

Pohl, Rüdiger; Neumann, Manfred J. M.; Duwendag, Dieter

Article — Digitized Version

## Eine stärkere Außenorientierung der deutschen Geldpolitik?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Pohl, Rüdiger; Neumann, Manfred J. M.; Duwendag, Dieter (1993) : Eine stärkere Außenorientierung der deutschen Geldpolitik?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 73, Iss. 4, pp. 171-182

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136991>

**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.*

# Eine stärkere Außenorientierung der deutschen Geldpolitik?

*In jüngerer Zeit wird wiederholt gefordert, daß die Deutsche Bundesbank wegen ihrer dominanten Stellung und ihrer Verantwortung im EWS die europapolitische Dimension ihrer Geldpolitik stärker berücksichtigen sollte. Ist diese Forderung gerechtfertigt?  
Prof. Dr. Rüdiger Pohl, Prof. Dr. Manfred J. M. Neumann und Prof. Dr. Dieter Duwendag nehmen Stellung.*

Rüdiger Pohl

## Für eine stärker europäisch ausgerichtete Geldpolitik der Deutschen Bundesbank

Die Deutsche Bundesbank strebt aufgrund ihres gesetzlichen Auftrags Geldwertstabilität im Inland an. Das versucht sie zu erreichen, indem sie die inländische Geldmengenausweitung in Übereinstimmung mit der Zunahme des inländischen Produktionspotentials hält. Für außenwirtschaftliche Abwägungen läßt diese Konzeption kaum Raum. In dem vorliegenden Beitrag wird hingegen für eine stärker außenwirtschaftlich (besser: europäisch) ausgerichtete Geldpolitik der Bundesbank geworben. Der wirtschaftliche Integrationsprozeß in Europa hat neue Ausgangsbedingungen für die Geldpolitik geschaffen. Es sind Konsequenzen aus dem Zusammenwachsen der europäischen Gütermärkte und dem Verschmelzen der Finanzmärkte in Europa zu ziehen. Die wirtschaftliche Integration führt dazu,

□ daß sich geldpolitische Impulse der im europäischen Währungsverbund dominierenden Bundesbank immer stärker europaweit auswirken

und daher nicht ignoriert werden können,

□ daß Geldwertstabilität in Deutschland immer mehr eine Funktion der Geldwertstabilität in ganz Europa wird und daher die Übereinstimmung der Geldmengenausweitung mit der Entwicklung des Produktionspotentials in Europa, aber nicht mehr unbedingt in Deutschland voraussetzt.

### Dominierende Zentralbank

Die Wirkungen der deutschen Geldpolitik enden nicht an der deutschen Grenze. Die Bundesbank ist nicht irgendeine, sondern die dominierende Zentralbank im europäischen Währungsverbund. Sie bestimmt nicht nur die Geldmarktzinsen in Deutschland, sondern beeinflußt mehr als jede andere Zentralbank im EWS die Zinsen an den europäischen Geldmärkten. Zwar weichen die Zinsen in den Partnerstaaten durch Risikozuschläge oder -abschläge von den deutschen Zinsen ab, aber das Niveau der Zinsen an

den europäischen Geldmärkten hängt maßgeblich von der Zinspolitik der Bundesbank ab.

Die Bundesbank repräsentiert die gemessen am Bruttoinlandsprodukt größte europäische Volkswirtschaft und mit der D-Mark eine der international bedeutendsten Währungen. Das verleiht der Bundesbank Gewicht und ist der Grund, daß sie in Europa geld- und währungspolitisch den Ton angibt. Die potentiellen Auswirkungen deutscher Geldpolitik auf die Partnerstaaten werden stärker, weil die wirtschaftliche Verflechtung in Europa enger wird. Schon seit langem wächst der Handel innerhalb der Europäischen Gemeinschaft schneller als die Produktion. Durch die Etablierung des europäischen Binnenmarktes wird dies akzentuiert. Auch die nationalen Kapitalmärkte verschmelzen durch die Liberalisierung des Kapitalverkehrs in Europa zu einer Einheit; der vollen Verschmelzung steht nur noch entgegen, daß es weiterhin unterschiedliche Währungen gibt.

Wirtschaftlich werden die einzelnen Staaten der Gemeinschaft mehr und mehr zu Teilregionen eines einheitlichen europäischen Wirtschaftsraumes, so wie heute die deutschen Bundesländer wirtschaftlich Teilregionen eines einheitlichen deutschen Wirtschaftsraumes sind. Auf die Dauer erfordert dies eine einheitliche Geldpolitik in Europa. Mit der Errichtung der in den Maastrichter Verträgen vorgesehenen Europäischen Zentralbank wird dies institutionalisiert werden. Doch bis es so weit ist (wenn denn die Europäische Zentralbank überhaupt kommt), werden noch viele Jahre vergehen; in der Übergangszeit bleibt die Bundesbank die dominante Zentralbank. Als solche muß sie in ihrer Geldpolitik den monetären Anforderungen Europas gerecht werden. Es würde den allseits gewünschten europäischen Integrationsprozeß schädigen, wenn sich eine machtvolle wirtschaftspolitische Instanz wie die Bundesbank nur an den Erfordernissen des eigenen nationalen Wirtschaftsraumes orientierte und Spillover-Effekte ihrer Politik auf andere Mitgliedstaaten des Integrationsraumes ignorierte.

### Europäische Stabilitätserfolge

Die Auswirkungen deutscher Geldpolitik auf Europa waren in den achtziger Jahren anders zu beurteilen als im ersten Drittel der neunziger Jahre. In den achtziger Jahren waren sie überwiegend heilsam. Die Inflationsraten in den Partnerstaaten waren zunächst deutlich höher als in Deutschland, viel zu hoch, um mit Blick auf die auch im EWS anzustrebende Geldwertstabilität noch als tolerierbar gelten zu können. Die D-Mark wurde zum Anker im Europäischen Währungssystem. Was anfangs nur wenige für möglich gehalten hatten, trat im Verlauf der achtziger Jahre ein. Die meisten europäischen Länder suchten mit einer konsequenten Stabilitätspolitik An-

schluß an die niedrigeren Preissteigerungsraten in Deutschland zu gewinnen, um so Abwertungen ihrer Währungen zu verhindern. Diese Politik führte spätestens in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre zum Erfolg. Deutsche Stabilitätspolitik setzte sich in europäische Stabilitätspolitik um.

Im ersten Drittel der neunziger Jahre hat sich die geld- und währungspolitische Lage Deutschlands gegenüber dem Jahrzehnt zuvor, aber auch im Vergleich zu der einiger EG-Partnerstaaten deutlich verschlechtert: Sechs der elf EG-Partner weisen heute niedrigere Preissteigerungsraten auf als Deutschland; nach vergleichsweise geringen Staatsdefiziten in den achtziger Jahren bestehen heute hohe Defizite mit

Die Autoren  
des Zeitgesprächs:

*Prof. Dr. Rüdiger Pohl, 48, ist Ordinarius für Volkswirtschaftslehre an der Fernuniversität Hagen und Mitglied des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.*

*Prof. Dr. Manfred J. M. Neumann, 52, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften, insbesondere Wirtschaftspolitik, und Direktor des Instituts für Internationale Wirtschaftspolitik der Universität Bonn. Er ist Mitglied des Wissenschaftlichen Beirates beim Bundesministerium für Wirtschaft.*

*Prof. Dr. Dieter Duwendag, 55, ist Ordinarius für Wirtschaftliche Staatswissenschaften an der Hochschule für Verwaltungswissenschaften, Speyer.*

ungewissen Konsolidierungschancen; in der Leistungsbilanz sind die früher üblichen Überschüsse nunmehr Defiziten gewichen, die sich binnenwirtschaftlich nicht mit kräftiger Investitionstätigkeit, sondern mit einem hohen Konsumniveau verbinden. Eine solche Verschlechterung in den Fundamentalfaktoren hätte die D-Mark unter Abwertungsdruck bringen müssen. Doch dem hat die Bundesbank durch hohe Geldmarktzinsen einen Riegel vorgeschoben.

