

Langfeldt, Enno; Scheide, Joachim; Trapp, Peter

**Research Report — Digitized Version**

## Inflationsgefahren werden größer - Welchen Kurs soll die Geldpolitik steuern? Thesen zum 38. Kieler Konjunkturgespräch

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 142

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Langfeldt, Enno; Scheide, Joachim; Trapp, Peter (1988) : Inflationsgefahren werden größer - Welchen Kurs soll die Geldpolitik steuern? Thesen zum 38. Kieler Konjunkturgespräch, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 142, ISBN 3925357602, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/394>

**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.*

# **Inflationsgefahren werden größer - Welchen Kurs soll die Geldpolitik steuern?**

**Thesen zum 38. Kieler Konjunkturgespräch**

**von Enno Langfeldt, Joachim Scheide und Peter Trapp**

## INHALTSVERZEICHNIS

I.	Kräftige Konjunkturbelebung verstärkt Inflationserwartungen in den Industrieländern .....	3
	1. Deutliche Zunahme der Produktion .....	3
	2. Ausblick: Geldpolitik dämpft Konjunktur 1989 .....	6
	3. Stabilitätsorientierung der Geldpolitik kontrovers .....	8
II.	Was kann die Geldpolitik leisten? .....	9
	1. Geldpolitik ist für Preisniveaustabilität verantwortlich .....	9
	2. Geldpolitik kann Wachstum und Beschäftigung nicht dauerhaft erhöhen .....	11
III.	Die Praxis der Geldmengenziele .....	14
	1. Zur Bedeutung der Geldmengenziele .....	14
	2. Diskretionäre Politik trotz Geldmengenziel .....	15
IV.	Sollen sich die Notenbanken an anderen Indikatoren orientieren? .....	20
	1. Was sagen Zinsen über den Kurs der Geldpolitik aus? .....	20
	2. Sind Rohstoffpreise ein geeigneter monetärer Indikator? .....	23
	3. Setzt die Stabilität des Preisniveaus stabile Wechselkurse voraus? ..	26
	4. Statt eines Indikators viele verschiedene Indikatoren? .....	29
V.	Geldmengenorientierung sollte beibehalten werden .....	31
	1. Zusammenhang zwischen Geldmenge und wirtschaftlicher Aktivität besteht nach wie vor .....	31
	2. Geldmengenregeln sind nicht obsolet .....	34
	3. Konkrete Beispiele für die Ausgestaltung von Geldmengenregeln ....	35
VI.	Stärkere gesetzliche Bindung gegen erratische Geldpolitik .....	39
	1. Warum Geldmengenregeln nicht eingehalten werden .....	39
	2. Geldmengenregeln müssen gesetzlich festgelegt werden .....	41
	3. Wie die Geldverfassung aussehen könnte .....	42
	Literaturverzeichnis .....	44

CIP-Titelaufnahme der Deutschen Bibliothek

**Inflationsgefahren werden grösser** : welchen Kurs soll d.  
Geldpolitik steuern? ; Thesen zum 38. Kieler  
Konjunkturgespräch / von Enno Langfeldt, Joachim Scheide u.  
Peter Trapp. Inst. für Weltwirtschaft, Kiel. - Kiel : Inst. für  
Weltwirtschaft, 1988

(*Kieler Diskussionsbeiträge* ; 142)

ISBN 3-925357-60-2

NE: Langfeldt, Enno [Mitverf.]; Scheide, Joachim [Mitverf.]; Trapp,  
Peter [Mitverf.]; Kieler Konjunkturgespräch <38, 1988>; Institut für  
Weltwirtschaft <Kiel>; GT



Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel

Postfach 43 09, D-2300 Kiel 1

Alle Rechte vorbehalten

Ohne ausdrückliche Genehmigung ist es auch nicht  
gestattet, den Band oder Teile daraus

auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) zu vervielfältigen

Printed in Germany

ISSN 0455 - 0420

"To sum up, the most important thing about money is to maintain its stability".

George Bernard Shaw  
[1928, S. 263]

## I. KRAFTIGE KONJUNKTURBELEBUNG VERSTÄRKT INFLATIONSERWARTUNGEN IN DEN INDUSTRIELÄNDERN

### 1. Deutliche Zunahme der Produktion

1. Nachfrage und Produktion in den Industrieländern sind seit Mitte 1987 zügig gestiegen. Im zweiten Quartal 1988 lag die gesamtwirtschaftliche Produktion rund 5 vH höher als ein Jahr zuvor (Tabelle 1). Die konjunkturelle Expansion hat sich damit deutlich beschleunigt; vom zweiten Quartal 1986 bis zum zweiten Quartal 1987 war das reale Sozialprodukt mit einer Rate von nur 2,5 vH gestiegen.

Tabelle 1 - Bruttosozialprodukt, Inlandsausgaben und Exporte in den Industrieländern 1986, 1987 und 1988 (a)

	Vereinigte Staaten	Japan	Westeuropa	Industrieländer insgesamt
<b>Bruttosozialprodukt</b>				
1988II/1987II (b)	5,0	6,9	4,5	5,0
1987II/1986II	2,4	3,1	2,2	2,5
<b>Inlandsausgaben</b>				
1988II/1987II (b)	3,8	8,0	5,0	4,5
1987II/1986II	2,0	4,0	3,1	2,8
<b>Exporte</b>				
1988II/1987II (b)	17,4	7,5	6,5	8,0
1987II/1986II	12,0	-0,5	1,5	3,4

(a) In Preisen von 1980. Veränderungen gegenüber dem Vorjahresvergleich in vH. -  
(b) Teilweise geschätzt.

Quelle: OECD [c]; eigene Schätzungen.

In den USA, wo die Impulse für den Produktionsanstieg zunächst vor allem vom Export gekommen waren, nehmen seit Mitte 1987 auch die Inlandsausgaben wieder rascher zu. In Westeuropa und Japan erhielt die Konjunktur dadurch zusätzlichen Schwung, daß zu der bereits lebhaften Binnennachfrage eine kräftige Erholung der Exporte trat. Letztere wurden nicht nur durch die wirtschaftliche Belebung in den Industrieländern begünstigt, sondern auch durch die verstärkte Nachfrage der Entwicklungsländer, deren Exporterlöse sich durch den Rohstoffpreisanstieg merklich erhöht haben. Der Welthandel ist von Mitte 1987 bis Mitte 1988 wahrscheinlich mit einer durchschnittlichen laufenden Rate von etwa 7 vH gestiegen.

2. Während in den ersten Jahren des Aufschwungs, der Ende 1982 begann, ein ausgeprägtes Konjunkturgefälle zwischen den Vereinigten Staaten und den übrigen Industrieländern bestand, ist seit 1985 mehr und mehr eine Angleichung des konjunkturellen Expansionstempos zu beobachten. Ausschlaggebend hierfür war, daß die Notenbanken in Japan und Westeuropa angesichts der anhaltenden Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar ihre Geldpolitik an den expansiven Kurs in den USA anpaßten. Nach den Turbulenzen auf den Aktienmärkten im Oktober 1987 weiteten sie das Geldangebot nochmals kräftig aus, um der erwarteten Konjunkturabschwächung entgegenzuwirken. Die Finanzpolitik war überwiegend darauf ausgerichtet, das Defizit im Staatshaushalt zu verringern. In einigen Ländern wurde die private Nachfrage durch Steuersenkungen angeregt. Diese haben auch dazu beigetragen, daß sich die Unternehmensinvestitionen seit Anfang 1987 deutlich belebt haben.

3. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie hat sich - wie Umfragen zeigen - kräftig erhöht. In einigen Ländern sind die Unternehmen sogar stärker ausgelastet als im Boom von 1979/80. Der Produktionsanstieg ist in den Vereinigten Staaten, Kanada und Japan mit einer lebhaften Ausweitung der Beschäftigung und einer deutlichen Abnahme der Arbeitslosigkeit einhergegangen. Von den großen westeuropäischen Ländern konnte indes nur das Vereinigte Königreich, wo in den letzten Jahren bemerkenswerte Fortschritte bei der Deregulierung der Wirtschaft und der Flexibilisierung des Arbeitsmarktes gemacht worden sind, eine erhebliche Verbesserung der Arbeitsmarktlage verzeichnen (Tabelle 2). In den übrigen Ländern nahm die Beschäftigung nur mäßig zu, und die Arbeitslosigkeit stagnierte auf hohem Niveau. An einem Mangel an Nachfrage kann dies kaum gelegen haben, denn das Tempo der wirtschaftlichen Expansion, insbesondere die Zunahme der Binnennachfrage, war in den letzten eineinhalb Jahren deutlich höher als das Wachstum

Tabelle 2 - Industrieproduktion, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Industrieländern 1986, 1987 und 1988

	Industrieproduktion		Verbraucherpreise		Arbeitslosenquote		
	<u>Ende 87</u>	<u>Mitte 88</u>	<u>Ende 87</u>	<u>Mitte 88</u>	Ende 86	Ende 87	Mitte 88
	Ende 86	Ende 87	Ende 86	Ende 87	vH		
	Veränderung in vH (Jahresrate)						
USA	5,3	6,0	4,2	4,5	6,7	5,8	5,4
Japan	8,3	5,3	0,9	0,9	3,0	2,7	2,4
Bundesrepublik							
Deutschland	3,1	5,8	0,9	1,7	7,7	8,0	7,9
Frankreich	5,5	3,8	2,7	3,5	10,6	10,4	10,5
Italien	6,8	7,7	5,0	4,2	11,5	12,0	12,0
Großbritannien	5,0	3,1	3,5	6,7	11,1	9,2	8,4

Quelle: OECD [b]; eigene Schätzungen.

des Produktionspotentials und nicht signifikant schwächer als in den anderen Industrieländern. Wie viele Untersuchungen zeigen, ist die hartnäckig hohe Arbeitslosigkeit in Kontinentaleuropa vor allem auf strukturelle Gründe zurückzuführen (1), wie z.B. Beschränkung der Lohndifferenzierung durch gesetzliche oder tarifliche Mindestlöhne, weitreichende Kündigungsschutzvorschriften, Regulierung der Arbeitszeiten und hohe Lohnnebenkosten. Dies hat dazu geführt, daß die Unternehmen bestrebt waren, die Produktionssteigerung mit höherem Kapitaleinsatz zu erreichen.

4. Der laufende Anstieg der Verbraucherpreise in den Industrieländern betrug im ersten Halbjahr 1988 etwa 3,5 vH. Damit hat sich, was die Lebenshaltungskosten anlangt, das Inflationstempo leicht verstärkt. Die Preise für Industrierohstoffe haben sich im Zuge der Nachfragebelebung kräftig erhöht; sie sind - in Sonderziehungsrechten gerechnet - von Mitte 1987 bis Mitte 1988 um rund 25 vH gestiegen. Dies deutet auf eine erhebliche Verschlechterung des Preisklimas hin. Auch die hohe Auslastung der Kapazitäten, die anhaltend lebhaftere Nachfrageexpansion sowie vermehrte Engpässe auf dem Arbeitsmarkt haben eine spürbare Zunahme der Inflationserwartungen bewirkt. Entsprechend sind auf den Kapitalmärkten die Zinsen bereits deutlich gestiegen. Die Notenbanken haben darauf mit einer Heraufsetzung der Leitzinsen reagiert.

(1) Vgl. hierzu Emerson [1987]; und für die Bundesrepublik Deutschland vgl. Soltwedel, Trapp [1988].

