragefunktionen als Basis für die Geldmengenziele herunterspielt, worauf will man dann die Berechtigung solcher Ziele stützen? Wie ich es sehe, reicht hierfür der mittelfristige Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Preissteigerungsrate als Begründung völlig aus. In der Bundesrepublik schneiden in dieser Hinsicht nach wie vor M_3 und die M_3 eng verwandte Zentralbankgeldmenge am besten ab. Wie vor fast zehn Jahren gilt auch heute, daß M_1 und M_2 auch schon deshalb als Zielgröße nicht in Betracht kommen, weil sie schon bei relativ geringen Zinsschwankungen so stark ausschlagen, daß sie nicht mit hinreichender Genauigkeit gesteuert werden können. Die Zentralbankgeldmenge unterscheidet sich definitorisch nur geringfügig von M_3 , allerdings enthält sie die mindestreservepflichtigen inländischen Verbindlichkeiten der Kreditinstitute nicht voll, sondern mit den Reservesätzen von Januar 1974; das sind ungefähr 16 v.H. (genau 16,61 v.H.) der Sichtverbindlichkeiten, 12 v.H. (12,44 v.H.) der befristeten Verbindlichkeiten und 8 v.H. (8,12 v.H.) der Spareinlagen. Das unterschiedliche Gewicht der verschiedenen Einlagenarten ist zwar willkürlich, aber nicht unplausibel; es entspricht durchaus der Logik der Festsetzung unterschiedlich hoher Reservesätze. Schwer oder gar nicht zu begründen ist das relativ hohe Gewicht des Bargeldumlaufs in der Zentralbankgeldmenge, mehr als sechsmal so hoch wie das der Sichteinlagen; anders gesehen: Der Bargeldumlauf stellt 50 v.H. der Zentralbankgeldmenge, aber nur 11 v.H. von M_3 . Bis 1974 hatte der hohe Bargeldanteil einen glättenden Einfluß auf die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge, seitdem hat er erhebliche Probleme verursacht, denn der Bargeldumlauf hat schwer zu interpretierende Beschleunigungen und Verzögerungen durchgemacht. Die Bundesbank hat trotzdem an der einmal gewählten Zielgröße festgehalten, weil sich die Diskrepanzen im Wachstumstempo von Bargeld- und Reservekomponente meist relativ schnell korrigierten, zudem hat sie die Entwicklung der Komponenten auch immer getrennt kommentiert und bei ihrer Politik in Rechnung gestellt.

Die Zentralbankgeldmenge, die für die Bundesbank ein Geldmengenaggregat eigener Art ist, das logisch auf der gleichen Ebene liegt wie die verschiedenen M -Begriffe, wird von anderen auch in Verbindung gebracht mit der vierten Frage:

4. Kann das Zwischenziel mit hinlänglicher Genauigkeit angesteuert werden?

Einiges hierüber wurde schon gesagt: Daß kurzfristige Ausschläge nicht beherrschbar sind und, daß M_1 und M_2 so stark auf Zinsschwankungen

reagieren, daß sie deshalb als Zwischenziel ungeeignet wären. Insgesamt kann sich die Zielgenauigkeit der Bundesbank in neun Jahren mit Geldmengenzielen durchaus sehen lassen; nur einmal, 1978, war die Zielüberschreitung erheblich (siehe Tabelle 2). Nun waren die Ziele unterschiedlich formuliert, wir kommen darauf bei der fünften Frage zurück. Gleiche rechnerische Abweichungen verbergen bei unterschiedlichen Zielformulierungen in der Sache ganz unterschiedlich starke Zielverfehlungen. Aber insgesamt ist die Zielgenauigkeit größer, als mit Zufall erklärt werden könnte; die Bundesbank hat also nicht nur den Willen, sondern auch die Fähigkeit unter Beweis gestellt, ihrem Geldmengenziel nahe zu kommen. Das ist mehr als man von vielen anderen Notenbanken sagen kann. War unsere Steuerungsmethode besser? Zumindest hat es bei uns weniger Kontroversen und mehr Kontinuität hinsichtlich der Methoden der Geldmengensteuerung gegeben. Wenn man es polemisch ausdrücken wollte, könnte man sagen, die Bundesbank hat sich in dieser Frage von Irrtümern der Monetaristen freigehalten, die andernorts – mit oder gegen die Überzeugung der Verantwortlichen – in den Notenbanken Einfluß auf die praktische Politik erlangt haben. Ich habe es immer als beinahe tragisch empfunden, daß die Monetaristen, die durch zwei wichtige und letztlich, wie ich glaube, unbestreitbare Thesen die Geldpolitik auf einen richtigen Weg gewiesen haben – Thesen, für die sie als Makroökonomten jede Kompetenz besaßen – sich zugleich zutrauten, den Notenbanken zu sagen, wie sie praktisch die Geldmenge zu steuern hätten, wofür ihnen – wohl kaum überraschend – die Kompetenz abging. Die beiden Thesen, mit denen die Monetaristen nach meiner Überzeugung unschlagbar sind, lauten