Die deutsche Zinspolitik steht seit 1990/91 anders als in den achtziger Jahren nicht mehr gut im Einklang mit den geldpolitischen Anforderungen in vielen europäischen Partnerstaaten (insbesondere Frankreich, Belgien, Niederlande, Luxemburg, Dänemark). Das hohe Zinsniveau führt dort zu beträchtlichen konjunkturellen Belastungen. Zugleich verursacht die Hochzinspolitik ein anhaltendes Mißtrauen gegenüber den Währungen dieser Länder; denn es ist nicht gesichert, daß beispielsweise Frankreich seinen Stabilitätskurs auf Dauer durchhalten kann, wenn der Restriktionsdruck von den monetären Märkten her anhält. Dieses Mißtrauen führt zu einem Risikoaufschlag im französischen Zins und trägt immer wieder Unruhe in das EWS.

### Gefahren von Abwertungen

Die europäischen Partner können sich dem restriktiven Einfluß der dominanten deutschen Geldpolitik kaum entziehen – jedenfalls nicht, wenn sie den freien Kapitalverkehr und den ungehinderten Güteraustausch aufrechterhalten wollen. Auch Abwertungen helfen ihnen nicht weiter. Währungen wie der Franc und die Dänenkrone weisen von den Fundamentalfaktoren her keinen Abwertungsbedarf auf. Zudem geht die Formel Zinsabkoppelung durch Abwertung so einfach nicht auf. Die italienische Lira ist nach dem Ausscheren aus dem

Wechselkursmechanismus beträchtlich abgewertet worden, doch die italienischen Zinsen liegen weiter deutlich über denen in Deutschland. Am schwersten wiegen die inflationären Gefahren einer Abwertung. England wie Italien werden die jüngsten kräftigen Abwertungen ihrer Währungen via Importpreissteigerungen mit einer Verschlechterung ihrer stabilitätspolitischen Rahmenbedingungen bezahlen. Die mühselig erreichte Dämpfung des Preisauftriebs in Europa wäre durch die Abwertungen wieder in Frage gestellt. Es kann nicht im Ernst darauf gesetzt werden, daß die restriktiven Impulse deutscher Geldpolitik auf Europa nachträglich dadurch ihre Rechtfertigung finden, daß in den Partnerstaaten die Inflationsraten – bedingt durch Abwertungen – wieder anziehen. Abwertungen stabiler europäischer Währungen nur mit dem Ziel, sich von einem hohen deutschen Zinsniveau versuchsweise abzukoppeln, gehören nicht zu den Spielregeln des EWS; sie dienen nicht der Preisstabilität in Europa, und daher liegen sie nicht im europäischen Interesse.

Eine europäisch ausgerichtete Geldpolitik der Bundesbank ist nicht mit einer Politik gleichzusetzen, die die Stabilisierung des Geldwertes in Deutschland vernachlässigt. Wie immer Geldpolitik in Deutschland und Europa geführt werden soll: Preisniveaustabilität muß ihr zentrales Ziel bleiben. Allerdings haben sich die Voraussetzungen für die Preisniveaustabilisierung durch die zunehmende Integration der europäischen Volkswirtschaften verändert. Das Zusammenwachsen der europäischen Gütermärkte und die Verschmelzung der Finanzmärkte in Europa relativieren den binnenwirtschaftlich orientierten Ansatz der Bundesbank, der in Geldmengenzielen seinen Ausdruck findet. Die Geldmengenziele basieren auf der

Annahme, daß eine (inländische) Geldmengenausweitung, die über den Anstieg des (inländischen) Produktionspotentials hinausgeht, notwendig zu Inflation führt. Diese Annahme trifft sicherlich für die Volkswirtschaft einer Insel zu, die keinerlei Handelsbeziehungen zum Rest der Welt unterhält. Wenn das Produktionspotential auf der Insel voll ausgelastet ist, kann eine monetäre Expansion, die zu einem Nachfrageanstieg führt, nur in Inflation münden.

Doch in einem zusammenwachsenden Wirtschaftsraum mehrerer Länder mit grundsätzlich festen Wechselkursen untereinander ist eine solche Formel zu einfach. Monetäre Gesamtnachfrage in Deutschland kann nicht nur auf ein Güterangebot aus deutscher Produktion, sondern auch auf ein Angebot aus dem Ausland zurückgreifen. Die Substitution inländischer durch ausländische Produkte funktioniert bereits heute reibungslos. Das hat sich gezeigt, als im Verlauf der deutsch-deutschen Währungsunion die monetäre Gesamtnachfrage Deutschlands weit über das deutsche Produktionspotential hinauschoß: Die Preiseffekte blieben dennoch begrenzt, weil ein Großteil der zusätzlichen Nachfrage durch Gütereinfuhren befriedigt wurde. Der gegenwärtige Preisauftrieb in Deutschland hat denn auch wenig mit monetärer Übernachfrage zu tun. Dahinter stecken eher strukturelle Faktoren (Mietanstieg an einem durch strukturelle Übernachfrage gekennzeichneten Wohnungsmarkt), Konsolidierungsanstrengungen öffentlicher Stellen über die Einnahmeseite (Mehrwertsteueranhebung, Gebührenanhebungen), rezessionsbedingte Kostensteigerungen (verringertes Produktivitätsanstieg durch Produktionsrückgang in der Rezession mit dem Effekt steigender Lohnstückkosten). Diese Ursachen bleiben auch erhalten, wenn die Geld-

menge in Deutschland nur mit der Rate des Produktionspotentials ausgeweitet würde.

### Relevanz nationaler Geldmengenziele

Ein Geldmengenanstieg in Deutschland über das deutsche Potentialwachstum hinaus wirkt nicht inflationär, wenn der monetär induzierte Nachfrageanstieg durch Rückgriff auf ein unausgelastetes europäisches Produktionspotential befriedigt werden kann. Das soll nicht heißen, es käme bezüglich des Preisniveaus auf die Geldmengenentwicklung im Inland überhaupt nicht mehr an. Wenn etwa die mit zunehmenden Gütereinfuhren verbundene Passivierung der Leistungsbilanz nicht weitergeführt werden soll, wäre zusätzliche inländische Güternachfrage wieder auf das inländische Produktionspotential angewiesen. Dann würde der Zusammenhang zwischen der inländischen Geldmengenentwicklung und der Preisentwicklung wieder enger. Aber bei zunehmender wirtschaftlicher Integration wird der Zugriff auf das ausländische Güterangebot gerade elastischer; zugleich wird die finanzielle Kompensation von Leistungsbilanzsalden durch den internationalen Kapitalverkehr auch über einen längeren Zeitraum erleichtert. Beides lockert den Zusammenhang zwischen inländischer Geldmengenentwicklung und inländischer Preisniveaumentwicklung auf. Das ist die eine Konsequenz aus der wirtschaftlichen Integration Europas.

Die andere Konsequenz ist, daß es bei verschmelzenden Finanzmärkten immer schwerer fällt, überhaupt eine für die Preisentwicklung möglicherweise als relevant zu betrachtende nationale Geldmenge abzugrenzen (Wieviel von dem emittierten deutschen Geld befindet sich in der Hand von Ausländern und mit welcher Wirkung? Welche Auslandsforderungen von Inländern soll-

ten zur Geldmenge gezählt werden?). Und es fällt der Bundesbank immer schwerer, irgendein nationales Geldmengenaggregat hinreichend genau zu steuern; die Geldmengenziele wurden ohnehin in vielen Jahren verfehlt. Wenn monetäre Zielvorgaben gegen das Wollen und Tun der Bundesbank leicht um das Doppelte überschritten werden können, wie 1992, ist die Zweckmäßigkeit nationaler monetärer Zielvorgaben und die Anwendbarkeit einer nationalen Geldmengensteuerung im Grunde nicht mehr gegeben. Diese Zusammenhänge werden an den Finanzmärkten längst durchschaut. Daß der Geldmengenanstieg in Deutschland weit über die Zielvorgabe und über die Wachstumsrate des Produktionspotentials hinausging, ist an den Finanzmärkten gelassen hingenommen worden. Inflationserwartungen hat dies nicht ausgelöst; jedenfalls sind die Kapitalmarktzinsen, in denen sich Inflationserwartungen am ehesten niederschlagen müßten, seit dem Spätsommer letzten Jahres um fast zwei Prozentpunkte gesunken.