## 2. Ausblick: Geldpolitik dämpft Konjunktur 1989

5. Umfragen zeigen, daß sich die Konjunkturerwartungen der Unternehmen im Sommer 1988 nochmals deutlich verbessert haben. Dies und die anhaltend günstige Entwicklung der Auftragseingänge lassen erwarten, daß die kräftige wirtschaftliche Expansion zunächst anhält. Kurzfristig stimulierend dürfte dabei nicht zuletzt die Erwartung wirken, daß sich wegen der zuvor kräftigen Geldmengenexpansion die Inflation beschleunigen und der Zinsanstieg fortsetzen wird. Diese Konstellation ist jedoch keine Grundlage für eine nachhaltige wirtschaftliche Aufwärtsentwicklung, sondern vielmehr kennzeichnend für die Übersteigerungsphase am Ende des Aufschwungs. Denn es ist abzusehen, daß sich bei längerem Anhalten des Nachfragezugs der Kosten- und Preisauftrieb weiter verstärken wird. In Großbritannien hat sich die Inflation bereits merklich beschleunigt. Auch in den Vereinigten Staaten mehren sich die Zeichen für einen rascheren Preisanstieg; die Zunahme der Arbeitskosten hat sich dort beträchtlich erhöht.

6. Die Notenbanken scheinen entschlossen, einer Zunahme der Geldentwertung entgegenzuwirken. Die jüngsten Anhebungen der Leitzinsen wurden ausdrücklich damit begründet, daß die Inflationsgefahren größer geworden seien und daß die Geldpolitik nicht zuwarten könne, bis der Preisauftrieb sich tatsächlich beschleunigt habe [Pöhl, 1988, S. 2]. Das Ausmaß der Zinserhöhungen geht allerdings zu meist kaum über den Anstieg der laufenden Inflationsrate hinaus, so daß die Nachfrage wohl nur wenig gedämpft wird. Der laufende Preisanstieg wird daher im weiteren Verlauf dieses Jahres und 1989 wohl spürbar zunehmen. Es ist wahrscheinlich, daß die Notenbanken zur Jahreswende zusätzliche Maßnahmen ergreifen werden, um die Geldmengenausweitung allmählich zu bremsen. Schrittmacher dafür wird die amerikanische Notenbank sein. Die übrigen Notenbanken werden dieser Politik vermutlich rasch folgen, um zu verhindern, daß es zu einer Abwertung ihrer Währungen und damit zu einem Inflationsimport kommt.

7. Aufgrund der restriktiven Geldpolitik und der höheren Inflationsraten wird sich die Expansion der realen Geldmenge im Laufe von 1989 beträchtlich verringern. Wegen der Wirkungsverzögerung der Geldpolitik werden sich die dämpfenden Einflüsse der schwächeren Geldmengenausweitung allerdings erst im späteren Jahresverlauf bemerkbar machen. Nachdem sich die Haushaltsdefizite in den meisten Ländern in letzter Zeit nicht weiter verringert haben - in einigen Ländern, etwa in der Bundesrepublik, sind sie sogar gestiegen -, wird die Finanzpolitik 1989 wohl

eindeutig auf Konsolidierung der Staatsfinanzen ausgerichtet sein. Angesichts dieser Wirtschaftspolitik dürfte sich der Produktionsanstieg im zweiten Halbjahr 1989 merklich abflachen.

Die Zunahme des realen Sozialprodukts in den Industrieländern insgesamt wird sich im Jahresdurchschnitt vermutlich von etwa 4 vH im Jahre 1988 auf 2,5 vH im Jahre 1989 abschwächen. In den USA ist 1988 bei relativ moderater Ausweitung der Inlandsausgaben und kräftig zunehmendem Export mit einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion um rund 4 vH zu rechnen. 1989 dürfte dieser etwa 2,5 vH betragen. Die Arbeitsmarktlage wird sich dann im Jahresverlauf erstmals seit 1982 wieder verschlechtern, der laufende Preisanstieg wird auf über 6 vH klettern. In Japan ist die Geldpolitik noch unverändert expansiv, eine Korrektur wird erst zur Jahreswende erwartet. Die Inlandsnachfrage dürfte daher zunächst noch kräftig expandieren. 1988 wird das reale Sozialprodukt wohl um 5,5 vH zunehmen. Dämpfende Effekte werden im späteren Verlauf von 1989 vermutlich vor allem vom Export kommen. Im Jahresdurchschnitt wird das Sozialprodukt mit 4 vH immer noch recht kräftig expandieren. Der Anstieg der Verbraucherpreise dürfte sich bis Ende 1989 auf über 3 vH beschleunigen. In Westeuropa wird es 1988 nach der erneuten Lockerung der Geldpolitik im vergangenen Jahr zu einem konjunkturellen Schlußspurt kommen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird mit rund 3 vH den stärksten Zuwachs seit 1979 aufweisen. 1989 ist aufgrund abnehmender wirtschaftspolitischer Impulse eine merkliche Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität zu erwarten. Das Sozialprodukt wird im Jahresdurchschnitt aber noch eine Zunahme von etwa 2,5 vH aufweisen. Die Konjunkturdämpfung wird die Arbeitsmarktprobleme spürbar verschärfen. Der Anstieg der Verbraucherpreise wird sich auf rund 5 vH erhöhen.

8. In der Bundesrepublik Deutschland wird das Expansionstempo der gesamtwirtschaftlichen Produktion 1988 mit reichlich 3 vH deutlich höher sein als im Durchschnitt der zurückliegenden Aufschwungsjahre (2,3 vH). Wichtigste Konjunkturstütze ist der private Verbrauch, aber auch die Investitionen und der Export tragen erheblich zum Produktionsanstieg bei. Im Laufe von 1989 wird die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung vermutlich ins Stocken geraten. Zum einen wird die Bundesbank die monetäre Expansion angesichts des Kurswechsels der amerikanischen Geldpolitik und der Zunahme des laufenden Preisanstiegs von weniger als 1 vH zu Jahresbeginn auf etwa 2,5 vH am Jahresende schrittweise verringern. Zum anderen wird die Finanzpolitik, die 1988 die Konjunktur mit Steuererleichterungen

angeregt hat, 1989 durchweg kontraktiv wirken. Die beschlossenen steuerlichen Maßnahmen, wie die Einführung einer Quellensteuer auf Zinseinkünfte und die Verbrauchsteuererhöhungen, werden zusammen mit den Progressionswirkungen des Steuersystems den privaten Haushalten rund 20 Mrd. DM an Kaufkraft entziehen; das entspricht etwa 1,5 vH des verfügbaren Einkommens. Zusätzlich wird die Konjunktur 1989 dadurch gedämpft, daß der Welthandel deutlich langsamer zunehmen wird. Bei anhaltend hohen Leistungsbilanzsalden wächst auch die Gefahr, daß die Protektion eskaliert. Das reale Sozialprodukt wird 1988 wohl um reichlich 3 vH zunehmen, 1989 dürfte der Anstieg nur noch etwa halb so hoch ausfallen. Die Verbraucherpreise werden sich im Durchschnitt dieses Jahres um rund 1 vH und 1989 um etwa 3 vH erhöhen.

### 3. Stabilitätsorientierung der Geldpolitik kontrovers

9. Die jüngsten liquiditätsverteuernden Maßnahmen, insbesondere die der Notenbanken in Westeuropa, sind vielfach auf Kritik gestoßen. Der Geldpolitik wird vorgeworfen, sie sei zu einseitig am Ziel der Preisniveaustabilisierung orientiert. Anlaß dazu bestehe allenfalls in Ländern mit geringer Arbeitslosigkeit und außenwirtschaftlichen Defiziten, wie z.B. in den USA. Die anhaltend hohe Arbeitslosigkeit und die Leistungsbilanzüberschüsse in anderen Ländern (z.B. in der Bundesrepublik Deutschland) zeigten, daß man dort von einer Konjunkturüberhitzung weit entfernt sei. Seit Anfang der achtziger Jahre habe die Geldpolitik durch ein Festhalten an eng bemessenen Geldmengenzielen die wirtschaftliche Aktivität gehemmt; anhaltend hohe Realzinsen hätten insbesondere die Investitionstätigkeit gedämpft. Der bei dieser Politik unterstellte enge Zusammenhang zwischen Geldmengenexpansion und Preisniveaumentwicklung sei nicht mehr gültig. Die Geldpolitik solle daher andere Ziele als die Preisniveaustabilität verfolgen. Notwendig sei es, die Realzinsen spürbar zu senken, um so die Investitionstätigkeit anzuregen und die Beschäftigung zu erhöhen. Gefordert wird auch, mit der Geldpolitik den Wechselkurs zu stabilisieren, um einerseits eine exportdämpfende Aufwertung zu vermeiden und andererseits eine Abwertung und damit einen Inflationsimport zu verhindern. Diese Vorschläge sind häufig nicht konsistent. Im Sommer 1988 z.B. hätte eine forcierte Zinssenkungspolitik, die von der Bundesrepublik zur Anregung der Konjunktur gefordert wurde, die Abwertung der D-Mark vermutlich verstärkt, die eigentlich vermieden werden sollte, da kräftig steigende Importpreise die Inflation beschleunigen würden.

nigt hätten. Überdies stünde es im Ermessen der Notenbank zu entscheiden, welches Ziel am stärksten verletzt ist und deshalb Vorrang haben sollte. Bei einer solchen Politik sind starke Kursänderungen der Geldpolitik im Zeitablauf wahrscheinlich, da Maßnahmen zugunsten eines Ziels häufig zu Lasten anderer Ziele gehen. Es besteht die Gefahr, daß die Unstetigkeit der wirtschaftlichen Entwicklung dadurch zunimmt.

10. In den letzten Jahren ist somit viel Unsicherheit darüber entstanden, was die Geldpolitik tun kann, um die wirtschaftliche Entwicklung zu fördern. Es erscheint daher notwendig, einen Überblick über die verschiedenen Strategien der Geldpolitik in den letzten Jahren zu geben und zu analysieren, wie die Geldpolitik gewirkt hat. Zu diesem Zweck werden in den folgenden fünf Abschnitten eine Reihe von Fragen untersucht:

- Welche Rolle spielt die Geldpolitik im Wirtschaftsprozeß; welchen Einfluß kann sie auf die reale Entwicklung nehmen?
- Welche Geldmengenziele haben sich die Notenbanken gesetzt; wurden die Ziele eingehalten; und, wenn nicht, aus welchem Grund sind die Notenbanken davon abgewichen?
- Welche alternativen Strategien für die Geldpolitik werden diskutiert; bringen sie eine Verbesserung gegenüber der Orientierung an der Geldmenge?
- Was spricht für die Beibehaltung der Geldmengenorientierung; wie könnten Geldmengenregeln konkret aussehen?
- Was müßte getan werden, damit sich die Notenbanken tatsächlich an die Vorgaben halten?