- eine allgemeine Preissteigerungstendenz kann sich nicht durchsetzen ohne eine entsprechende Ausweitung der Geldbestände
- eine stärkere Ausweitung der Geldbestände kann nicht stattfinden, wenn die Notenbank ihre eigene Geldschöpfung eng begrenzt.

Die These zur praktischen Kontrolle der monetären Entwicklung, mit der die Monetaristen, wie ich meine, viel Unheil angerichtet haben, lautet

- die Zentralbanken sollen sich nicht um Zinssätze kümmern, die Geldmenge läßt sich minutiös steuern, wenn die Zentralbank die monetäre Basis kontrolliert.

Als „monetary base“ bezeichnet man bestimmte Positionen unter den Verbindlichkeiten einer Notenbank, und zwar den Bargeldumlauf und die Reserveguthaben der Banken. Man unterstellt, daß es der Notenbank keine Schwierigkeiten bereite, diese beiden Positionen nach ihrem Willen auszuweiten; zwar unterlägen einige Transaktionen, die darauf Auswirkungen

Tabelle 2: Wachstum der Zentralbankgeldmenge (in %)

| Jahr | Ziel | | | Tatsächliches Wachstum | | |
|------|---------------------------|--------------------------------|---|---------------------------|--------------------------------|---|
| | Wachstum im Jahresverlauf | Wachstum im Jahresdurchschnitt | Wachstum vom Durchschnitt des 4. Quartals des Vorjahres zum 4. Quartal des laufenden Jahres | Wachstum im Jahresverlauf | Wachstum im Jahresdurchschnitt | Wachstum vom Durchschnitt des 4. Quartals des Vorjahres zum 4. Quartal des laufenden Jahres |
| 1975 | 8 | . | . | 10,0 | (7,8) | (9,6) |
| 1976 | . | 8 | . | (8,4) | 9,3 | (9,0) |
| 1977 | . | 8 | . | (9,8) | 9,0 | (9,5) |
| 1978 | . | 8 | . | (11,9) | 11,4 | (11,8) |
| 1979 | . | . | 6 - 9 | (5,5) | (9,0) | 6,4 |
| 1980 | . | . | 5 - 8 | (5,5) | (4,8) | 4,8 |
| 1981 | . | . | 4 - 7 | (3,1) | (4,4) | 3,6 |
| 1982 | . | . | 4 - 7 | (5,9) | (4,9) | 6,1 |
| 1983 | . | . | 4 - 7 | (6,8) | (7,3) | 7,0 |

haben, nicht der Kontrolle der Notenbank – wie z.B. der float –, aber es sei ihr ein Leichtes, das mit anderen Transaktionen, z. B. durch Offenmarkttransaktionen, also den Ankauf oder Verkauf von Wertpapieren, auszugleichen. Dividiert man die Geldmenge durch die gerade beschriebene monetäre Basis, so erhält man einen Quotienten, den man Multiplikator nennt, weil er, multipliziert mit der Basis, wieder die Geldmenge ergibt. Da man wie dargelegt unterstellt, es sei der Notenbank ein Leichtes, die Basis richtig im Griff zu haben, braucht man nur noch den Multiplikator richtig vorzuschätzen, um die Geldmenge auf dem Zielpfad zu halten. So einfach ist Geldpolitik im Stile *Brunner/Meltzer*. Es ist in ihren Augen nur der Verblendung und der Stupidität der Notenbanken zuzuschreiben, daß sie diesen Königsweg der Geldpolitik nicht beschreiten. Sie sind sogar bereit, die Unabhängigkeit der Notenbanken zu unterminieren, um sie dazu zu bringen, ihren Rezepten zu folgen, weil sie mit Recht annehmen, Politiker leichter überzeugen zu können als Notenbanken.