#### **Europäische Dimension der Geldpolitik**

Je weiter der Integrationsprozeß in Europa voranschreitet, um so weniger wird die konjunkturabhängige Preisentwicklung in den europäischen Teilregionen – also auch in Deutschland – von der Konstellation regionaler Güternachfrage und regionalem Produktionspotential beeinflusst; um so mehr spielt das Verhältnis der europäischen monetären Gesamtnachfrage zum europäischen Produktionspotential die entscheidende Rolle. Geldwertstabilität in den Mitgliedstaaten wird eine Funktion der Preisniveaustabilität in Europa insgesamt. Deswegen ist es ein Glücksumstand, auch für Deutschland, daß viele europäische Partnerstaaten ihre frühere „Neigung zur Inflation“ aufgegeben haben und

nun die Geldwertstabilität auf ihre Fahnen schreiben. Die deutsche Geldpolitik wird ihrem Ziel der Geldwertstabilisierung gerecht, wenn sie in Europa insgesamt zur Übereinstimmung der monetären Gesamtnachfrage mit dem Produktionspotential beiträgt.

Als dominante europäische Zentralbank müßte sich die Bundesbank grundsätzlich von ihrer binnenwirtschaftlich orientierten Konzeption der Geldmengensteuerung verabschieden und sich an einer europäisch fundierten geldpolitischen Konzeption orientieren. Wie eine solche Konzeption konkret aussehen könnte, bedarf der intensiven Diskussion. Einige Eckpunkte seien aufgeführt: Erstens müßte der Kreis der einer „Stabilitätsunion“ zugehörenden europäischen Länder abgegrenzt werden (also exklusive der Länder, die in Sachen Geldwertstabilität deutlich hinterherhinken und nach wie vor einen Stabilitätsanker benötigen). Zweitens müßten die Grundlagen für eine europaweite, d.h. die „Stabilitätsunion“ umfassende Geldmengensteuerung geklärt werden (Messung des Produktionspotentials im europäischen Raum, Abschätzung der aggregierten Geldnachfragefunktion). Drittens wäre Einigkeit zu erzielen, daß innerhalb der „Stabilitätsunion“ Wechselkursänderungen nicht mehr (oder nur als äußerste Notmaßnahme) zugelassen werden. In einer solchen „Stabilitätsunion“ würde die Bundesbank als dominierende Zentralbank die Führung innehaben und mit ihrer Orientierung an den monetären Erfordernissen im Gesamttraum zugleich der Geldwertstabilisierung für alle dienen.

Eine solche Konzeption läßt sich nicht über Nacht realisieren. Vorerst müßte sich eine der europäischen Verantwortung bewußt öffnende Bundesbank pragmatisch an der Einschätzung der konjunkturellen

Gesamtlage in Europa orientieren. Europa leidet derzeit nicht unter Kostendruck und Preisauftriebszog, sondern unter Nachfragemangel, Unterauslastung der Produktionskapazitäten und hoher Arbeitslosigkeit. Die Zinssätze sind – gemessen an der schlechten Konjunktur und den niedrigen Preissteigerungen – immer noch hoch. Die europäische Dimension in der Geldpolitik mehr zu beachten, würde heute bedeuten, niedrigere Zinsen an den Geldmärkten zu realisieren. Das würde den Unruhe stiftenden spekulativen Attacken auf das EWS entgegenwirken. Es ermöglichte den im Festkursverbund stehenden Partnerländern nennenswerte Zinssenkungen, die sie angesichts der schwachen Wirtschaftsentwicklung dringend benötigen.

Wenn hier für eine stärkere Beachtung europäischer Zusammenhänge durch die Bundesbank geworben wird, so soll damit nicht behauptet werden, die Bundesbank habe die europäische Dimension bisher ignoriert. Zwar erweckt das jährliche Ritual der Verkündung eines Geldmengenzieles den Eindruck einer rein binnenwirtschaftlichen Orientierung. Doch die faktisch vollzogene Politik sieht anders aus und enthält durchaus auch „europäische Elemente“. Die Leitzinssenkungen vom 14. September 1992 und vom 4. Februar 1993 waren Konzessionen an Europa. Auch die Diskontsatzsenkung vom 18. März 1993 wurde von manchen so verstanden. Weitere Konzessionen werden folgen. Freilich erweckten diese Schritte den Eindruck, die Bundesbank versuche angesichts des Drucks der Devisenmärkte mit Kompromissen über die Runden zu kommen. Es wäre vorzuziehen, wenn die Bundesbank aus eigener europäischer Orientierung die Führung im Prozeß der europäischen Zinssenkung übernehme.

Manfred J. M. Neumann

## Deutsche Geldpolitik: Anker oder Stimulanz für Europa?

Vor dem Hintergrund einer ausgeprägten Konjunkturlaute in Westeuropa und Japan befindet sich die deutsche Wirtschaft seit Mitte 1992 auf dem Weg in eine Rezession: reale Ausfuhr, Bruttoinlandsprodukt und Beschäftigung sind rückläufig und die Produktivität stagniert. Während die Erzeugerpreise gewerblicher Produkte inzwischen zum Stillstand gekommen sind, steigt das allgemeine Preisniveau, gemessen an den Lebenshaltungskosten, weiter kräftig an. So schwierig und schmerzlich die derzeitige Lage ist, es wäre unangemessen, sie als einen konjunkturellen Notfall zu kennzeichnen, denn es gibt keine Anzeichen für eine sich drastisch verstärkende Abwärtsbewegung.

Hochkonjunktur hat seit längerem nur die Kritik an der Deutschen Bundesbank. Das erscheint normal. In schwierigen Zeiten der Konjunkturabschwächung wird immer eine Politik des billigen Geldes verlangt. Diesmal kommt hinzu, daß man der Bundesbank auch die Verantwortung für die Stabilisierung der europäischen Konjunktur zuweisen will. So steht die Bank seit geraumer Zeit unter erheblichem politischem Druck aus dem Ausland wie aus dem Inland, endlich zu einer entschlossenen Lockerung der Geldpolitik überzugehen und eine durchgreifende Zinssenkung für Europa zu ermöglichen. Es gibt Stimmen, die darauf verweisen, die Bundesbank sei die Gefangene eines geldpolitischen Konzepts, das den Realitäten nicht mehr gerecht werde, weil es einseitig an der Geldmengenentwicklung orientiert sei und überdies die deutsche Inflation zum Maßstab geldpoli-

tischen Handelns mache. Rüdiger Pohl macht sich zum Wortführer dieser Kritik. Die Bundesbank solle sich nicht als *deutsche* Notenbank begreifen, sondern als Notenbank *in Europa*, die europäischen Anforderungen gegenüber rein binnenwirtschaftlichen Anforderungen eine Chance gibt.

Bevor auf diese Fragen näher eingegangen wird, ist es zweckmäßig, die bisherige Entwicklung näher zu betrachten.

**Geldpolitik 1992: zu restriktiv?**

Das Zielaggregat der Bundesbank, die Geldmenge M3, weist seit längerem ein ungewöhnlich starkes Wachstum auf. Abbildung 1 zeigt, daß das M3-Wachstum während des gesamten Jahres 1992 über dem Zielkorridor von 3,5% bis 5,5% lag und sich im Jahresverlauf bis Oktober sogar zunehmend vom oberen

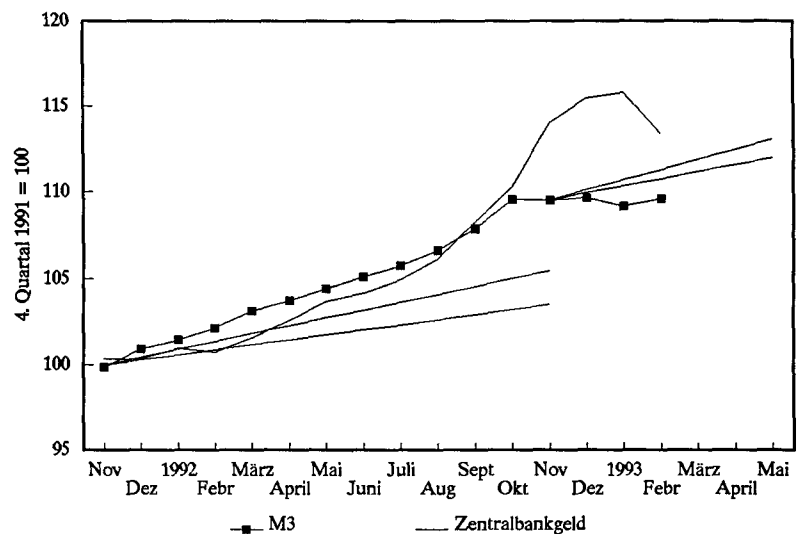
Rand des Korridors entfernte. Ende Oktober übertraf das kumulative Wachstum den oberen Rand des Zielkorridors um rund 4 Prozentpunkte. Das war zweifellos eine ungewöhnliche Zielverfehlung, die manchem rätselhaft erscheinen mag.