## II. WAS KANN DIE GELDPOLITIK LEISTEN?

### 1. Geldpolitik ist für Preisniveaustabilität verantwortlich

11. Aufgabe staatlicher Geldproduktion sollte es sein, die Wirtschaft so mit Zahlungsmitteln zu versorgen, daß die Kosten der Geldhaltung möglichst gering sind

und daß ein reibungsloses Wachstum ermöglicht wird. Die Erfahrung zeigt, daß Geld diese Anforderungen dann erfüllt, wenn es wertstabil ist, d.h., wenn seine Kaufkraft im Zeitablauf möglichst unverändert ist. Starke Änderungen der Kaufkraft des Geldes haben tiefgreifende wirtschaftliche und soziale Folgen. Bei einem unerwarteten Anstieg des allgemeinen Preisniveaus findet eine Einkommensumverteilung zu Lasten der Besitzer von Geld und von festverzinslichen Geldforderungen und zugunsten der Schuldner und Sachwertbesitzer statt. Wenn erwartet wird, daß sich die Geldentwertung fortsetzt oder sogar beschleunigt, nimmt die Bereitschaft, Geld zu halten, ab. Die Geldkapitalbildung geht zurück, und die Ersparnisse flüchten zunehmend in wertgesicherte Anlagen (Betongold). Ökonomisch gesehen ist die Inflation eine Steuer auf die Haltung von Geld. Sie führt zu Fehlallokationen und zu einer ineffizienten Verwendung des Tauschmittels Geld. Welche gesamtwirtschaftlichen Kosten eine Inflation verursacht, wird am deutlichsten am Beispiel von Ländern mit sehr hohen Inflationsraten, z.B. Argentinien (1). Aber auch bei geringeren Inflationsraten entstehen solche Kosten, weil Ressourcen darauf verwendet werden, Verluste durch Geldentwertung abzuwenden; dies führt auf mittlere Sicht dazu, daß der tatsächliche Realeinkommensanstieg hinter der möglichen Zunahme zurückbleibt.

12. Wichtigster Bestimmungsgrund für die Nachfrage nach realer Kasse ist das geplante Transaktionsvolumen, das im Zeitablauf etwa mit der Rate zunimmt, mit der das reale Sozialprodukt wächst. Die Zunahme der Geldmenge sollte sich daher am Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials orientieren. Zusätzlich sind institutionelle Veränderungen im Finanzbereich (Finanzinnovationen) und trendmäßige Veränderungen der Kassenhaltung zu berücksichtigen. Eine über den Anstieg der Geldnachfrage hinausgehende Zunahme der Geldmenge führt auf mittlere Sicht zu einer Erhöhung des Preisniveaus (Tabelle 3). Dies ist durch Beobachtungen in einer Vielzahl von Ländern bestätigt [Barro, 1987, S. 463]. Auch für die Bundesrepublik gilt dieser Zusammenhang [Schlesinger, Jahnke, 1987]. Der Grund dafür ist, daß die produktivitätssteigernde Wirkung des Geldes nicht davon abhängt, ob es reichlich vorhanden ist, sondern davon, daß es seine Rolle als Tauschmittel effizient erfüllt. Die Erfahrung zeigt sogar, daß eine Expansionsrate der Geldmenge, die anhaltend über die Zunahme der realen Geldnachfrage hinausgeht, nicht nur zu mehr Inflation, sondern auch zu mehr Arbeitslosigkeit führt [Friedman, 1977].

---

(1) Vgl. hierzu Fischer et al. [1985].

Tabelle 3 - Geldmenge und Preisanstieg in Industrieländern 1973-1986 (a)

	Geldmenge je Produktionseinheit (b)	Preisindex des Bruttosozialprodukts
Japan	3,3	4,8
Bundesrepublik Deutschland	5,4	4,0
Vereinigte Staaten	5,7	6,7
Frankreich (c)	7,4	9,7
Großbritannien (d)	12,1	10,1
Italien	12,6	16,6

(a) Durchschnittliche jährliche Veränderung in vH.- (b) Ml/Bruttosozialprodukt in konstanten Preisen.- (c) 1977-1985.- (d) 1975-1986.

Quelle: IMF [a]; eigene Berechnungen.

## 2. Geldpolitik kann Wachstum und Beschäftigung nicht dauerhaft erhöhen

13. Vielfach wird gefordert, die Geldpolitik aktiv zur Belebung der Konjunktur und zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit einzusetzen. Dies scheint nahezuliegen, denn in der Vergangenheit ging der Konjunkturerholung in der Regel eine expansive Geldpolitik voraus; umgekehrt hat ein restriktiver Kurs stets zu einer Rezession geführt. Diese Beobachtungen können jedoch nicht dahingehend interpretiert werden, daß die Geldpolitik in der Lage wäre, die reale Inlandsnachfrage oder das reale Bruttosozialprodukt dauerhaft rascher als sonst auszuweiten. Tatsächlich kann die Geldpolitik die Entwicklung von Produktion und Beschäftigung nur vorübergehend beeinflussen, z.B. durch eine unerwartete Ausweitung der Geldmenge, mit der der Zins unter die erwartete Rendite von Investitionen in Realkapital gesenkt und eine Zunahme der Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen induziert wird. Die vermehrte Kreditaufnahme wirkt tendenziell zinssteigernd. Durch eine beschleunigte Expansion der Geldmenge kann die Notenbank den Zins zwar auf diesem Niveau stabilisieren, aber nur für eine begrenzte Zeit. Die anhaltende Ausweitung der Nachfrage führt nämlich zu steigenden Preisen. Früher oder später antizipieren die Wirtschaftssubjekte zudem die Beschleunigung der monetären Expansion, und die Notenbank kann nicht verhindern, daß der Zins mit

den höheren Inflationserwartungen steigt. Wegen der beschleunigten Geldentwertung flacht sich der Anstieg der realen Geldmenge wieder ab, die Konjunktur wird allein deshalb schon gedämpft. Weil darüber hinaus die Preisniveaustabilität wieder zum vorrangigen Ziel wird, schlägt die Geldpolitik nun in der Regel einen restriktiven Kurs ein, um die Inflation zu bekämpfen; dadurch bewirkt sie eine weitere Abschwächung der Konjunktur.

14. Die Geldpolitik ist nicht nur für eine dauerhafte Beeinflussung von Wachstum und Beschäftigung ungeeignet, sie ist auch kein Instrument zur konjunkturellen Feinsteuerung. Zum einen vergeht Zeit, bis gesicherte Informationen über konjunkturelle Zielabweichungen vorliegen, und die Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik sind relativ lang und variabel. Dies bedeutet, daß man eigentlich nur nachträglich weiß, wann Abweichungen aufgetreten sind, und daß man nie sicher sein kann, ob die Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen dann noch erwünscht sind, wenn sie eintreten. Wirtschaftspolitiker können (wie übrigens auch Wirtschaftswissenschaftler) keine sichere Kenntnis beispielsweise über die natürliche Arbeitslosigkeit oder die Verhaltensweisen bzw. Reaktionen von gesellschaftlichen Gruppen auf die Politik haben. Welche gravierenden Folgen diese Unkenntnis haben kann, zeigen die Erfahrungen in den siebziger Jahren (1). In der zweiten Hälfte der siebziger Jahre war die Arbeitslosigkeit in den meisten europäischen Ländern deutlich höher als in den sechziger Jahren (Schaubild 1). Aus dieser Beobachtung schlossen viele, daß noch genügend Raum für eine stärkere Expansion vorhanden sei. Tatsächlich hat man aber die Produktionsmöglichkeiten überschätzt, und die expansive Geldpolitik (2) führte rasch zu einem Anstieg der Inflation, ohne daß in irgendeinem Land nennenswerte Fortschritte bei dem Abbau der Arbeitslosigkeit gemacht wurden (Schaubild 1). Offenbar hatten sich die Arbeitsmarktbedingungen in den meisten westeuropäischen Ländern erheblich verschlechtert, so daß sich eine nachhaltig höhere Arbeitslosigkeit als in den vorherigen Zyklen einstellte.

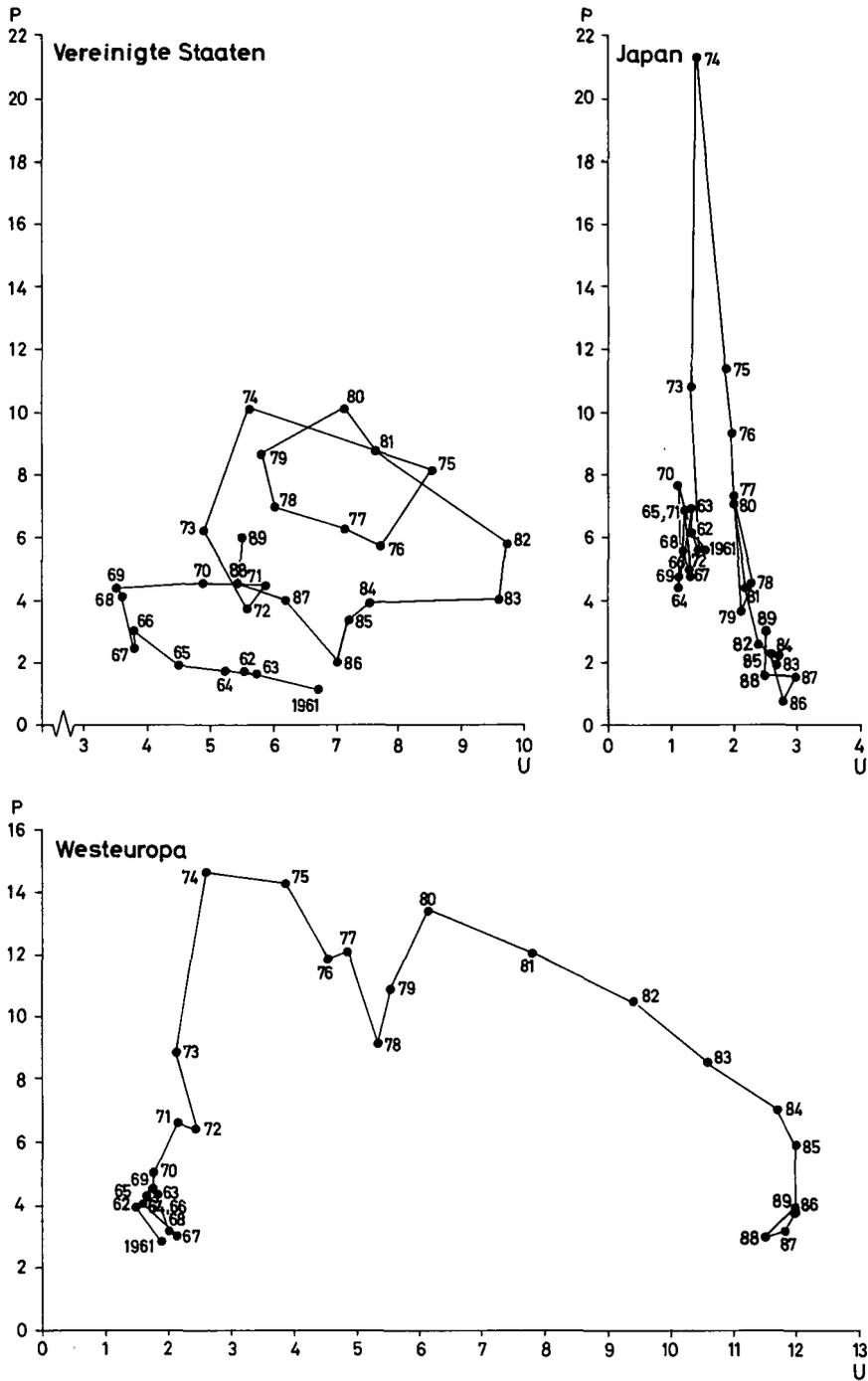
15. In den achtziger Jahren stieg die Arbeitslosigkeit in den westeuropäischen Ländern erneut und ist hier gegenwärtig etwa doppelt so hoch wie vor zehn Jahren. Die Forderung, die Geldpolitik solle auf dieses Indiz eines, wie viele behaupten, Nachfragemangels mit einer stärkeren Expansion reagieren, birgt ähnliche

---

(1) Vgl. dazu auch Schatz et al. [1988, S. 19 ff.].