Die Idee ist ja auch scheinbar von einer so zwingenden Logik, daß es einige Mühe bereitet zu erkennen, worin der Fehlschluß besteht. Die Frage, ob die Notenbank in der beschriebenen Weise völlig autonom die „monetary base“ entsprechend ihren Zielvorstellungen bestimmen kann, ist nicht damit zu beantworten, daß man auf die Transaktionen verweist, mit denen die Notenbank unkontrollierbare Vorgänge in ihrer Bilanz mühelos kompensieren könnte. Hier geht es nicht um eine „hausinterne“ Angelegenheit der Notenbank, man muß, um zu einer Klärung zu kommen, ihre „Kunden“ mit in diese Betrachtung einbeziehen, vor allem die Banken, die die Notenbank verpflichtet hat, bei ihr Guthaben in bestimmter Höhe zu unterhalten. Auch wenn die „monetary base control“ heute bei uns nur wenige Befürworter findet, mag es sich lohnen, sich etwas näher damit zu beschäftigen, einmal weil die Auseinandersetzung darüber in den USA das geldpolitische Thema schlechthin ist und es zeitweilig auch in England war, zum anderen weil es zeigt, wie verhängnisvoll gewisse theoretisch vielleicht vertretbare Vereinfachungen werden können, wenn man sie zur Basis politischer Empfehlungen macht, ohne die Faktoren in Rechnung zu stellen, von denen man abstrahiert hat.

Nehmen wir einmal zur Verdeutlichung des Fehlschlusses bei der monetary base control an, die Banken müßten nicht Prozentsätze ihrer Verbindlichkeiten zu bestimmten, teilweise der Reserveperiode vorausgehenden Terminen im Durchschnitt eines Monats auf Girokonto bei der Bundesbank unterhalten, sondern einen festen Betrag, sagen wir 50 Milliarden DM. Sehen wir ferner auch noch vom Bargeldumlauf ab, nehmen wir also an, daß alle Zahlungen nur über Bankkonten abgewickelt werden. Offensichtlich bildet

dann der Betrag von 50 Milliarden DM eine Untergrenze für die Freizügigkeit der Notenbank hinsichtlich der Festlegung der „monetary base“; ginge sie darunter, könnten die Banken ihre Mindestreservepflicht nicht erfüllen. Was würde dadurch bewirkt? Irgendeinen „erzieherischen“ Effekt auf die Banken hätte es nicht, wenn ihnen die Notenbank demonstrierte, daß sie ihrer Mindestreservepflicht nicht aus eigener Kraft genügen könnten, es gibt ja annahmegemäß keinen Zusammenhang zwischen Bankenverhalten und Höhe des Reserve-Solls. Es wäre also auch unsinnig, Sanktionen gegen die Banken wegen Nichterfüllung der Reservepflicht zu verhängen und aufsichtsrechtliche Schritte gegen sie zu unternehmen. Die Banken würden bald zu dem Ergebnis kommen, daß man Mindestreservevorschriften nicht ernst zu nehmen braucht. Eine Notenbank, die so vorginge, würde die Rahmenbedingungen zerstören, die doch gerade ihre Politik erleichtern sollen. Zumindest unter den vereinfachenden Bedingungen gibt es also einen echten „constraint“, wie man heute sagt, für die Manipulation der „monetary base“: Die Reserveerfüllung darf die Notenbank nicht in Frage stellen, wenn sie nicht kontraproduktiv sein will.