Wie läßt sich diese enorme Geldmengenexpansion erklären? In der Öffentlichkeit wurde vielfach auf die besondere Rolle der Termineinlagen verwiesen, die zinsbedingt das Wachstum der Geldmenge M3 aufgebläht habe. Es wurde sogar argumentiert, die Bundesbank habe mit ihrer „Hochzinspolitik“ diese Entwicklung selbst verschuldet. Die geldpolitisch verursachte inverse Zinsstruktur habe Termineinlagen im Vergleich zur Haltung langfristiger Anleihen immer attraktiver gemacht und somit entsprechende Umschichtungen angeregt. Was stimmt daran?

Abbildung 1

**Geldmengenziele**

(1992: 3,5 – 5,5%; 1993: 4,5 – 6,5%)



Eine Aufblähung der Geldmenge M3 durch Termineinlagen setzt voraus, daß diese stärker wachsen als die Sichteinlagen. Diese Entwicklung sollte einhergehen mit einer abnehmenden Differenz zwischen langfristigem Kapitalmarktzins und dem Zinssatz auf Termineinlagen. Abbildung 2 zeigt diesen Zusammenhang für die Zeit seit Januar 1991, wobei der langfristige Zinssatz durch die Rendite auf achtjährige Anleihen der öffentlichen Hand repräsentiert wird. Anfang 1991 betrug der Zinsvorsprung dieser Anleihen vor Termineinlagen 2 Prozentpunkte. Mit fallender Anleihenrendite und steigendem Termineinlagenzins nahm der Zinsvorsprung bis September 1992 auf 0,3 Prozentpunkte ab. Gleichzeitig stieg das Verhältnis von Termin- zu Sichteinlagen von 1,07 auf 1,34. Zwar ist seitdem ein Rückgang zu verzeichnen (auf 1,27 im Februar), obwohl sich der Zinsvorsprung der Anleihen inzwischen sogar vollständig aufgelöst hat, doch insgesamt gesehen stehen die Beobachtungen in Einklang mit der These, ein zinsinduzierter Auftrieb der Termineinlagen sei für die Aufblähung der Geldmenge M3 ursächlich gewesen.

Allerdings ist zu berücksichtigen, daß die kräftige Expansion der Termineinlagen zum Teil auch von einer zinsinduzierten Umschichtung von Spar- zu Termineinlagen getragen wurde. Dies ist ablesbar an dem Verhältnis von Spar- zu Sichteinlagen. Es ist in den vergangenen zwei Jahren von 1,31 auf 1,24 gesunken. Es empfiehlt sich, den Einfluß zinsbedingter Umschichtungen zwischen Spar- und Termineinlagen auszuschalten, um einen Eindruck von der darüber hinausgehenden Expansion der Termineinlagen zu gewinnen. Betrachtet man dementsprechend das Verhältnis von Termin- plus Spareinlagen zu Sichteinlagen, dargestellt durch die oberste Kurve in

Abbildung 2, so zeigt sich, daß der entsprechende Wert von 2,38 im Januar 1991 auf 2,58 im vergangenen August anstieg. Unter Rückgriff auf analytische Verfahren der Geldangebotstheorie läßt sich errechnen, daß rund 2 Prozentpunkte des M3-Wachstums von 8,9 Prozent p.a. zwischen dem 4. Quartal 1991 und August 1992 von der über Umschichtungen hinausgehenden Termineinlagenexpansion beigetragen wurden. In den folgenden Monaten war der Beitrag der Termin- und Spareinlagendispositionen allerdings negativ.

Das Gesamtbild vom Einfluß des Portfolioverhaltens der Nichtbanken auf das Geldmengenwachstum wäre zudem unvollständig, wenn man die Entwicklung des privaten Bargeldverhaltens außer acht ließe. Eine über das Wachstum der Sichteinlagen hinausgehende Zunahme des Bargeldumschlags, wie sie 1992 zu beobachten war, wirkt – entgegen landläufiger Ansicht – nicht expansiv auf das Geldmengenwachstum, sondern retardierend. Denn zieht das Publikum vermehrt Bargeld von den Banken ab, so verliert das Banken-

system Zentralbankgeld, und dieser Verlust bremst die Kredit- und Einlagenschaffung.

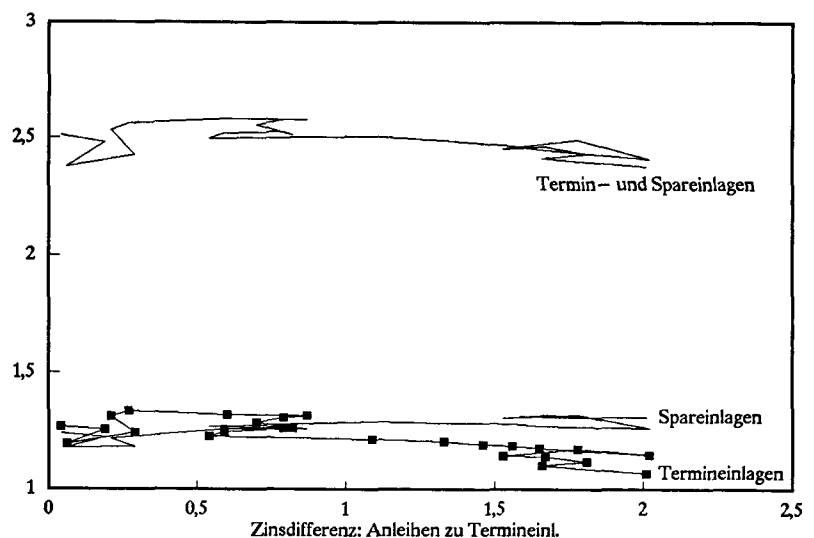
Die Tabelle weist die in Prozent gemessenen Beiträge des Nichtbankenverhaltens zum Wachstum der Geldmenge M3 im Vorjahresvergleich aus. Es zeigt sich, daß das Nichtbankenverhalten insgesamt nicht expansiv, sondern bremsend gewirkt hat. Per saldo kam es 1992 zu einer Abnahme der relativen Termin- und Spareinlagenhaltung und einer Zunahme der relativen Bargeldhaltung. Der Gesamtbeitrag zum Geldmengenwachstum von 9,6% war daher negativ: -1,7 Prozentpunkte. Ebenfalls kontraktiv wirkte eine induzierte Zunahme des durchschnittlichen Mindestreservesatzes auf Sichteinlagen, die auf der Progressionsregelung beruht.

Aus diesen Beobachtungen folgt: Die außerordentliche Expansion der Geldmenge M3 des Jahres 1992 ist nicht auf die vieldiskutierten Umschichtungen zwischen den Komponenten der Geldmenge zurückzuführen, sondern auf eine ungewöhnlich expansive Bereitstellung von Zen-

Abbildung 2

Termin- und Spareinlagen

(in Relation zu den Sichteinlagen)



tralbankgeld durch die Bundesbank. Abbildung 1 zeigt, daß das kumulative M3-Wachstum seit Ende 1991 im wesentlichen durch das Wachstum der Zentralbankgeldmenge (Bargeldumlauf plus Mindestreserven auf Inlandsverbindlichkeiten zu laufenden Mindestreservesätzen) getragen wurde. Ab September schoß das Wachstum der Zentralbankgeldmenge sogar über das Wachstum von M3 hinaus.

Hier zeigen sich die Spuren der Krise des Europäischen Währungssystems. Zwar hat die Bundesbank die enormen Interventionsbeträge zur Stützung von Lira, Pfund und Franc kurzfristig direkt durch Senkung des Volumens der Wertpapierpensionsgeschäfte eindrucksvoll neutralisiert. Mit der Rückführung des Zinsniveaus am Geldmarkt kam es aber ab Oktober zu einer weiteren Zunahme des Wachstums der (im Tagesdurchschnitt des Monats gemessenen) Zentralbankgeldmenge. Insgesamt wuchs sie gegenüber dem Vorjahr um gut 13%.