(2) Hinzu kam in vielen Ländern eine kräftige Ausweitung der Staatsausgaben. Dies wurde auch auf dem Bonner Weltwirtschaftsgipfel im Jahre 1978 z.B. für die Bundesrepublik Deutschland vereinbart.

Schaubild 1 - Phillips-Kurven in Industrieländern 1961-1989



(a) P = Inflationsrate (Deflator des Privaten Verbrauchs). U = Arbeitslosenquote. 1988 und 1989 geschätzt.

Quelle: EG [1987]; eigene Schätzungen.

Gefahren wie das Experiment in den siebziger Jahren. Wäre die Diagnose der Nachfragerlücke zutreffend, müßte der Anstieg der Erwerbslosigkeit durch wiederholte, negative Nachfrageschocks zustande gekommen sein. Diese waren aber nach der Rezession 1982 nicht zu beobachten. Vielmehr deutet die Tatsache, daß die Arbeitslosenquote trotz des schon sechs Jahre andauernden Aufschwungs auf dem hohen Niveau verharret, darauf hin, daß die Ursachen im realwirtschaftlichen Bereich liegen und eine andere Therapie als die der Nachfrageexpansion erfordern.

### III. DIE PRAXIS DER GELDMENGENZIELE

#### 1. Zur Bedeutung der Geldmengenziele

16. Im Jahre 1973 kam es zum Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems und zur Einführung von flexiblen Wechselkursen. Damit erhielten jene Notenbanken, die zuvor wegen der Fixierung des Wechselkurses ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar verpflichtet waren, der amerikanischen Geldpolitik zu folgen, wieder geldpolitische Handlungsfähigkeit. Sie mußten nunmehr der spürbaren Beschleunigung des Preisauftriebs nicht länger tatenlos zusehen. Auch hatte sich mehr und mehr die Erkenntnis durchgesetzt, daß auf Dauer keine nachhaltigen Wachstums- und Beschäftigungseffekte mit Hilfe einer expansiven Geldpolitik zu erzielen waren. Die monetaristische Position, daß die Sicherung der Stabilität des Preisniveaus den wichtigsten Beitrag der Geldpolitik für ein stetiges und angemessenes Wirtschaftswachstum darstellt, fand auch bei den Zentralbanken immer mehr Anhänger.

17. Angesichts dieser veränderten Konstellation gingen Mitte der siebziger Jahre die Notenbanken nahezu aller wichtigen Industrieländer dazu über, eine stetige, mäßige Ausweitung der Geldmenge anzustreben und Geldmengenziele anzukündigen, statt Liquiditäts- und Zinspolitik zu betreiben. Die Vorteile eines solchen Verhaltens wurden vor allem darin gesehen, daß die Geldmengenentwicklung bei stark schwankenden oder unsicheren Inflationserwartungen ein verlässlicheres Urteil über den Kurs der Geldpolitik erlaubt als die Entwicklung der Nominalzinsen. Gestützt wurde die Hinwendung zu einer Geldmengenorientierung dadurch, daß in vielen Ländern empirische Untersuchungen einen Zusammenhang zwischen der Entwicklung

von Geldmenge und Nominaleinkommen nachwies. Für eine Vorankündigung von Geldmengenzielen sprach, daß der Öffentlichkeit mehr Klarheit über den künftigen Kurs der Geldpolitik vermittelt werden konnte. Insbesondere sollte verhindert werden, daß in Tarifabschlüssen und Verträgen überhöhte Inflationserwartungen ihren Niederschlag fanden.

## 2. Diskretionäre Politik trotz Geldmengenziel

18. Bei der Ausgestaltung der Geldmengenziele gab es zwischen den Ländern beträchtliche Unterschiede (Tabelle 4). Während einige Länder (Bundesrepublik Deutschland, Kanada, Frankreich) nur für ein Geldmengenaggregat ein Ziel bekanntgaben, verkündeten andere (Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich) gleichzeitig Ziele für mehrere Geldmengenaggregate. Auch wurden Vorgaben für die Ausweitung des Kreditvolumens (Italien) veröffentlicht. Im Verlauf der achtziger Jahre gingen die Notenbanken vielfach dazu über, weiter gefaßte Geldmengenaggregate zu bevorzugen, die geringere Schwankungen als etwa die Geldmenge in der engen Abgrenzung von M1 aufweisen. Nachdem zunächst einige Notenbanken die Ausweitung der Geldmenge um einen bestimmten Prozentsatz angekündigt hatten, wird gegenwärtig in nahezu allen Ländern eine Marge für die Zunahme der Geldmenge angegeben. Innerhalb der angegebenen Grenzen verbleibt den Notenbanken oft erheblicher Spielraum für diskretionäre Politik. Würde die Notenbank im Verlauf eines Jahres zum Beispiel einen Anstieg der Geldmengenausweitung vom unteren zum oberen Rand des Zielkorridors anstreben, so wäre damit in vielen Fällen ein erheblicher geldpolitischer Tempowechsel verbunden.

19. In der Praxis haben die Notenbanken trotz teilweise weitgefaßter Zielkorridore ihre selbstgesetzten Geldmengenziele in etwa der Hälfte aller Fälle nicht eingehalten (Tabelle 4). Dabei wurden die Ziele meistens überschritten. Vereinzelt kam es aber, insbesondere zu Beginn der achtziger Jahre, auch zu Zielunterschreitungen. Die Zielabweichungen haben die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beeinträchtigt. Nicht vertrauensbildend wirkte auch, daß die Notenbanken ihre Geldmengenindikatoren im Verlauf eines Jahres wechselten (Vereinigte Staaten) oder einzelne Indikatoren (Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich) bzw. Geldmengenziele allgemein (Kanada) suspendierten. Seit Mitte der achtziger Jahre scheinen die Notenbanken das Vertrauen in die Vorteilhaftigkeit einer stetigen und vorangekün-

Tabelle 4 - Geldmengenziele und Geldmengenänderungen in Industrieländern 1975-1987 (a) (vH)

Geldmengenaggregate		1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
<u>Vereinigte Staaten</u>															
M1	Ziel	5,0-7,5	4,5-7,5	4,5-6,5	4,0-6,5	3,0-6,0	4,0-6,5	3,5-6,0	2,5-5,5	4,0-8,0	4,0-8,0	4,0-7,0	4,0-7,0	.	.
	Ergebnis	5,3	5,8	7,9	7,2	5,5	7,3	2,3	8,5	10,0	5,2	11,9	15,3	.	.
M2	Ziel	8,5-10,5	7,5-10,5	7,0-10,0	6,5-9,0	5,0-8,0	6,0-9,0	6,0-9,0	6,0-9,0	7,0-10,0	6,0-9,0	6,0-9,0	6,0-9,0	5,5-8,5	4,0-8,0
	Ergebnis	9,7	10,9	9,8	8,7	8,3	9,6	9,5	9,2	8,3	7,7	8,7	9,1	4,1	.
M3	Ziel	10,0-12,0	9,0-12,0	8,5-11,5	7,5-10,0	6,0-9,0	6,5-9,5	6,5-9,5	6,5-9,5	6,5-9,5	6,0-9,0	6,0-9,5	6,0-9,0	5,5-8,5	4,0-8,0
	Ergebnis	12,3	12,7	11,7	9,5	8,1	10,2	11,4	10,1	9,7	10,5	7,7	8,9	5,4	.
<u>Bundesrepublik Deutschland</u>															
ZBG, M3	Ziel	8,0	8,0	8,0	8,0	6,0-9,0	5,0-8,0	4,0-7,0	4,0-7,0	4,0-7,0	4,0-6,0	3,0-5,0	3,5-5,5	3,0-6,0	3,0-6,0
	Ergebnis	9,5	9,1	9,5	11,4	6,4	4,9	3,6	6,1	7,0	4,6	4,5	7,7	8,1	.
<u>Frankreich</u>															
M2, M2R, M3	Ziel	.	.	12,5	12,0	11,0	11,0	10,0	12,5-13,5	9,0	5,5-6,5	4,0-6,0	3,0-5,0	3,0-5,0	4,0-6,0
	Ergebnis	.	.	13,9	12,2	14,4	9,8	11,4	11,5	10,2	7,6	6,9	4,7	9,2	.
<u>Vereinigtes Königreich</u>															
M3, £M3	Ziel	.	9,0-13,0	9,0-13,0	8,0-12,0	8,0-12,0	7,0-11,0	6,0-10,0	8,0-12,0	7,0-11,0	6,0-10,0	5,0-9,0	11,0-15,0	.	.
	Ergebnis	.	7,3	15,4	11,4	10,3	19,1	12,8	11,2	9,5	11,9	16,9	19,0	.	.
M1	Ziel	.	.	.	.	.	.	.	8,0-12,0	7,0-11,0	.	.	.	.	.
	Ergebnis	.	.	.	.	.	.	.	12,3	14,0	.	.	.	.	.
PSL2	Ziel	.	.	.	.	.	.	.	8,0-12,0	7,0-11,0	.	.	.	.	.
	Ergebnis	.	.	.	.	.	.	.	11,5	12,6	.	.	.	.	.
M0	Ziel	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,0-8,0	3,0-7,0	2,0-6,0	2,0-6,0	1,0-5,0
	Ergebnis	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,4	4,1	3,5	4,3	.
<u>Italien</u>															
Kreditvolumen (b)	Ziel	21,8	29,5	32,0	46,0	53,0	59,3	64,5	73,0	105,0	124,0	138,0	133,0	11,0	11,0
	Ergebnis	19,9	33,7	34,9	48,6	53,1	62,5	72,7	99,9	119,5	143,3	152,5	152,3	13,1	.
M2	Ziel	.	.	.	.	.	.	.	.	.	11,0	10,0	7,0-11,0	6,0-9,0	6,0-9,0
	Ergebnis	.	.	.	.	.	.	.	.	.	12,1	11,1	9,4	9,6	.
<u>Kanada</u>															
M1	Ziel	.	10,0-15,0	8,0-12,0	7,0-11,0	6,0-10,0	5,0-9,0	4,0-8,0	4,0-8,0	.	.	.	.	.	.
	Ergebnis	.	10,9	8,3	9,2	8,0	6,2	3,9	3,5	.	.	.	.	.	.

(a) Veränderungsrate gegenüber Vorjahr bzw. vom vierten Quartal des Vorjahres bis zum vierten Quartal des laufenden Jahres.- (b) Zielwert bis 1986 in Bill. Lire, ab 1987 Veränderung gegenüber Vorjahr.

Quelle: Chouraqui et al. [1988]; OECD [a].

digten Geldmengenausweitung überhaupt verloren zu haben. Es wird vermehrt darüber diskutiert, Geldmengenziele wieder abzuschaffen oder durch andere Indikatoren zu ersetzen.

20. Eine wichtige Ursache für die Nichteinhaltung der Geldmengenziele liegt darin, daß auch nach dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen zwischen den großen Industrieländern häufig Absprachen zum Zwecke der internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik vorgenommen wurden. Mit der "Lokomotiven-Strategie" wurde zu Ende der siebziger Jahre vereinbart, daß Länder mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen und einem niedrigen Preisanstieg durch expansive Geld- und Fiskalpolitik als Lokomotiven für die Weltwirtschaft wirken sollten. In dem Plaza-Abkommen vom September 1985 und mit dem Louvre-Akkord vom Februar 1987 haben sich die großen Industrieländer erneut auf Zielzonen für die Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar verständigt oder beschlossen, die Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar innerhalb bestimmter Grenzen zu halten. Zu diesem Zweck passen die Notenbanken der beteiligten Länder ihre Geldpolitik entsprechend an und intervenieren direkt an den Devisenmärkten. Dahinter steht der Versuch, durch eine international koordinierte Wirtschaftspolitik vermeintlichen Fehlentwicklungen von Leistungsbilanzen und Wechselkursen entgegenzuwirken.