Wenn dies unter den vereinfachenden Annahmen klar ist, dann müssen wir uns fragen, ob man zu einem anderen Ergebnis gelangt, wenn man diese Annahmen fallen läßt. Zunächst zum Bargeldumlauf. Früher hörte man gelegentlich von Monetaristen, daß es ja die Banken in der Hand hätten, durch entsprechende Zinsgebote Teile der monetary base aus dem Bargeldumlauf wieder auf ihre Zentralbankkonten zu ziehen, so daß sie damit ihre Reservepflicht erfüllen könnten und der geschilderte „constraint“ entfielen. Heute haben sie wohl eingesehen, daß sich so das Problem nicht lösen läßt. Von einer kurzfristigen, auf den Tagesgeldmarkt beschränkten scharfen Zinssteigerung – wie sie eintritt, wenn die Banken Schwierigkeiten haben, ihr Reserve-Soll zu erfüllen – wird der Bargeldumlauf praktisch nicht tangiert. Dauert die Zinssteigerung an und strahlt sie auf die Einlagenzinsen aus, kommt es zwar zu einer Ökonomisierung der Bargeldhaltung; aber es ist ganz ungewiß, in welchem Umfang und wie bald. Also hängt die Beantwortung unserer Frage davon ab, ob die Banken in der Lage sind, sich mit ihren reservepflichtigen Verbindlichkeiten nach der Decke zu strecken, die die von der Notenbank autonom bestimmte „monetary base“ darstellt. Das erscheint schon rein logisch ziemlich ausgeschlossen, wenn, wie gegenwärtig in den USA, sich die zu haltende Reserve nach dem Stand der Bankverbindlichkeiten zu einem Stichtag richtet, der zwei Wochen zurückliegt. Folgerichtig haben die Protagonisten der „monetary base control“ die „lagged reserve requirements“ zum Schurken des Stücks gemacht und so lange insistiert, bis der Federal Reserve Board schließlich angekündigt hat,

man werde zu „contemporaneous reserve requirements“ übergehen. Wir haben also Aussichten, auch im Experiment am lebenden Objekt vorgeführt zu bekommen, was eine genauere mikroökonomische Analyse mit geringerem Aufwand hätte zeigen können: Daß es an den „lagged reserve requirements“ nicht gelegen hat, wenn die Banken sich nicht an monetary base-Vorgaben anpassen können.

Die Höhe der reservepflichtigen Verbindlichkeiten des Bankensystems, um die es hier geht, ist das Ergebnis der Interaktion der einzelnen Banken und ihrer Kunden. Die einzelnen Banken treffen Entscheidungen über die Zusammensetzung ihrer Aktiva. Glaubt eine Bank sich eine Verschlechterung ihres Liquiditätsstatus leisten zu können, so schichtet sie ihre Aktiva um in Richtung höher verzinslicher, weniger liquider Positionen. Hält sie es für ratsam, sich liquide zu halten, verfolgt sie eine entgegengesetzte Geschäftspolitik. Das Liquiditätsproblem ist für die einzelne Bank nicht ein Liquiditätsproblem im Verhältnis zur Zentralbank, sondern schlicht gegenüber einer anderen Bank. Fällige Forderungen an solvente Banken (die Zentralbank eingeschlossen) sind untereinander voll substituierbar. Die Auswirkungen eines mehr aggressiven oder mehr defensiven Verhaltens im Aktivgeschäft schlagen sich unter Umständen weniger bei den eigenen Verbindlichkeiten als bei denen anderer Banken nieder. Die Einschätzung der Ergiebigkeit und der Konditionen am Geldmarkt für die Finanzierung von Geldbedarfsspitzen ist ein wesentliches Moment für die Portfolioentscheidungen der Banken. Man mag es drehen und wenden wie man will: Die Dispositionen der Banken im Aktivgeschäft, die gesamtwirtschaftlich mit über das Niveau der reservepflichtigen Verbindlichkeiten entscheiden, bieten nicht das Moment der Flexibilität, das eine Anpassung an monetary base-Vorgaben erlaubte. Ich scheue mich etwas, überhaupt ernsthaft auf die Frage einzugehen, ob denn nicht im Passivgeschäft, beim liability-management, diese Flexibilität existiert. Das ist gleich zweifach naiv. Einmal würden dabei allenfalls Einlagen zwischen Banken hin und her geschoben. Zum anderen gibt es für die einzelne Bank nicht den geringsten Anreiz, Einlagen zurückzuweisen oder ihre Einlagen zu vermindern, weil ihr dabei weit mehr Liquidität verloren geht, als sie durch Verminderung ihrer reservepflichtigen Verbindlichkeiten gewönne.