Die auffällige Entwicklung zur Jahreswende ist allerdings weniger beachtlich, weil sie durch die einmalige Sonderentwicklung der Flucht vor der Zinsabschlagsteuer beeinflusst sein dürfte, die sich offenbar in erheblichem Maße auch in Form von Bargeldtransaktionen vollzog.

Insgesamt gesehen ist die Schlußfolgerung unvermeidlich, daß

die Bundesbank im vergangenen Jahr nicht zu restriktiv war, wie fortwährend behauptet wurde, sondern im Gegenteil sich auf einen im Hinblick auf die Inflationsentwicklung zu expansiven Kurs eingelassen hat. Diese Einschätzung hat kürzlich den Chef-Volkswirt der J. P. Morgan Bank, Reinhard Fürstenberg, veranlaßt, in einem Leserbrief an das Wallstreet Journal sarkastisch festzustellen, „the Bundesbank announces its monetary policy but thereafter ignores it in order to achieve some superior goal for the community“, und zu vermuten, daß sich die Bundesbank anscheinend von einer geheimgehaltenen monetären Metaphysik leiten lasse.

Nüchterner betrachtet ist es offenbar so, daß die ständige Kritik an der Bundesbank aus dem Ausland wie dem Inland nicht ohne Wirkung auf den Zentralbankrat geblieben ist. Die Kritik, die Bundesbank beachte weder die Erfordernisse des Aufbaus der Wirtschaft in den neuen Bundesländern noch die schwierige konjunkturelle Lage der europäischen Partner, sondern betreibe eine rücksichtslose Hochzinspolitik, hat erreicht, daß die Bundesbank sich einer Alimentation der inflationsbedingt stark steigenden Geldnachfrage nicht verweigert hat. Im Rückblick muß man sich fragen, ob die darin zum Ausdruck kommende außenwirtschaftliche Rücksichtnahme angezeigt war oder nur die Stunde

der Wahrheit aufgeschoben hat. Wer heute beklagt, daß die Bundesbank nicht genügend auf die europäischen Partner Rücksicht nähme, honoriert der Bank nicht, daß sie 1992 im Vergleich zu dem, was im Hinblick auf das Ziel der Preisstabilität notwendig gewesen wäre, zu großzügig gewesen ist. Zwar wurden die Geldmarktsätze bis in den vergangenen August erhöht, aber dies erfolgte im ganzen in sehr behutsamen, ja zögerlichen Schritten.

Die heftige Kritik an der Zinspolitik der Bundesbank hat sicherlich auch damit zu tun, daß die Diskontsatzhöhung vom vergangenen Juli (auf 8¾%) allgemein als dramatisch empfunden wurde. Die Bank wurde gescholten für den höchsten Diskontsatz seit der Währungsreform; dabei wurde natürlich nicht erwähnt, daß die Geldmarktsätze beispielsweise im Sommer 1981 aufgrund eines Sonder-Lombardsatzes von 12% um 2 bis 3 Prozentpunkte höher lagen als im vergangenen Jahr. Wahrscheinlich wäre es geschickter, wenn die Bundesbank sich entschließen könnte, Änderungen von Diskont- und Lombardsatz zu flexibilisieren und damit zu entdramatisieren. Seit nunmehr zwanzig Jahren vertrete ich die Auffassung, daß es ratsam wäre, Diskontsatz und Lombardsatz ihre Signalfunktion zu nehmen, weil sie zu volkswirtschaftlich überflüssiger Spekulation und politischem Druck einlädt. Beide Sätze könnten unter Berücksichtigung eines Zu- bzw. Abschlags mit dem Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte oder einem Geldmarktsatz gekoppelt werden.

Geldpolitik ist nicht mit Zinspolitik gleichzusetzen. Das muß offenbar immer wieder betont werden. Die Bundesbank kann durch Änderungen der Geldmarktsätze die Zentralbankgeldschaffung steuern. Auch beeinflusst sie über die Gesamtanlage der Geldpolitik die Inflationser-

### Beiträge zum Wachstum der Geldmenge M3

(Veränderungen gegenüber Vorjahr in %)

	1992 4. Quartal	1993 Jan./Feb.
Termin- u. Spareinlagenverhalten	- 1,0	- 0,3
Bargeldverhalten	- 0,7	- 4,2
Induzierter Mindestreserveeffekt (Progression bei Sichteinlagen)	- 2,0	- 1,6
Zentralbankgeldmenge	13,3	13,6
Gesamt: Geldmenge M3	9,6	7,5

Hinweis: Der Mindestreserveeffekt enthält einen Annäherungsfehler; 4. Quartal 1992: 0,2%; Jan./Feb. 1993: 0,5%.



wartungen und auf diese Weise das langfristige *nominale* Zinsniveau. Sie hat aber praktisch keinen dauerhaften Einfluß auf das langfristige *reale* Zinsniveau. Das reale Zinsniveau wird ausschließlich durch Angebot und Nachfrage von langfristigen Sparkapital bestimmt. Nicht die Geldpolitik, sondern die staatliche Finanzpolitik kann darauf Einfluß nehmen, und zwar durch das Sparen fördernde Rahmenbedingungen zum einen und durch Zurückhaltung bei der Staatsverschuldung zum anderen. Es sei daran erinnert, daß die deutsche Sparquote fällt, während das staatliche Finanzierungsdefizit weiter steigt. Wer einen niedrigeren Realzins wünscht, sollte für eine durchgreifende Konsolidierung der öffentlichen Haushalte von der Ausgabenseite her eintreten, namentlich auch bei den Gemeinden und den Ländern. Gleiches wäre von den europäischen Partnern zu fordern, denn die Freiheit des Kapitalverkehrs hat zur Folge, daß das langfristige reale Zinsniveau in Europa nicht einfach durch den deutschen Kapitalmarkt bestimmt wird, sondern durch die Angebots-Nachfrage-Konstellation am europäischen Kapitalmarkt.

#### **Außenwirtschaftliche Rücksichtnahme**

Geldpolitik in Europa unterliegt den besonderen Funktionsbedingungen und Beschränkungen des Europäischen Währungssystems. Das ist von der Bundesbank, aber ebenso von den Zentralbanken und Regierungen der Partnerländer zu berücksichtigen. Um die heutige Lage zu verstehen, ist ein Blick zurück unvermeidlich.

Es ist daran zu erinnern, daß die europäischen Partner 1991 eine Aufwertung der D-Mark verweigerten, obwohl sie gerade damals angebracht gewesen wäre, weil die Wiedervereinigung zu einem starken, realen Aufwertungsdruck führte. Der

Aufwertungsdruck konnte nur aufgelöst werden entweder durch eine nominale Aufwertung der Mark oder durch die Hinnahme eines beschleunigten Preisauftriebs in Deutschland verbunden mit einer Dämpfung des Preisauftriebs in den Partnerländern. Die erste Lösung einer nominalen Aufwertung hätte verhindern können, daß der reale Aufwertungsdruck eine Zunahme der Inflation in Deutschland und einen Rückgang der Inflation in den übrigen Ländern erzwang. Wäre diese Lösung gewählt worden, wäre es zu einer geringeren monetären Expansion in Deutschland, aber einer höheren monetären Expansion bei den europäischen Partnern gekommen. Sie hätten dann nicht so stabilitätsbewußt ausgesehen, wie es derzeit erscheint. Die zweite, aus deutscher Sicht schlechtere Lösung mußte gewählt werden, weil in den Kanzleien Europas die irrige Auffassung vorherrschte, ein Realignment dürfe es nicht mehr geben, um die Glaubwürdigkeit des Weges zu einer Europäischen Währungsunion nicht zu gefährden.

Das Ergebnis dieses doktrinären Festhaltens an der Illusion der Unabdingbarkeit einmal vereinbarter Wechselkursparitäten sind Wohlfahrtsverluste für alle Beteiligten: ein erheblicher Anstieg der Arbeitslosigkeit in Europa, die Verfestigung einer relativ hohen Inflation in Deutschland und die schwere Erschütterung des Europäischen Währungssystems, die zum einseitigen Ausscheiden zweier Mitgliedswährungen aus dem Wechselkursverbund führte. Dazu hätte es nicht kommen müssen, hätten sich die europäischen Partner darauf verständigt, die ursprünglich vereinbarten Spielregeln des Systems konsequent anzuwenden, statt zu versuchen, die geplante Währungsunion vorwegzunehmen. Die aus der Erschütterung des EWS zu ziehende Lehre ist klar:

Realignments dürfen nicht tabuisiert werden. Das EWS wurde als ein System änderbarer Paritäten gegründet. Dabei sollte es bleiben.