21. Ferner gibt es eine Reihe von Ländern, die bereits in den siebziger Jahren untereinander ihre Wechselkurse fixiert (EWS-Länder) oder die Wechselkurse an einem Währungskorb orientiert haben (z.B. Norwegen). Angestrebt wurde damit, die Wechselkursunsicherheit für die Wirtschaft zu verringern. Dabei wurde auch versucht, durch die Wechselkursfixierung gegenüber einem Hartwährungsland Zwänge zur internen Preis- und Kostenstabilisierung auszuüben.

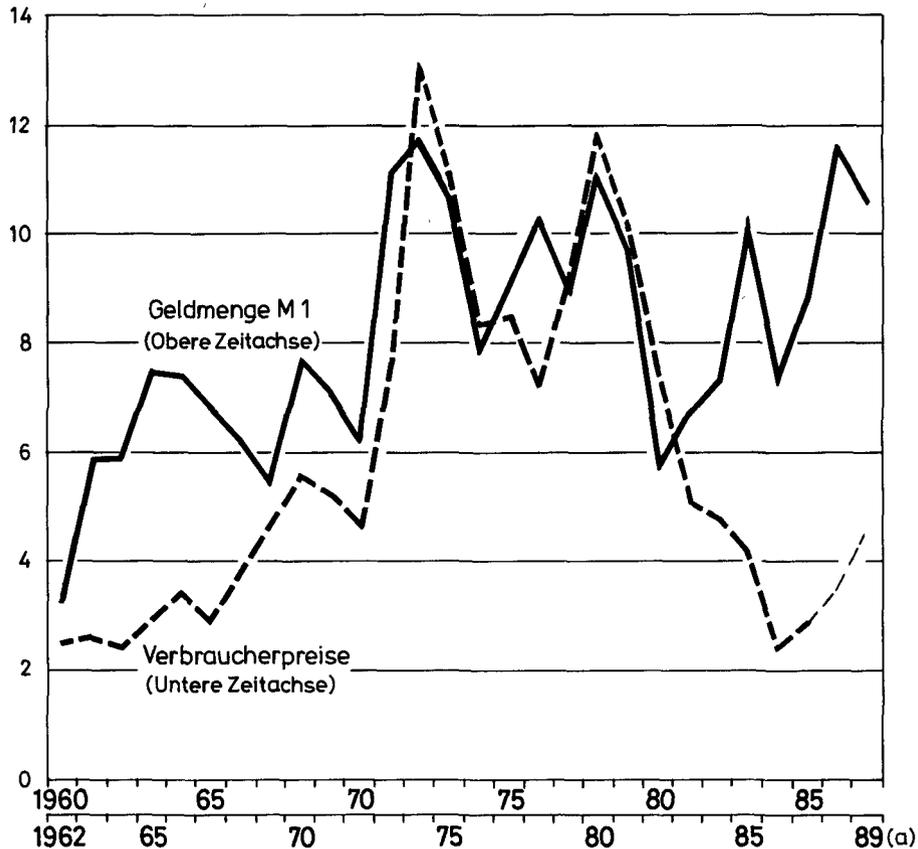
22. Die Zentralbanken sind von ihren angekündigten Zielen auch deshalb immer wieder abgewichen, weil sie die Konjunktur anregen oder durch eine Aufwertung (eine Vermeidung einer Abwertung) Stabilität importieren (einen Inflationsimport verhindern) wollten. So wurden Überschreitungen der Geldmengenziele nicht selten damit begründet, daß das Wirtschaftswachstum unbefriedigend und die Arbeitslosigkeit zu hoch sei (z.B. 1978 in der Bundesrepublik). Zusätzlich waren in einigen Ländern Verschuldungsprobleme bedeutsam. So wurden Zielüberschreitungen in den Vereinigten Staaten zeitweise mit den erhöhten Risiken des privaten Bankensektors aus der Vergabe von Krediten an Entwicklungsländer begründet. In Italien wurde eine anhaltend expansive Geldpolitik mit dem zunehmenden Kreditbedarf des Staates

und der hohen Zinsbelastung der öffentlichen Haushalte gerechtfertigt. Zielunterschreitungen gab es häufig dann, wenn die Sorge über die hohe Inflation oder über Leistungsbilanzdefizite überwog, wie z.B. in der Bundesrepublik Anfang der achtziger Jahre.

23. Als Fazit ergibt sich, daß es trotz der Anwendung von Geldmengenzielen eine stetige und vor allem mittelfristig orientierte Geldmengenpolitik in keinem Land gegeben hat. Wenn dennoch in jüngster Zeit eine Abkehr der Notenbanken von der Geldmengenorientierung gefordert wird, so wird dies vielfach damit gerechtfertigt, daß zuvor beobachtbare Zusammenhänge zwischen Geldmenge, Preisen und wirtschaftlicher Aktivität nicht mehr bestünden. Insbesondere existiere die enge Korrelation zwischen Geldversorgung und Preisniveau nicht mehr, die es in den siebziger Jahren gab. In der Tat hat die Geldmengenexpansion in vielen Ländern in den letzten Jahren bisher keine entsprechenden inflationären Folgen gehabt (Schaubild 2). Als Grund hierfür werden verschiedene Faktoren genannt. Vermutet wird, daß der unerwartet starke Rückgang von Zinsen und Preissteigerungsraten seit Beginn der achtziger Jahre zu einer größeren Liquiditätspräferenz geführt habe. Die Opportunitätskosten der Kassenhaltung hätten ein sehr niedriges Niveau erreicht; bei den in einigen Ländern zeitweise sogar sinkenden Preisen wäre bei Kaufentscheidungen keine Eile geboten. Sollte sich diese Erklärung als richtig erweisen, so wäre allerdings zu erwarten, daß sich die früher beobachteten Zusammenhänge wieder einstellen, wenn - wie in den letzten Monaten - Preise und Zinsen wieder deutlich steigen.

24. Auch kann sich der Charakter bestimmter Geldmengenaggregate aufgrund von Deregulierungen und Innovationen auf den Finanzmärkten verändert haben. Das könnte beispielsweise für die Geldmenge M1 (Bargeld zuzüglich Sichteinlagen) zutreffen, die früher recht gut die Transaktionskasse maß. Ein beschleunigter Anstieg der Geldmenge M1 war ein zuverlässiger Indikator für eine entsprechende Entwicklung der Ausgabeneigung und deshalb mit Preisniveauänderungen positiv korreliert. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich hat in den achtziger Jahren der Anteil verzinslicher Sichteinlagen an der Geldmenge M1 beträchtlich zugenommen. Das bedeutet, daß die Höhe der Kassenhaltung weniger durch das Transaktionsmotiv, sondern vermehrt durch das Wertaufbewahrungsmotiv bestimmt wird. Dies könnte erklären, warum sich der Zusammenhang zwischen der

Schaubild 2 - Geldmenge und Preise in den Industrieländern (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH)



(a) 1988 und 1989 geschätzt.

Quelle: IMF [a; b].

Geldmenge M1 und der Preisentwicklung in beiden Ländern bislang nicht so wie früher eingestellt hat. Innovationen auf den Finanzmärkten hat es in fast allen Ländern gegeben, sie waren von Land zu Land jedoch unterschiedlich ausgeprägt. In der Bundesrepublik Deutschland beispielsweise haben Finanzinnovationen in den achtziger Jahren kaum eine Bedeutung für die Entwicklung der Geldmenge M1 gehabt [vgl. Dudler, 1986].

## IV. SOLLEN SICH DIE NOTENBANKEN AN ANDEREN INDIKATOREN ORIENTIEREN?

25. Vielfach wird gefordert, die Notenbanken sollten andere Orientierungsgrößen als die Geldmenge zur Hilfe nehmen, um die Wirkungen ihrer Maßnahmen abzuschätzen und gegebenenfalls ihren Kurs ändern zu können. An einen Indikator für die Geldpolitik werden vor allem drei Anforderungen gestellt: Er soll genau meßbar und rasch verfügbar sein, auf geldpolitische Maßnahmen der Zentralbank voraussehbar reagieren und einen engen Zusammenhang mit dem eigentlichen Ziel der Geldpolitik, der Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus, aufweisen. Im folgenden sollen die am häufigsten genannten Vorschläge diskutiert werden.

1. Was sagen Zinsen über den Kurs der Geldpolitik aus?

26. Häufig wird angeführt, daß die Realzinsen in den Industrieländern in den achtziger Jahren deutlich höher gewesen seien als im vorangegangenen Jahrzehnt. Darin sehen viele ein Indiz dafür, daß die Geldpolitik restriktiv war und somit ein höheres Wachstum verhindert hat. Gemessen werden die Realzinsen in der Regel an dem um den tatsächlichen Preisanstieg verminderten Niveau der Nominalzinsen. Tatsächlich zeigt sich im historischen Vergleich, daß die Realzinsen in verschiedenen Konjunkturzyklen unterschiedlich hoch waren (Tabelle 5). In den siebziger Jahren waren sie in den Industrieländern zumeist sehr niedrig, in einzelnen Ländern sogar negativ, in den achtziger Jahren waren sie durchweg relativ hoch. Hat dies die wirtschaftliche Aktivität deshalb auch überall beeinträchtigt? Der Anstieg der Realzinsen in den USA war kaum weniger ausgeprägt als in den übrigen Industrieländern. Dennoch waren sowohl das Wachstum des Bruttosozialprodukts als auch der Anstieg der Beschäftigung im Verlauf des jetzigen Konjunkturaufschwungs ähnlich stark wie im vorangegangenen, als die Realzinsen sehr niedrig waren (1). Im Vereinigten Königreich waren in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre deutlich negative und in den achtziger Jahren positive Realzinsen zu ver-

---

(1) Zu Beginn der achtziger Jahre meinten viele, daß das extrem hohe Niveau der Realzinsen in den USA einen Konjunkturaufschwung überhaupt verhindern würde.

Tabelle 5 - Realzinsen in Industrieländern 1968-1987 (a)

Periode	USA	Japan	Vereinigtes Königreich	Bundesrepublik Deutschland	Frankreich	Italien
1968-73	1,0	0,1	2,1	2,2	1,5	1,3
1975-80	0,7	2,7	-3,4	3,0	-0,8	-3,7
1982-87	6,7	5,1	5,6	4,4	2,6	3,9
1968-87	2,7	2,1	1,4	3,6	1,6	0,2

(a) Langfristige Zinsen abzüglich Anstieg des BSP-Deflators; jeweils Durchschnitt der Periode.

Quelle: IMF [a]; eigene Berechnungen.

zeichnen; das Wachstumstempo war hier sowohl im zeitlichen Vergleich als auch im Vergleich zu anderen Ländern in den achtziger Jahren deutlich höher als in den siebziger Jahren. Den geringsten Anstieg bei den Realzinsen gab es in der Bundesrepublik Deutschland. Gleichwohl ist hier das Wirtschaftswachstum von Aufschwung zu Aufschwung geringer ausgefallen. Die Entwicklung der Realzinsen kann also die Veränderungen im Wachstumstempo nicht erklären; vielmehr scheinen andere Ursachen verantwortlich zu sein (1).