In einem System ohne Mindestreserven steht nicht die Mindestreserveerfüllung, sondern die Fähigkeit der Banken, den Bargeldbedarf ihrer Kunden zu befriedigen, im Mittelpunkt der hier diskutierten Frage; die Argumente gegen eine unmittelbare „monetary base control“ sind jedoch in beiden Fällen die gleichen. Die Idee, die Notenbank könne, sozusagen ohne aus dem Fenster zu schauen, einseitig die monetary base bestimmen

und dem Bankensystem die Anpassung überlassen, hält einer näheren Überprüfung nicht stand.

Wie läßt sich aber die monetäre Entwicklung steuern, wenn die Notenbank kurzfristig den Banken die Reserven zur Verfügung stellt, die sie zur Erfüllung der Mindestreservepflicht brauchen? Begibt sich eine Notenbank, die diese Notwendigkeit akzeptiert, nicht hoffnungslos ins Schlepptau der Banken, die zusammen sozusagen fröhlich drauflos Geld „schöpfen“ können, ohne befürchten zu müssen, daß die Notenbank sie „sitzen“ läßt? Diese Befürchtung basiert auf dem gleichen falschen Bild von dem, woran sich die Banken bei ihren Geschäftsentscheidungen orientieren und wodurch sich ihr Verhalten steuern läßt, wie wir es bei den Protagonisten der monetary base control angetroffen haben. Die Banken machen sich Sorge um Dinge wie ihre Kreditwürdigkeit, die Höhe ihrer Geldbeschaffungskosten und um ihre Fähigkeit, ihre laufenden Zinserträge ihren Zinskosten anzupassen. Das gesamtwirtschaftliche Liquiditätsproblem aller Banken gegenüber der Notenbank geht nicht als solches, sondern nur in seinen Rückwirkungen über den Geldmarktzins in das geschäftspolitische Kalkül und damit das Verhalten der einzelnen Banken ein. Die Notenbank deckt zwar den Reservebedarf der Banken, den nur sie decken kann, aber sie tut es zu ihren Bedingungen. Mit ihrer Zins- und Liquiditätspolitik ist sie es, die das Zinsniveau am Geldmarkt bestimmt und damit auch die Termingeldzinsen, d.h. die Kosten der aktiven Geldbeschaffung der Banken. Ich habe an anderer Stelle⁴ im einzelnen nachgewiesen, daß der nationale Tagesgeldmarkt ein Markt ist, an dem ohne die Notenbank kein Marktausgleich zustande käme, an dem es mit anderen Worten einen eigentlichen Marktzins nicht gibt. Der Einfluß, den die Notenbank durch ihre Herrschaft über den Geldmarkt besitzt, ist stark genug, um die monetäre Entwicklung entscheidend zu beeinflussen, wenn auch dabei an die Präzision keine zu hohen Anforderungen gestellt werden dürfen. Dem muß jede Notenbank bei ihrer Zielvorgabe Rechnung tragen.

Es bleibt noch die letzte Frage:

5. Was spricht für ein jährliches Ziel, für eine längere Zielfestlegung, für ein rolling target, für eine regelmäßige Überprüfung, für einen Korridor?

Ich habe diese „technicalities“ eines Geldmengenziels nur in meine Liste aufgenommen, damit sie nicht untergehen; es lohnt sich, sie zu beachten,

⁴ H. Bockelmann, Die Zinsbildung am Geldmarkt, Kredit und Kapital, 13. Jg. 1980, Heft 3, S. 339.