Bedarf es einer Neubestimmung der Rolle der Bundesbank angesichts der zunehmenden Marktintegration in Europa? Dies ist nicht zu sehen. Die Forderung, die Bundesbank solle „sich ihrer europäischen Verantwortung gegenüber öffnen“, geht fehl. Die grundlegende *europäische Aufgabe* der Bundesbank als dominante Zentralbank Europas besteht seit mehr als einem Jahrzehnt in der *Wahrnehmung der Ankerfunktion* für die Partner. Die Bank hat diese inoffizielle Funktion nicht immer gleich gut erfüllt. Aber sie hat sich ihr gestellt, ja sie hat sie selbst entwickelt. Der entscheidende Beitrag der Bundesbank zur langfristigen Stabilität der europäischen Wirtschaft besteht in der glaubwürdigen Sicherung des Geldwerts in Deutschland. Dies ist die erste Pflicht der Bank.

Dem Grundsatz nach wird dies auch im Ausland nicht anders gesehen. Dies hindert nicht, sich eine Stimulierung der europäischen Konjunktur durch schnellere Zinssenkung zu wünschen. Die Bundesbank kann aber nicht beides bewirken: die Ankerfunktion sichern und die europäische Konjunktur stabilisieren.

#### **Potentialorientierung auch in der offenen Volkswirtschaft**

Ihrem Konzept nach ist die Geldmengenpolitik der Bundesbank mittelfristig orientiert. Das bedeutet, daß das Geldmengenwachstum an dem zu erwartenden Wachstum des Produktionspotentials auszurichten ist. Man könnte denken, daß das Konzept zu kurz greift, weil das inländische Güterangebot durch zusätzliche Importe vergrößert werden kann. Deshalb vermutet Rüdiger Pohl, daß ein über das mittelfristig angezeigte Maß hinausgehende Geldmengen-

wachstum „nicht notwendig inflationär“ sei<sup>1</sup>.

Diese Vermutung geht fehl. Richtig ist, daß in einer offenen Volkswirtschaft die Transmission geldpolitischer Impulse auf das allgemeine Preisniveau verzögert wird. Während die Preise nicht handelbarer Güter und Dienstleistungen unmittelbar steigen, bleibt der Preisauftrieb bei gehandelten Gütern zunächst gedämpft, weil die verstärkte Expansion der monetären Gesamtnachfrage einen Importsog auslöst. Dabei bleibt es aber nicht, wenn die Leistungsbilanz defizitär wird und sich an den Finanzmärkten die Auffassung verfestigt, daß es sich nicht nur um eine vorübergehende Entwicklung handelt. Es kommt dann zu Abwertungsdruck, der sich in einer schleichenden Abwertung abbaut oder – bei Rückstau durch nominale Wechselkursfixierung – schließlich in einer dramatischen Abwertung entlädt. Auf Dauer kann sich keine Volkswirtschaft der hausgemachten Inflation entziehen, weil Leistungsbilanzdefizite nicht beliebig lange aufrechterhalten werden können.

<sup>1</sup> Pohls rudimentäres Modell, das keinen Wechselkurs enthält, ist ungeeignet. Seine Lösung impliziert für gegebene Terms of Trade ein proportionales Steigen der Inflationsrate mit der Wachstumsrate der Geldmenge. Um seine Behauptung aufrechterhalten zu können, müßte er nachweisen, daß ein Land die Terms of Trade dauerhaft verbessern kann, indem es ein im Vergleich zur Preisstabilität zu hohes Geldmengenwachstum wählt.

Tatsächlich handelt es sich bei der Potentialorientierung der Geldpolitik nicht um ein rein binnenwirtschaftliches Konzept. Vielmehr unterstellt das Konzept eine mittelfristig ausgeglichene Zahlungsbilanz. Die Ausrichtung der Geldmengenziele am Produktionspotential aufzugeben, ließe darauf hinaus, einer Geldpolitik das Wort zu reden, die auf kürzere Sicht Inflation exportiert und sie mittelfristig reimportiert.

#### Wie kann es weitergehen?

Es liegt im deutschen und insbesondere auch im europäischen Interesse, daß Deutschland sich nicht mit der Inflation einrichtet, sondern zu dem mittelfristigen Pfad stabilen Geldes zurückfindet. Derzeit sind die internationalen Finanzmärkte noch davon überzeugt, daß dies gelingen wird. Doch die Zweifel dürften zunehmen, je länger der Zustand anhält, daß die Bundesbank von anderen Zentralbanken hinsichtlich des Erfolgs bei der Inflationsbekämpfung in den Schatten gestellt wird. Die Gefahr, daß es zu einem internationalen Vertrauensumschwung kommen könnte, läßt sich nicht einfach von der Hand weisen. Kämen die internationalen Märkte zu der Auffassung, daß die D-Mark die Ankerwährung des EWS nicht mehr sein kann, weil sie auf dem Weg in die Weichwährung ist, so hätte das unabsehbare Folgen. Ein Verlust der Führungs-

funktion der Bundesbank im EWS und der Leitwährungsfunktion der D-Mark würde das EWS vollends zusammenbrechen lassen und unsere Volkswirtschaft in einen Abwertungsstrudel mit steigenden Zinsen und weiterem Inflationsauftrieb ziehen.

Bei dieser Ausgangslage verbietet sich eine forcierte Lockerung der Geldpolitik. Ebenso wenig kommt in Frage, einen drastischen Rückgang der Preissteigerungsrate erzwingen zu wollen. Ratsam erscheint ein Mittelweg des vorsichtigen Begleitens der Rezession. Rezessionsbedingt ist mit einem Rückgang der Inflationsrate, des Kapitalmarktzinses und der Geldnachfrage zu rechnen. In dem Maße, wie sich dieser Prozeß vollzieht, kann das Geldmarktzinsniveau mitgeführt werden. Weil die Inflationsentwicklung zu weit aus dem Ruder gelaufen ist, gilt es aber, Signale zu vermeiden, die den Inflationserwartungen neuen Auftrieb geben könnten. Aus heutiger Sicht erscheint es als vertretbar, wenn die Geldmenge zu Mitte des Jahres in etwa dem unteren Rand des Zielkorridors folgen würde.

Wenn die Bundesbank den vorgezeichneten Weg geht, dann wird sie die internationale Glaubwürdigkeit ihres Stabilitätswillens bewahren können, weil für jedermann erkennbar werden wird, daß der Inflation mit der Dämpfung des Geldmengen-

Jianying Cheng

### Marktbeherrschende Staatsunternehmen in der Volksrepublik China Rechtsstellung und Reform

Chinas Führer wissen: ihr Reich kann nur mit einer Marktwirtschaft überleben. Daher verordnen sie Markt – auf dem aber Staatsunternehmen führen sollen, die als Planwirtschaftsmonopole angelegt sind. So geht Chinas Wirtschaftsreform einen mühseligen Weg, den diese Dissertation einer chinesischen Juristin fesselnd und mit einer Fülle unbekannter Details darstellt. Sie konzentriert sich dabei auf den Kampf des Staates mit seinen eigenen Monopolen um den Markt. Die Arbeit, betreut von Professor Mestmäcker, einem der Großen des deutschen Wettbewerbsrechts, ist unentbehrlich für den deutschen Leser, der sich über den verwirrenden Verlauf der chinesischen Wirtschaftsentwicklung, ihre Hintergründe und Aussichten informieren will. Deutlich sind auch interessante Parallelen zur Entwicklung in Osteuropa und der GUS.

1993, 151 S., brosch., 48,- DM, ISBN 3-7890-2813-4  
(Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik, Bd. 124)



Nomos Verlagsgesellschaft • Postfach 610 • 7570 Baden-Baden



wachstums allmählich die Grundlage entzogen wird. Natürlich bedeutet das nicht, daß mit einem raschen Rückgang der gemessenen Inflationsrate gerechnet werden könnte.