27. Langfristige Veränderungen des Realzinses sind, wie Änderungen anderer relativer Preise auch, Ausdruck von realwirtschaftlichen Anpassungsprozessen. Ein weltweit hoher Realzins zeigt an, daß die Ersparnisse relativ knapp sind. Dann können nur diejenigen Investitionsprojekte finanziert werden, die eine relativ hohe Rentabilität aufweisen. An diesen Knappheitsverhältnissen kann die Geldpolitik nichts ändern. Gefordert wäre vielmehr eine Politik, die auch beim hohen Zins mehr Investitionsprojekte rentabel macht.

28. Gleichwohl ist zu prüfen, ob die Geldpolitik den Realzins für kurze Zeit senken kann. Wenn dies möglich ist, könnte es unter Umständen gelingen, die Investitionen so anzuregen, daß die Wirtschaft auch mittelfristig einen steileren Wachstumspfad erreicht. Nun ist in den Nominalzinsen stets auch eine Komponente enthalten, die die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer reflektiert. Der Realzins kann nur dann verringert werden, wenn die Geldmengenausweitung für die

(1) Vgl. dazu auch die ausführliche Analyse bei Schatz et al. [1988].

Wirtschaftssubjekte überraschend hoch ausfällt. Nach der starken Inflationsbeschleunigung in den siebziger Jahren ist die Sensibilität auf den Finanzmärkten jedoch sehr ausgeprägt. Die Marktteilnehmer versuchen, den zukünftigen Kurs der Geldpolitik möglichst gut abzuschätzen. Haben sie Anlaß, einen expansiveren Kurs der Notenbank zu erwarten, steigt der Nominalzins. Interpretierte die Notenbank einen solchen Zinsanstieg als Indiz für eine (unbeabsichtigte) Liquiditätsverknappung, würde sie mehr Zentralbankgeld zur Verfügung stellen. Damit bewirkt sie aber nur, daß die Erwartungen eines höheren Preisanstiegs verstärkt würden. Die expansive Geldpolitik hätte somit keinen investitionsanregenden Effekt, sie würde lediglich unmittelbar inflationserhöhend wirken. Gegen eine Zinsorientierung spricht also, daß es für die Höhe des Realzinses nicht auf den tatsächlichen Preisanstieg, sondern auf die Inflationserwartungen ankommt. Letztere sind aber keine beobachtbare Größe. Die Notenbank kann den Realzins daher nicht kennen; der Nominalzins, der sich am Markt einstellt, kann also nicht ohne weiteres als "zu hoch" oder "zu niedrig" identifiziert werden.

29. Ein weiteres Problem der Interpretation von kurzfristigen Zinsänderungen ergibt sich für die Notenbanken, wenn reale Schocks Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Angebots bewirken. So ergibt sich ein Anstieg des Realzinses, wenn das Angebot relativ zur Nachfrage sinkt. Dieser resultiert daraus, daß die Wirtschaftssubjekte weniger Einkommen erzielen, gleichwohl aber ihr Konsumverhalten nicht ändern, wenn sie den Schock für vorübergehend halten. Eine Liquiditätsspritze, die gegeben wird, um den Zinsanstieg aufzuhalten, würde nur dazu führen, daß sich das Preisniveau noch stärker erhöht, als es allein aufgrund des negativen Angebotsschocks der Fall gewesen wäre. Es besteht also die Gefahr, daß ein wirtschaftspolitisches Ziel (Preisniveaustabilität) verfehlt wird, ohne daß bei einem anderen (Beschäftigung) etwas gewonnen würde. Insgesamt spricht viel dafür, die Bewegungen des Realzinses dem Markt zu überlassen, damit dieser die Knappheitsverhältnisse richtig widerspiegeln und entsprechende Reaktionen der Investoren und Konsumenten hervorrufen kann.

## 2. Sind Rohstoffpreise ein geeigneter monetärer Indikator?

30. Die wirtschaftspolitisch Verantwortlichen haben insbesondere im Rahmen der internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik in jüngster Zeit verstärkt dafür

plädiert, Rohstoffpreise als Frühindikator für die allgemeine Preisentwicklung in den Industrieländern zu verwenden. So haben der ehemalige amerikanische Finanzminister Baker [1987] und sein britischer Kollege Lawson [1987] bereits im vergangenen Herbst die Bedeutung der Rohstoffpreisentwicklung betont. Beim Treffen der Finanzminister und Notenbankgouverneure der wichtigsten sieben Industrieländer im April 1988 wurde vereinbart, einen neuen Rohstoffpreisindex zu entwickeln, der neben den anderen betrachteten Indikatoren bei Entscheidungen über den zukünftigen wirtschafts-, insbesondere geldpolitischen Kurs eingesetzt werden soll.

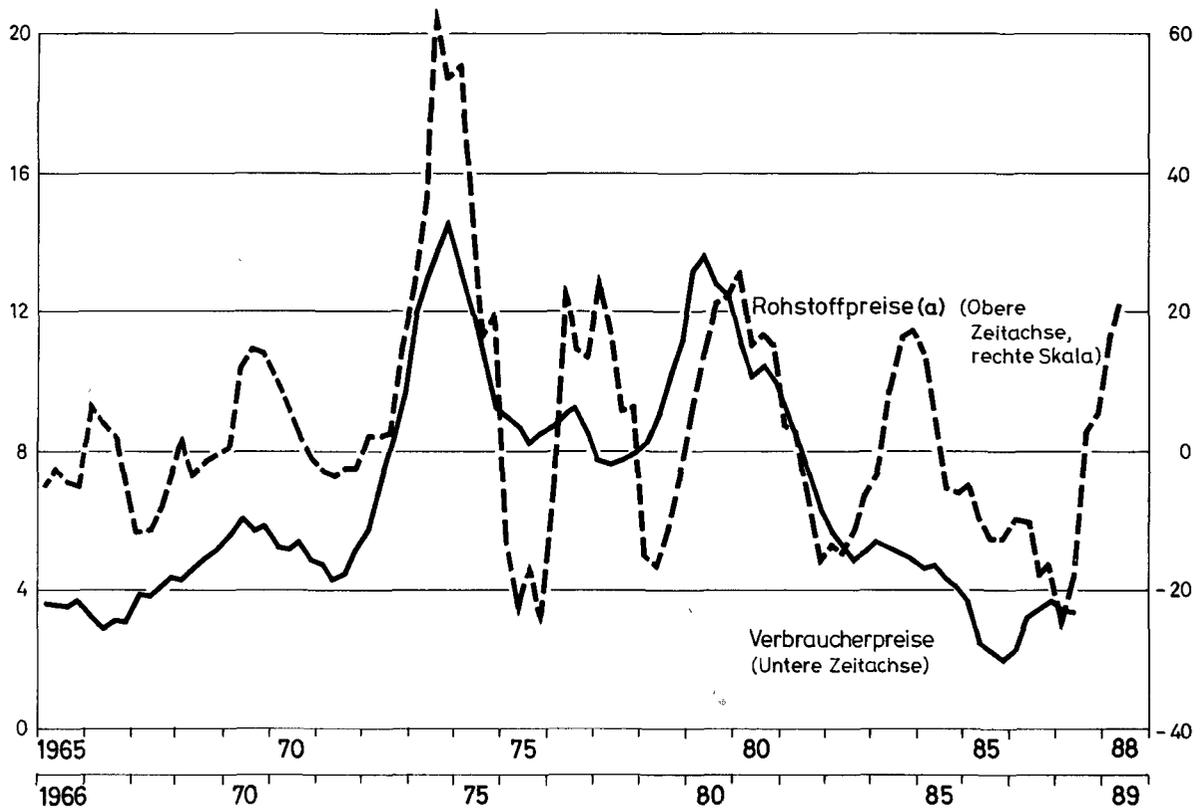
31. Rohstoffpreise werden fortlaufend an den Börsen notiert, sie erfüllen damit die Anforderung, genau meßbar und rasch verfügbar zu sein. Es bleibt daher noch zu prüfen, ob sie ein verlässlicher Frühindikator für Veränderungen des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus sind. Vergleicht man die Veränderungen der Konsumentenpreise in den OECD-Ländern mit den Veränderungen der Rohstoffpreise (1), zeigt sich, daß die Rohstoffpreise wesentlich stärker schwanken als die Konsumentenpreise (Schaubild 3). Ein Zusammenhang zwischen den beiden Variablen ist oft erkennbar. Dies war z.B. in den Jahren 1972-1973 und 1978-1980 der Fall, als dem Rohstoffpreisanstieg eine Beschleunigung des Preisauftriebs folgte. In den Jahren 1976-1977 und 1983-1984 blieb eine deutliche Akzeleration der Inflationsraten jedoch aus. Insgesamt scheint der Zusammenhang zwischen Rohstoff- und Konsumentenpreisen nicht eng genug zu sein, um daraus zwingend geldpolitische Entscheidungen abzuleiten. Dies wird auch durch ökonometrische Untersuchungen bestätigt (2). Dieses Ergebnis ist nicht verwunderlich, hat es doch in der Vergangenheit immer wieder spürbare Veränderungen im Rohstoffangebot gegeben. So kam es in den siebziger und achtziger Jahren mehrfach infolge witterungsbedingter Angebotsengpässe oder kartellbedingter Angebotsverknappungen zu abrupten Preissteigerungen bei einzelnen Rohstoffen. Diese bewirkten vor allem eine Veränderung relativer Preise und nur in geringem Maße eine Veränderung des gesamtwirtschaft-

---

(1) Für die Preisentwicklung wurde der Rohstoffpreisindex des Instituts für Weltwirtschaft zugrunde gelegt. Er umfaßt die Weltmarktnotierungen für 24 wichtige Rohstoffe (ohne Energieträger) und wurde auf der Basis von Sonderziehungsrechten berechnet, um die ausgeprägten Schwankungen im Kurs des US-Dollar herauszurechnen.

(2) So haben Durand und Blöndal [1988] den Zusammenhang zwischen der Entwicklung von Rohstoff- und Konsumentenpreisen mit zeitreihenanalytischen Verfahren untersucht und Kausalitätstests vorgenommen. Sie kommen zu dem Ergebnis, daß Rohstoffpreise im allgemeinen zwar einen Vorlauf aufweisen, der Zusammenhang zwischen den beiden Reihen aber im Zeitablauf instabil ist, so daß eine eindeutige Aussage über die Kausalitätsbeziehungen nicht gemacht werden kann.

Schaubild 3 - Rohstoffpreise und Inflation in den Industrieländern 1965-1988  
(Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH)



(a) Rohstoffpreisindex des Instituts für Weltwirtschaft, Kiel, auf der Basis von Sonderziehungsrechten.

Quelle: OECD [b]; eigene Berechnungen.

lichen Preisniveaus.