weil auch hier vieles sich erst bei näherem Studium erschließt. Die Argumente für eine längere Zielperspektive als ein Jahr zielten vor allem auf eine stärkere Beeinflussung der Inflationserwartungen, als es mit einem Jahresziel möglich erschien. Das war ein Problem, als die Inflationsraten sehr hoch waren. In einem Jahr konnte nur eine bestimmte Wegstrecke in Richtung Stabilität zurückgelegt werden. Mit einer Festlegung auf ein niedrigeres Geldmengenwachstum in den Folgejahren hätte sich deutlich machen lassen, daß es bei dem kurzfristig „unvermeidlichen Preisanstieg“ nicht bleiben sollte. Die Notenbanken haben sich von diesen an sich recht plausiblen Argumenten fast nie überzeugen lassen, weil sie fürchteten, nach einem Jahr zu einer anderen Einschätzung dessen zu kommen, was zu tun sei, und dann entweder ihrer Ankündigung oder ihrer besseren Einsicht entgegenhandeln zu müssen. Heute kann das meines Erachtens gar kein Thema mehr sein, wenigstens nicht im Sinne eines immer niedrigeren Geldmengenzieles; denn welches Geldmengenwachstum bei annähernder Preisstabilität von der monetären Seite die besten Voraussetzungen für reales Wachstum bietet, ist nicht im voraus auf längere Sicht zu entscheiden, die Risiken der Geldpolitik liegen nicht nur auf einer Seite. Gegen das „rolling target“ spricht nur, aber das entscheidend, daß es nie dem Verdacht entgeht, Zielverfehlungen unter den Teppich zu kehren, weil man immer wieder bei Null beginnt. Eine Überprüfung des Ziels, wie sie Ende Juni im Zentralbankrat anstand, macht deutlich, daß ein Zwischenziel den Charakter einer Hypothese über das geldpolitisch Gebotene hat, die von der Entwicklung bestätigt, aber auch widerlegt werden kann. Der Korridor schließlich, oft geschmäht, ist meines Erachtens viel besser als sein Ruf. Wir hatten 1975 mit einem Verlaufsziel und einer einzigen Zahl (8 v.H.) begonnen, weil wir glaubten, damit unsere Intentionen deutlicher als mit 7 - 9 v.H. beschreiben zu können, wobei wir annahmen, auch bei 8 v.H. eine Toleranzzone 7 - 9 v.H. zu besitzen. Das Problem war auch weniger die zu große Präzision von 8 v.H. als das Mißverständnis, es bezöge sich auf den Dezember/Dezember-Vergleich. Gemeint war ein Wachstumspfad, auf dem wir uns sowohl kurz vor als auch kurz nach dem Jahresende 1975 befanden. Das Durchschnittsziel in den Jahren 1976 - 78 gab für den Verlauf innerhalb des Jahres, selbst wenn er stetig war, eine sehr breite Toleranzmarge von rund vier Prozentpunkten – was indes die eine große Zielüberschreitung 1978 nicht verhinderte. Bei der Rückkehr zum Verlaufsziel seit 1979 wurden die Lehren der beiden entgegengesetzten Experimente gezogen: Vermeidung von Stichtagszufälligkeiten durch Bezugnahme auf Quartalsdurchschnitte, ein Korridor, um die Toleranzmarge ausdrücklich zu definieren, und zwar enger als es 7 - 9 bei einem 8prozentigen Durchschnittsziel entsprach. Ich gebe zu, es klingt nach Spitzfindigkeiten, die man getrost den Fachleuten überlassen kann, aber die

man ihnen auch überlassen sollte, wenn man sich nicht die Mühe machen will, voll einzusteigen.

Zusammenfassung

Orientierungspunkte der Geldpolitik

Die Diskussion über die Geldpolitik ist über die spektakulären Erfolge bei der Inflationsbekämpfung in wichtigen Ländern rasch hinweggegangen. Das neue Schwerpunktthema sind die „zu hohen Realzinsen“ und das, was die Geldpolitik zu ihrer Senkung beitragen könne. Der Aufsatz versucht angesichts solcher Stimmungsschwankungen festen Boden für die Orientierung der Geldpolitik zu finden, also abzuschätzen, was als einigermaßen gesicherte Erkenntnis für die praktische Geldpolitik Bestand hat und was nicht. Die Schwierigkeiten mit bestimmten Zwischenzielen, so wird argumentiert, lassen sich nicht dadurch ausräumen, daß man stattdessen ein „Endziel“, etwa das nominale Sozialprodukt, zum Orientierungspunkt der Geldpolitik macht. Als Zwischenziel habe die Geldmenge keine wirkliche Konkurrenz; reden ließe sich höchstens darüber, inwieweit andere Zwischenziele daneben (dem Geldmengenziel untergeordnet) mit anvisiert werden könnten. Jedoch habe sich gezeigt, daß der Spielraum dafür meistens sehr eng sei. Innovationen an den Finanzmärkten werden, jedenfalls für die Bundesrepublik, nicht als Hindernis für eine Geldmengenorientierung gesehen, die als defensive Strategie primär versucht, Fehler zu vermeiden, und sich nicht zutraut, die Wirtschaft ideal zu steuern. In diesem Zusammenhang werden Zweifel an dem Nutzen der gängigen Geldnachfragefunktionen geäußert und begründet. Schließlich werden auch die praktischen Probleme der Geldmengensteuerung und der Zielgenauigkeit behandelt. Im Vordergrund steht dabei das Thema „monetary base control“, das vor allem in den USA und von Zeit zu Zeit in England heiß diskutiert wird, aber auch bei uns bisher nicht wirklich geistig verarbeitet worden ist.