Für die Wiedergewinnung der Preisstabilität wären moderate Lohnabschlüsse auch für 1994 und eine durchgreifendere Konsolidierung der öffentlichen Haushalte von der Ausgabe Seite hilfreich. Dazu wird es um so eher kommen, je weniger die

Bundesbank einen Zweifel daran läßt, daß sie sich von dem vorgezeichneten Weg der Inflationsaus-trocknung nicht wird abbringen lassen. Dies wird nicht allein für die mittelfristige Entwicklung der deutschen Wirtschaft von positiver Bedeutung sein, sondern ebenso für den Fortgang der europäischen Integration. Die mit dem Vertrag von Maastricht konkretisierte Währungsunion, so sie frühzeitig, also schon 1997, ins Werk gesetzt werden

sollte, wäre gefährdet, wenn sie mit der Erblast einer hohen Inflationsrate begänne. Weil die geldpolitischen Verfahrensweisen der Europäischen Zentralbank anfangs ganz unvermeidlich mit großen Unsicherheiten behaftet sein werden, wird der Rat dieser Bank im Zweifel eine eher expansivere Linie der Geldpolitik wählen. Deshalb kommt es darauf an, daß das Ausgangsniveau der Inflation, das die Unionsmitglieder einbringen, möglichst gering sein wird.

---

Dieter Duwendag

### Die Stabilitätspolitik der Bundesbank liegt auch im europäischen Interesse

---

Die geldpolitischen Beschlüsse der Bundesbank und deren Begründungen geben zuweilen Anlaß zu Irritationen. Rüdiger Pohl hat kürzlich einige davon aufgespießt und kritisiert<sup>1</sup>. So habe der Zentralbankrat die in der Zeit von Juli 1992 bis Februar 1993 gefaßten insgesamt vier Beschlüsse (jeweils) teils binnenwirtschaftlich-stabilitätspolitisch, teils außenwirtschaftlich-wechselkurspolitisch begründet, teils auch mit beiden Argumenten unterlegt. Die Bundesbank habe sich damit auf einen „Schlingerkurs“ zwischen beiden Orientierungspunkten begeben. Dieses Verhalten ist nun keineswegs neu. Auch in der Vergangenheit war die Bundesbank nie so puristisch, sich kompromißlos nur auf die eine oder andere Linie festzulegen. Stets schwangen situationsabhängig beide Orientierungen mit. Die breite Abgrenzung des Geldvolumens (M3) und die Schaffung großzügi-

ger Zielkorridore schufen Raum, um auch die außenwirtschaftlich-währungspolitischen Belange angemessen mitberücksichtigen zu können.

Pohls Anliegen geht jedoch tiefer. Zentral ist seine Forderung, die Bundesbank sollte wegen ihrer dominanten Stellung und ihrer Verantwortung im EWS die europapolitische Dimension stärker und „zielgerichtet“ in ihre geldpolitische Konzeption einbinden. Im Klartext werden zwei Punkte vorgebracht: Kurzfristig und unter den derzeitigen Bedingungen sollte die Bundesbank erstens die Führungsrolle übernehmen und für weitere Senkungen der Leitzinsen und damit der Geldmarktzinsen sorgen, um spekulative Angriffe auf das EWS abzuwehren und den EG-Partnerstaaten die dringend erforderliche konjunkturelle Schützenhilfe zu leisten. Mittelfristig und konzeptionell gesehen sollte die Bundesbank zweitens von der rein binnenwirtschaftlich-stabilitätspolitischen Orientierung ihres Geldmengenziels abkehren und die „wirtschaftliche und währungspolitische Lage Euro-

pas“ explizit berücksichtigen (S. 8). Vorgeschlagen wird, über die Import-schiene einen Teil des ausländischen (europäischen) Produktionspotentials in die monetäre Zielvorgabe mit einzubeziehen. Denn, so Pohl, eine das (deutsche) Potentialwachstum übersteigende (deutsche) Geldmengenausweitung wirke „dank der Rückgriffsmöglichkeiten auf ausländisches Güterangebot eben nicht notwendig inflationär“ (S. 10.). Dies habe sich z.B. während der Boomphase im Zuge der deutschen Vereinigung gezeigt.

#### Mechanismen des EWS

Was ist von diesen Vorschlägen zu halten? Im Kern handelt es sich um den Versuch, den für ein Festkursystem (EWS) typischen Konflikt zwischen Geldmengen- und Wechselkursziel ein wenig zu lockern. Die prinzipielle Rollenverteilung im EWS ist klar: Die D-Mark ist aufgrund ihrer Stabilitäts-Performance in die Position einer Leitwährung hineingewachsen. Die Bundesbank konnte und kann daher eine

---

<sup>1</sup> Vgl. R. Pohl: Geldpolitik auf Schlingerkurs. Geldpolitische Analyse für das Frühjahr 1993, Hagen 1993.

relativ eigenständige Geldpolitik betreiben (Geldmengenziel), braucht sich also um den Wechselkurs im Prinzip nicht zu kümmern. Anders die EWS-Partner: Um die vereinbarten Paritäten zu halten (Wechselkursziel), mußten sie eine ähnlich strikte Stabilitätspolitik wie die Bundesbank durchsetzen. Gelang ihnen das nicht, stellte sich – früher oder später – unausweichlich das Problem der Abwertung ihrer Währungen. Waren sie zu Realignments nicht oder nicht sofort bereit, entstanden hohe Vermeidungskosten in Form des Verlustes an Devisenreserven und künstlich durch Risikoprämien hochgehaltener Zinssätze, um das Wechselkursrisiko aufzufangen. Das ist der Kodex der Spielregeln des EWS mit festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen.

Pohls Vorschläge können nun als Versuch gedeutet werden, die disziplinierenden Mechanismen des EWS aufzuweichen. Was zunächst die Forderung nach weiteren raschen Senkungen der deutschen Leitzinsen betrifft, so ist zwar durchaus damit zu rechnen, daß alle EWS-Staaten davon zumindest kurzfristig konjunkturell profitieren würden. Was aber wäre damit währungs- und stabilitätspolitisch gewonnen?

### Rolle der Risikoprämien

*Währungspolitisch* ist zunächst zu bedenken, daß die Bundesbank zwar das europäische Zinsniveau dominiert, nicht aber die spezifischen Risikoprämien in den Zinssätzen der einzelnen Länder. So ließe sich das Zinsniveau zwar europaweit senken, auf die Risikoprämien und damit auf den Zinsabstand zur D-Mark hätte dies jedoch keinen Einfluß. Denn Risikoprämien bzw. Zinsdifferenziale werden durch die Erwartungen der Märkte determiniert. In diesen Erwartungen schlagen sich alle Faktoren – nicht nur die Inflationsdifferenzen – nieder, die für die Gesamteinschätzung der Stabilität eines Lan-

des eine Rolle spielen. Diese Erwartungen werden auch weiterhin darüber entscheiden, ob spekulative Attacken auf das EWS stattfinden. Jeder Versuch der Bundesbank, mit forcierten Leitzinssenkungen den Markterwartungen in bezug auf die Risikoprämien „nachzuhelfen“, könnte schlimmstenfalls als Signal zur Lockerung der Stabilitätspolitik mißverstanden werden. Damit aber wäre währungs- bzw. wechselkurspolitisch nichts gewonnen.

Man mag einwenden, daß sich die Stabilitäts-Performance zahlreicher EWS-Länder in der letzten Zeit so deutlich verbessert habe, daß Risikoprämien in vielen Fällen eigentlich nicht mehr gerechtfertigt seien. So verzeichneten die Niederlande (2,4%) und Deutschland (2,6%) im Durchschnitt der 80er Jahre die niedrigsten Inflationsraten. Gleiches galt in etwa auch noch 1990 (Niederlande: 2,6%; Deutschland: 2,7%), jetzt aber zuzüglich Dänemark (2,6%). 1991 rutschte Deutschland dagegen auf der Stabilitätsskala auf den sechsten und 1992 sogar auf den achten Platz ab, und diese Platzierung gilt auch noch heute.