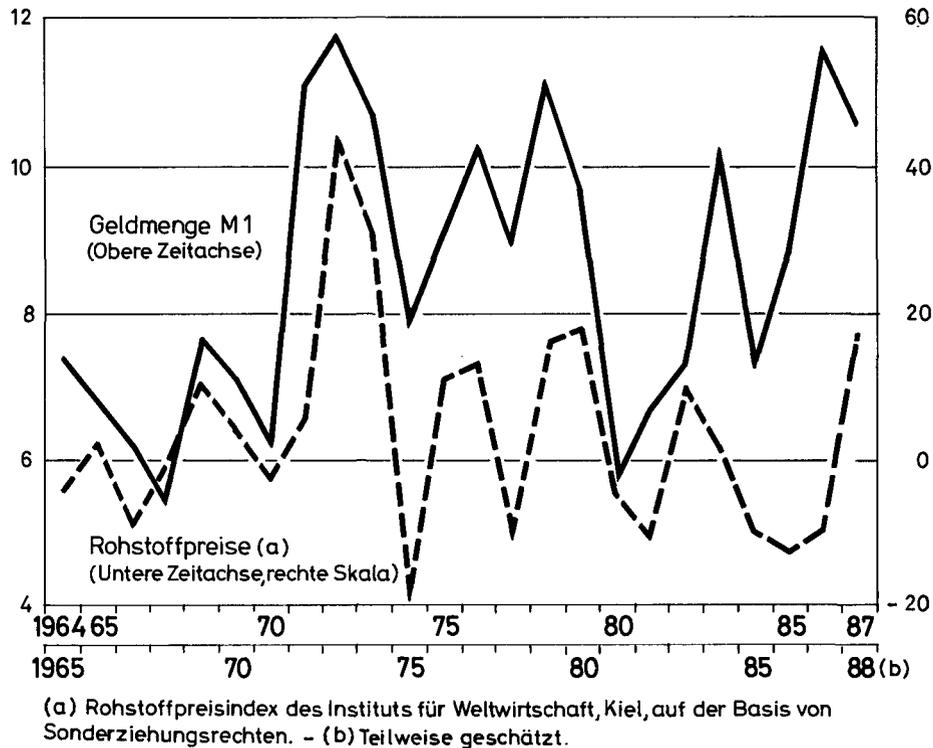
32. Zudem ist gegen die Verwendung der Rohstoffpreise als Indikator für die Geldpolitik grundsätzlich einzuwenden, daß die Geldpolitik dann wie bei einer direkten Orientierung an den Konsumentenpreisen erst dann aktiv würde, wenn die inflationären Wirkungen bereits sichtbar geworden sind. Auch bei einem Vorlauf der Rohstoffpreise vor den Konsumentenpreisen kann nicht verhindert werden, daß es zu einer Inflation kommt. Allenfalls das Ausmaß der Inflation könnte niedriger ausfallen als in dem Fall, in dem die Geldpolitik erst bei der spürbaren Beschleunigung der Konsumentenpreise dämpfende Maßnahmen ergreift. Will man vermeiden, daß es überhaupt zu Inflation kommt, dann muß an der gemeinsamen Ursache für

einen Anstieg von Rohstoff- und Konsumentenpreisen angesetzt werden, nämlich an dem anhaltenden, weltweiten, deutlich über das Wachstum des Produktionspotentials hinausgehenden Anstiegs der Nachfrage, der vor allem aus einer beschleunigten Geldmengenausweitung resultiert.

33. Betrachtet man Veränderungen der Geldmenge  $M_1$  und Veränderungen der Rohstoffpreise, so zeigt sich, daß die Rohstoffpreise in der Regel mit einer Verzögerung von etwa einem Jahr - und damit rascher als die Konsumentenpreise - auf entsprechende Änderungen der Geldmenge reagiert haben (Schaubild 4). Veränderungen im aktuellen oder erwarteten Kurs der Geldpolitik finden somit relativ früh ihren Niederschlag in den Rohstoffpreisen; dies ist nicht überraschend, da es dort gut funktionierende Terminmärkte gibt. Indes führen die gleichen Informationen auf den inländischen Arbeits- und Gütermärkten - insbesondere wegen der dort längeren Laufzeiten der Verträge - erst mit einer Verzögerung zu Preisänderungen. Die im Vergleich zu den Konsumentenpreisen stärkere Volatilität der Rohstoffpreise kann mit einem anderen Preissetzungsverhalten und der wegen der hohen Lagerfähigkeit von Rohstoffen starken Zinsreagibilität der Rohstoffpreise erklärt werden. Was die gegenwärtige Beschleunigung des Rohstoffpreisanstiegs anbelangt - zur Jahresmitte 1988 überschritt der Rohstoffpreisindex des Instituts für Weltwirtschaft sein Vorjahresniveau um rund 25 vH -, so kann diese nur zum Teil auf Angebotsverknappungen (etwa bei agrarischen Rohstoffen) zurückgeführt werden. Die Tatsache, daß fast alle Rohstoffe - insbesondere auch die Industrierohstoffe - vom Preisauftrieb erfaßt wurden, spricht dafür, daß generelle Faktoren wie insbesondere die weltweit starke Geldmengenexpansion als Ursache anzusehen sind.

34. Wenn es so ist, daß eine Veränderung der Geldmengenausweitung zu gleichgerichteten Veränderungen bei den Rohstoffpreisen führt, dann können durch eine stetige Geldmengenexpansion nachfragebedingte Schwankungen der Rohstoffpreise verringert werden. Würde die Geldpolitik die noch verbleibenden Veränderungen in den Austauschrelationen zwischen Rohstoffen auf der einen und Gütern und Diensten auf der anderen Seite zum Anlaß für geldpolitische Maßnahmen nehmen, dann bestünde freilich die Gefahr, daß die wirtschaftliche Aktivität und die Preisniveauentwicklung destabilisiert würden. Insgesamt besteht somit für die Rohstoffpreise ein ähnliches Interpretationsproblem wie für die Zinsen. Wegen der Unsicherheit, ob die Rohstoffpreissteigerungen Resultat einer realen Angebotsverknappung oder Vorboten einer Inflation sind, scheiden Rohstoffpreise als verlässliche Indikatoren für die Geldpolitik aus.

Schaubild 4 - Rohstoffpreise und Geldmenge in den Industrieländern 1964-1987  
(Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH)



Quelle: IMF [a; b]; eigene Berechnungen.

### 3. Setzt die Stabilität des Preisniveaus stabile Wechselkurse voraus?

35. In einigen Vorschlägen wird hervorgehoben, Wechselkursänderungen würden signalisieren, ob der Kurs der Geldpolitik zu expansiv (reale Abwertung) oder zu restriktiv (reale Aufwertung) sei. Daher könnten sich die Notenbanken an diesem Indikator orientieren und ihre Geldmengenpolitik entsprechend anpassen. Eine konkrete Strategie ist der "McKinnon-Plan" (1), der im wesentlichen aus zwei Elementen besteht: Erstens soll die Geldmenge der großen Industrienationen insgesamt (2)

(1) Dieser Vorschlag wurde erstmals 1974, also kurz nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems, gemacht. Eine etwas geänderte Version mit aktuellem Bezug liefert McKinnon [1988].

(2) McKinnon nennt die USA, Japan und die Bundesrepublik.

so gesteuert werden, daß Preisniveaustabilität erreicht wird; zweitens sollen die Wechselkurse zwischen den Ländern auf dem Niveau der jeweiligen Kaufkraftparität gehalten werden, und zwar durch Variation der relativen Geldmengen der betreffenden Länder. Der erste Teil des Plans kann verstanden werden als eine Geldmengenregel für die Industrieländer mit dem Ziel, das Preisniveau zu stabilisieren. Darüber hinaus wird im zweiten Teil behauptet, die Wechselkursstabilität sei eine entscheidende Voraussetzung dafür, daß ein Land das Preisniveau insgesamt stabilisieren könne. Begründet wird diese Forderung damit, daß die ausgeprägten Schwankungen der realen Wechselkurse, die man in den letzten 15 Jahren beobachten konnte, keine ökonomische Funktion hätten, sondern lediglich aus der unnötig hohen Volatilität der Präferenzen der Kapitalanleger resultierten [McKinnon, 1988, S. 86]. Insgesamt sei der Schaden, den diese Wechselkursschwankungen verursacht hätten, erheblich, weil die betreffenden Länder großen Anpassungsschwierigkeiten ausgesetzt wurden und ungewollt inflationäre oder deflationäre Einflüsse erfahren haben.

36. Der Vorschlag, die Wechselkurse auf einem Niveau zu stabilisieren, das der Kaufkraftparität entspricht, ist allerdings problematisch. Denn es wird dabei unterstellt, daß diese Parität jenem Wechselkurs entspricht, bei dem kein Anpassungsbedarf mehr besteht. Tatsächlich muß der (wie auch immer zu definierende) Gleichgewichtskurs aber nicht mit der Parität übereinstimmen, die sich ergibt, wenn man die Kosten für ein bestimmtes Bündel von Gütern in zwei Ländern berechnet; vor allem gilt hier der Einwand, daß die Güter, deren Preise in die Berechnung des Kurses eingehen, keine perfekten Substitute sind, also nicht jederzeit beliebig von einem Land in ein anderes transportiert werden können [Dornbusch, 1988, S. 109]. Damit erweist sich also schon die Berechnung des Referenzkurses mit der Hilfe der Kaufkraftparität als unüberwindbares Hindernis. Außerdem haben sich die Wechselkurse in der Vergangenheit auch nicht annähernd so entwickelt, wie es den Unterschieden in der Inflationsentwicklung entsprochen hätte. Vielmehr gab es erhebliche Abweichungen von diesem Pfad der relativen Kaufkraftparität, die oft Jahre anhielten. Würden diese durch die McKinnon-Regel vermieden werden?

37. Ein erheblicher Teil der Wechselkursschwankungen geht vermutlich darauf zurück, daß der Kurs der Geldpolitik häufig geändert wurde (1). Der McKinnon-Plan

---

(1) Zum Einfluß eines geldpolitischen Regimewechsels auf den Wechselkurs vgl. Scheide [1987].

sieht vor, daß dieses Element der Unsicherheit weitgehend ausgeschaltet wird, da die Gesamtgeldmenge vorgegeben ist. Dies ist aber keine Eigenart dieses speziellen Vorschlags, denn eine Strategie der stetigen, vorhersehbaren, auf Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik wird auch von Anhängern einer Geldmengenregel in nationalem Kontext gefordert. Der Unterschied besteht in dem Urteil darüber, ob durch Interventionen gesicherte Wechselkursstabilität für die Erreichung des Ziels notwendig ist. Dies muß bezweifelt werden, da sich reale Wechselkurse - wie auch alle anderen relativen Preise - aufgrund realer Faktoren ändern, z.B. aufgrund von Unterschieden im Wachstumstempo oder in der Rate des technischen Fortschritts. Darüber hinaus können sich die gewünschten Portefeuilles der international orientierten Investoren auch dann ändern, wenn es einen bedeutenden Wechsel in der Wirtschaftspolitik eines Landes gibt. Beispiele sind neue Anreize in der Steuerpolitik oder eine Politik der Deregulierung, die das Investieren in einem Land attraktiver machen und zu einer realen Aufwertung der Währung dieses Landes führen. Wird eine solche Wechselkursänderung aufgrund des Interventionsmechanismus verhindert, muß die Anpassung in allen Ländern über andere relative Preise (z.B. über Änderungen der Löhne) erfolgen, oder es kommt, sollen diese unterbleiben, zu einem Anstieg der Arbeitslosigkeit (1). Des weiteren ergibt sich die Notwendigkeit einer Änderung der realen Wechselkurse für den Fall von realen Schocks. Beispielsweise waren die Industrieländer von der Erhöhung der Ölpreise in den siebziger Jahren unterschiedlich betroffen; je stärker sie von Öleinfuhren abhängig waren, desto größer mußte die reale Abwertung ihrer Währungen ausfallen, damit der notwendige Realtransfer an das Ausland geleistet werden konnte (2).