Summary

Orientation Points for Monetary Policy

The debate on monetary policy has passed rapidly and lightly over the spectacular successes in combatting inflation in important countries. The new central theme is the “too high real interest rates” and the contribution monetary policy can make towards lowering them. In view of such fluctuating moods, the essay sets out to seek a firm footing for the orientation of monetary policy, i.e. to gauge what knowledge has established and enduring significance for monetary policy and what has not. It is argued that the difficulties with certain intermediate objectives cannot be overcome by using instead a “final objective”, e.g. the nominal national product, as an orientation point for monetary policy. The money supply has no real competitor as an intermediate objective; at best, it might be worthwhile to discuss the extent to which other intermediate goals (subordinate to the money supply) could be aimed at in addition. It has proved, however, that there is mostly very little latitude for that. At least for

the Federal Republic of Germany, innovations on the financial markets are not considered an obstacle to money supply orientation which, as a defensive strategy, primarily attempts to avoid mistakes and does not take it upon itself to exert ideal control over the economy. In this connection, doubts are expressed and justified with respect to the usefulness of the conventional money demand functions. Finally, the practical problems of money supply control and the accuracy of objectives are dealt with. Here the main interest is focused on the subject of "monetary base control", which is the subject of hot debate especially in the USA and from time to time in Britain, but has not been really mentally digested in West Germany either up to the present.

Résumé

Points d'orientation de la politique monétaire

Le débat sur la politique monétaire s'est rapidement essoufflé à la suite des succès spectaculaires remportés dans des pays importants dans la lutte contre l'inflation. Les nouveaux sujets de réflexion sont les « taux d'intérêt réels trop élevés » et la contribution que la politique monétaire peut apporter à leur diminution. Du fait de ces variations d'humeur, l'auteur tente de définir un terrain sûr pour l'orientation de la politique monétaire, c.à.d. d'estimer ce qui peut en quelque sorte constituer des notions sûres applicables à la politique pratique et ce qui ne l'est pas. L'on ne peut éliminer les difficultés posées par certains objectifs intermédiaires, argumente-t-on, en y substituant l'« objet final », c.à.d. le PNB, comme cible d'orientation de la politique monétaire. La masse monétaire est sans concurrence réelle comme objectif intermédiaire; l'on peut tout au plus discourir de la mesure dans laquelle on peut en complément, c.à.d. en subordination à l'objectif de la masse monétaire, prendre en considération d'autres objectifs intermédiaires. Mais on a constaté que le champ de manoeuvre était à cet égard généralement très limité. Les innovations sur les marchés financiers ne sont pas, en Allemagne fédérale du moins, jugées entraver l'orientation de la masse monétaire qui, en stratégie défensive, cherche au premier degré à éviter des erreurs sans se risquer à gouverner idéalement l'économie. Dans ce contexte, l'auteur formule et motive certains doutes sur l'utilité des fonctions courantes de la demande monétaire. Enfin sont abordés les problèmes pratiques du contrôle de la masse monétaire et de l'exactitude de l'objectif. On trouve à l'avant-plan dans ce domaine le thème du « monetary base control » qui fait l'objet de discussions passionnées surtout aux Etats-Unis et à l'occasion au Royaume-Uni, mais qui n'a pas non plus jusqu'à présent été chez nous examiné en toute équité intellectuelle.