Im Gefolge der EWS-Turbulenzen seit September 1992 fand ferner eine umfassende Wechselkursbereinigung statt, die – mit Ausnahme der Peseta und des Escudo – zu einer weitgehenden Beseitigung der seit Anfang 1987 aufgestauten Inflationsdifferenzen bzw. Überbewertungen zahlreicher EWS-Währungen gegenüber der D-Mark geführt hat. Vor diesem Hintergrund und angesichts des veränderten stabilitätspolitischen Umfeldes in Europa erscheint es in der Tat auf den ersten Blick paradox, daß nunmehr „harte“ Währungen wie die Dänenkrone, der französische Franc und das irische Punt ständig wieder Gegenstand von Attacken gewesen sind. Denn *diese* Währungen, nicht die D-Mark, standen unter Abwertungsdruck und

mußten dies mit Risikoprämien im kurzfristigen Zinssatz (Dreimonatsgeld) und bei den Kapitalmarktzinsen von zwischen zwei und fünf Prozentpunkten „bezahlen“. In dieser Situation ist es nicht verwunderlich, daß die Bundesbank wegen der EWS-weiten Ausstrahlungswirkungen ihrer Hochzinspolitik und ihrer zaghaften Lockerungen als konjunkturpolitischer „Störenfried“ erscheint.

### Längerfristige Stabilitätserwartungen

Das bringt uns zu dem zweiten, dem *stabilitätspolitischen* Aspekt des Pohlschen Vorschlags. Offensichtlich denken die für die Wechselkursbildung entscheidenden Finanzmärkte nicht allein in Kategorien der Kaufkraftparitäten, sondern beziehen das gesamte, für die Stabilität einer Währung relevante Umfeld mit ein. Und vor allem haben die Märkte eine *längerfristige* Perspektive. In diesem Zusammenhang dürften folgende Faktoren die Märkte „beeindrucken“ haben:

- der Rezessionsvorlauf von ca. zwei Jahren in nahezu allen EWS-Ländern gegenüber Deutschland, der dort die Inflationsraten früher und rascher gedrückt hat als bei uns;
- die relativ reibungslose Bewältigung des aus der deutschen Vereinigung resultierenden Geldüberhangs und der immensen Aufblähung der Bankenliquidität (Devisenzuflüsse) als Folge der EWS-Krise im September 1992 durch die Bundesbank;
- der spezifische Einfluß von administrativen Preis- und Steuererhöhungen, der das deutsche Preisniveau maßgeblich mit hochgetrieben und insoweit – verglichen mit anderen EWS-Ländern – verzerrt hat;
- in jüngster Zeit die Abflachung des Geldmengenanstiegs (M3) und die Aussicht auf einen zukünftigen klareren (Konsolidierungs-)Kurs der

Finanzpolitik und auf moderate Lohnerhöhungen in Deutschland.

All diese Faktoren, insbesondere aber der hartnäckige Kurs der Bundesbank bei der Wiedergewinnung der Stabilität, sind von den Märkten offenbar honoriert worden. Die Glaubwürdigkeit der deutschen Geldpolitik und das längerfristige Vertrauen in die Stabilität der D-Mark haben in den letzten – geld- und währungspolitisch sehr schwierigen – Jahren kaum Schaden genommen. Nichts dokumentiert dies besser als die folgenden drei Merkmale:

- die oben erwähnten anhaltend hohen Zins-Risikoprämien einiger EWS-Währungen;
- die ungeschmälernte Bedeutung der D-Mark als die nach dem US-Dollar wichtigste internationale Anlagengewährung;
- der rasante Fall der deutschen Kapitalmarktzinsen von 9% im Jahr 1990 auf ca. 6,5% bis heute, wobei die Realzinsen noch weitaus stärker gesunken sind.

Nur um kurzfristiger konjunktureller Stimuli willen sollte die Bundesbank daher keine forcierten Zinslockerungen durchführen. Sie würden das Vertrauen in die Stabilität der D-Mark aufs Spiel setzen – nicht nur in Deutschland, sondern auch bei den internationalen Anlegern (Leistungsbilanzdefizite!) und wegen der Ankerfunktion der D-Mark ebenso bei den EWS-Partnern. Daß dort, so Pohl (S. 8), „bei dem erreichten Grad an Geldwertstabilität ... nicht mit einem Aufflackern der inflationären Kräfte zu rechnen (ist)“, wird von den Märkten offenbar noch nicht so recht geglaubt.

#### Geldmengenziel mit europäischer Komponente

Die konzeptionelle Variante des Pohlischen Vorschlags, die Kalkulation des deutschen Geldmengenziels um einen „Zuschlag“ für die eu-

ropäische Komponente (des Produktionspotentials) zu erweitern, ist neu und interessant, aber hinsichtlich seiner Konsequenzen noch näher zu fundieren. An dieser Stelle soll daher nur auf einige mögliche Probleme hingewiesen werden:

□ Ausgangspunkt ist die Erwartung, daß eine über das deutsche Potentialwachstum hinausgehende Erhöhung der Geldmenge und damit der monetären Gesamtnachfrage durch steigende Güterimporte inflationsneutral absorbiert wird. Hier stellt sich die letztlich nur empirisch zu lösende Frage, ob der Anstieg der Importquote tatsächlich dem Geldmengen-„Zuschlag“ entspricht, so daß Preisneutralität gewährleistet ist. Pohl setzt offenbar auf eine weiter zunehmende weltwirtschaftliche Verflechtung der Gütermärkte, die für eine Absorption von Geldmengenzuschlägen sorgen wird. Hierzu scheint Skepsis angebracht: Trotz jahrzehntelanger, zunehmender Internationalisierung der Gütermärkte haben wir die ebenso langen Erfahrungen mit Inflationsschüben. Stets hat sich im langfristigen Trend gezeigt, daß Geldangebotsakzelerationen (-dezelerationen) von gleichgerichteten Inflationsentwicklungen begleitet waren (in Deutschland mit einer Zeitverzögerung von ca. elf Quartalen), daß also der Pohlische Absorptionsmechanismus nicht oder nur unzureichend funktioniert hat. Warum sollte sich das in Zukunft grundlegend ändern? (Europäischer Binnenmarkt? Öffnung der osteuropäischen Märkte?)

□ Käme unter den derzeitigen Rezessionsbedingungen in Westeuropa wegen ergiebiger Importmärkte prinzipiell ein Geldmengen*zuschlag* in Frage, müßte umgekehrt für internationale Boomphasen ein *Abschlag* gelten, dies auch im internationalen (europäischen) Interesse (Inflationsexport!). Wie sind diese Zu- und Abschläge empirisch zu bemessen?

□ Im Pohlischen Modell ist die Importquote positiv abhängig von der Inlands-/Auslandspreisniveau-Relation. Der Prozeß kommt in Gang durch einen die ausländische Inflationsrate übersteigenden Preisauftrieb in Deutschland, ausgelöst durch Geldmengenerhöhungen, und die Importquote wird steigen. Durch die Güterarbitrage werden daraufhin zwar die Preise der „Tradables“ sinken, was aber führt den geldmengeninduzierten Preisanstieg bei den *nicht* handelbaren Gütern und Dienstleistungen wieder zurück? (Hoffnung auf Kompensation?)

Schon diese wenigen Punkte lassen erkennen, daß dieser Vorschlag mit erheblichen Unsicherheiten und Gefahren verbunden ist. Ohne weitere empirische Fundierung dürfte die Bundesbank daher gut daran tun, an ihrer strikt binnenwirtschaftlich-stabilitätsorientierten Kalkulation des Geldmengenziels festzuhalten.

#### Fazit

Ziehen wir ein kurzes Fazit, so sehen wir in den Pohlischen Vorschlägen keine aussichtsreiche Alternative zum „traditionellen Ansatz“ der deutschen Geldpolitik, und zwar dies auch unter Würdigung der europäischen Interessen und mit Bezug auf die Verantwortung der Bundesbank für Europa. Schon gar nicht sehen wir – wie Pohl – einen drohenden Zusammenbruch des EWS und eine Desintegration in Europa, wenn die Bundesbank in ihrer strikten Stabilitätspolitik fortfährt. Im Gegenteil, das EWS und die künftige Wirtschafts- und Währungsunion können nur durch Stabilität zusammenwachsen und zusammengehalten werden. Dies gilt zumal für die D-Mark als Leitwährung im derzeitigen System und als Anker für die zukünftige europäische Währungsordnung. Festkurssysteme sind, wie die Erfahrungen gezeigt haben, bislang stets an der mangelnden Stabilität der Leitwährung zerbrochen.