38. Die Bedeutung stabiler Wechselkurse für die Erreichung wirtschaftspolitischer Ziele wird vielfach überschätzt. Wichtig ist, daß bei flexiblen Wechselkursen die Verantwortung für die Preisniveaustabilität wieder bei der Notenbank des eigenen Landes liegt und es nicht, wie im Bretton-Woods-System, zu einem Gleichschritt mit dem Leitwährungsland kommen muß. So können Länder Preisniveaustabilität bei flexiblen Wechselkursen erreichen oder ihr näher kommen, wie sich in den letzten Jahren gezeigt hat. In den EWS-Ländern, die miteinander mit weitgehend festen Paritäten verbunden sind, war der Rückgang der Inflationsraten in den achtziger

---

(1) Auch das Bretton-Woods-System wurde von Krisen heimgesucht, die ihre Ursache zum Teil im nicht-monetären Bereich hatten und deren Konsequenzen umfangreiche dirigistische Eingriffe waren [vgl. z.B. Scheide, 1988a].

(2) Umgekehrt bedeutete die Entdeckung von erheblichen Ölreserven in Großbritannien gegen Ende der siebziger Jahre, daß sich das britische Pfund real aufwerten mußte.

Jahren sogar weniger ausgeprägt als in den anderen OECD-Ländern, die keinem Wechselkursverbund angehören (1).

39. Alles in allem ergibt sich für den Versuch, die Wechselkurse zu beeinflussen, derselbe Einwand wie bei der Steuerung der Zinsen: Relative Preise müssen sich ändern können, damit Knappheiten angezeigt werden können. Ähnlich wie bei den Zinsen läßt sich für Wechselkurse nicht präzise feststellen, welche Änderung liquiditätspolitisch, welche realwirtschaftlich bedingt ist. Eingriffe der Notenbanken würden hier die realen Veränderungen nur überdecken. Notenbanken und Regierungen haben kein überlegenes Wissen darüber, auf welchem Niveau sich Marktpreise einstellen werden.

#### 4. Statt eines Indikators viele verschiedene Indikatoren?

40. Seit einiger Zeit wird diskutiert, ob die Wirtschaftspolitik verbessert werden kann, wenn eine Vielzahl von Indikatoren laufend beobachtet wird (2). Diese Kennziffern sind für die nationale Wirtschaftspolitik und die Beurteilung der Wirtschaftsentwicklung ohnehin von Bedeutung; insofern wird nichts Neues getan. Mit dem Indikatorenkonzept soll geprüft werden, ob die Wirtschaftspolitik verschiedener Staaten kompatibel ist und ob der wirtschaftspolitische Kurs eines Landes - etwa die Beibehaltung hoher Haushaltsdefizite - unter weltwirtschaftlichen Gesichtspunkten sinnvoll ist. Denn letztlich geht es darum, eine Basis für die internationale Koordination der Wirtschaftspolitik zu finden. Die Arbeit an diesem Konzept ist noch nicht abgeschlossen; es liegen also noch keine konkreten Vorschläge vor, wann und wie z.B. die Geldpolitik auf Änderungen bestimmter Variablen reagieren soll.

41. Offensichtlich soll ein ökonometrisches Modell erstellt werden, das die Beziehungen zwischen wirtschaftspolitischen Parametern und ökonomischen Variablen

---

(1) Vgl. dazu die Untersuchung von Scheide und Sinn [1987].

(2) Dieser Vorschlag wurde z.B. im Kommuniqué des Weltwirtschaftsgipfels 1987 (Tokio) erwähnt. Das Konzept wird vom Internationalen Währungsfonds bearbeitet. Die Indikatoren sind [vgl. Crockett, 1987, S. 10]: Anstieg des Bruttosozialprodukts und der Inlandsnachfrage, Inflationsraten, Arbeitslosigkeit, Handels- und Leistungsbilanzsalden, Geldmengenexpansion, Haushaltsdefizite, Wechselkurse, Zinsen und Währungsreserven.

erkennen soll. Das wird auch in jedem anderen der vielen bereits existierenden Modelle versucht. Neu ist (vermutlich), daß aus dem Modell konkrete, quantifizierte Handlungsanweisungen für Notenbanken und Regierungen verschiedener Länder abgeleitet werden sollen. Dies geht aus der Zielrichtung der Arbeit an den Indikatoren hervor. Offenbar soll das "richtige" Niveau bestimmter Variablen festgestellt werden. Hier stellt sich das Problem ähnlich wie bei den zuvor genannten Vorschlägen: was ist der richtige Zins, was ist das richtige Niveau der Arbeitslosigkeit? Hinzu kommt die internationale Dimension, weil z.B. auch Wechselkurse und Leistungsbilanzsalden auf ihre Richtigkeit überprüft werden sollen.

42. Dabei ist nicht nur wichtig, ob alle beteiligten Länder die Beurteilungen, die das Modell liefert, teilen; wahrscheinlich ist, daß sie es nicht tun (1). Es könnte - sollte es zur Anwendung kommen - vielmehr die Folge sein, daß man sich in der Wirtschaftspolitik an vielen Faktoren orientiert und die Prioritäten abwechselnd setzt, und zwar je nachdem, welches Ziel gerade am meisten verfehlt ist. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, daß ökonomische Variablen, die Ergebnisse von Marktprozessen sind (Zinsen, Wechselkurse, Handelsbilanzsalden), nicht beliebig steuerbar sind. Dennoch läuft es in dem Modell wohl darauf hinaus, daß die Marktergebnisse einer bestimmten Wirtschaftspolitik zugeordnet werden und daß der Staat für diese Variablen die Verantwortung übernehmen soll. Insofern scheint bei dem Indikatorenkonzept das Problem, das schon bei den Einzelindikatoren beschrieben wurde, noch komplizierter zu werden, da viele Indikatoren gleichzeitig miteinander in Einklang zu bringen sind. Insbesondere kann es auch zu Widersprüchen kommen, wenn zwischen Zielen ein Konflikt besteht; zudem kann es sein, daß die Zuordnung von Zielen und Mitteln nicht eindeutig erfolgen kann, daß also z.B. eine bestimmte wirtschaftspolitische Maßnahme bei dem einen Ziel eine Verbesserung, bei dem anderen eine Verschlechterung bewirkt. Bei einer so vagen Orientierungshilfe für die Geldpolitik - oder für andere Bereiche der Wirtschaftspolitik - ist nicht damit zu rechnen, daß es zu einem effizienten ordnungspolitischen Prinzip kommt. Die Politik der Notenbanken würde genauso hektisch bleiben wie in der Vergangenheit, und die Marktteilnehmer würden wie bisher Ressourcen darauf verwenden, die Veröffentlichung von Daten zu verfolgen und über die daraus resul-

---

(1) Die Unterschiede hinsichtlich der Präferenzen und der theoretischen Standpunkte zwischen den Ländern stellen ohnehin ein wichtiges Hindernis für die internationale Koordination der Wirtschaftspolitik dar; vgl. die Diskussion bei Scheide und Sinn [1987].

tierenden Änderungen der Politik zu spekulieren, insbesondere dann, wenn, wie zu erwarten ist, die von den Politikern erhofften Wirkungen ihrer Maßnahmen auf die Indikatoren nicht eintreten.

## V. GELDMENGENORIENTIERUNG SOLLTE BEIBEHALTEN WERDEN

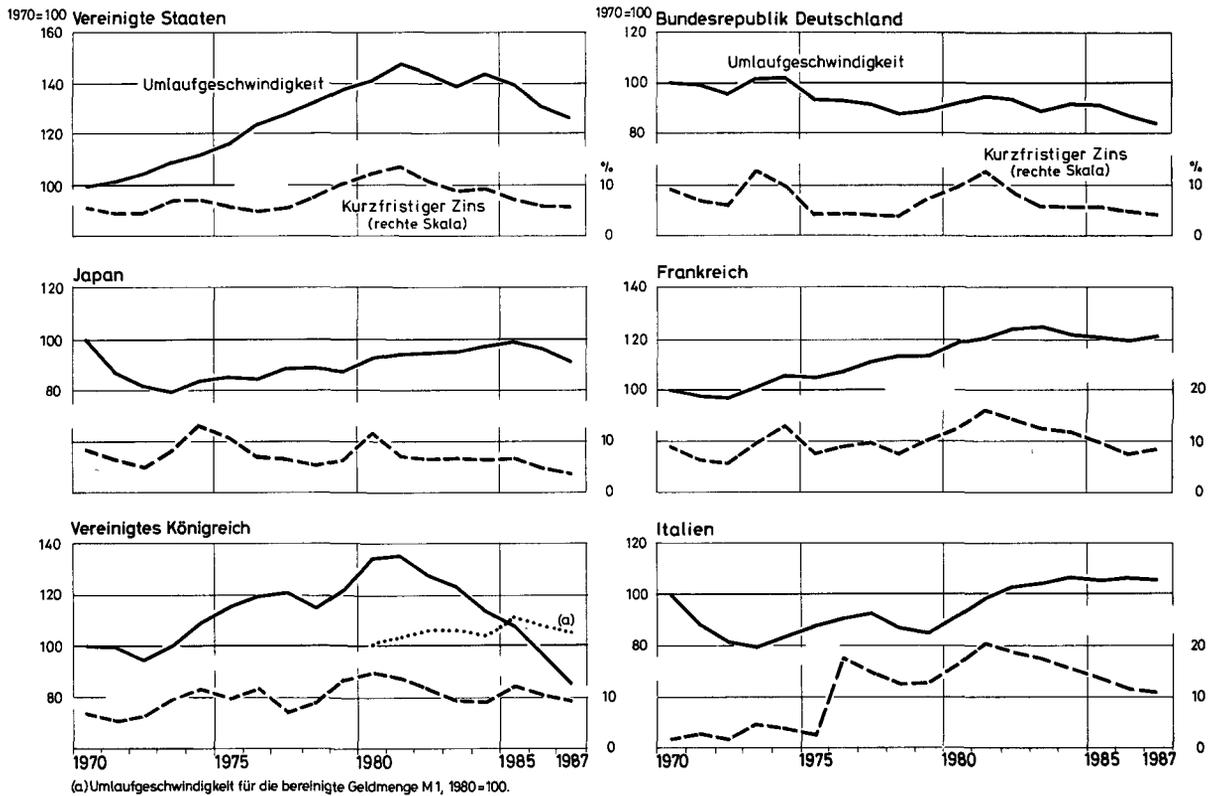
### 1. Zusammenhang zwischen Geldmenge und wirtschaftlicher Aktivität besteht nach wie vor

43. Zu untersuchen bleibt, ob die Zusammenhänge zwischen Geldmenge, Preisen und wirtschaftlicher Aktivität tatsächlich nicht mehr bestehen, wie jene meinen, die eine Abkehr von der potentialorientierten Politik vorgeschlagen haben. Aus diesem Grund wurde der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Nominaleinkommen für sechs große Industrieländer analysiert. Ein Maß für diesen Zusammenhang ist die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, berechnet als Quotient des nominalen Brutto-sozialprodukts und der Geldmenge M1. Die Umlaufgeschwindigkeit hat sich in den meisten Ländern trendmäßig verändert, darüber hinaus weist sie Schwankungen auf, die vielfach eine ausgeprägte Parallelität zur Entwicklung der kurzfristigen Zinsen zeigen (Schaubild 5). Von 1981 bis 1987 sind die Zinsen in der Tendenz zurückgegangen. Zugleich nahm die Umlaufgeschwindigkeit bzw. ihr Anstiegstempo ab, d.h., die Kassenhaltung erhöhte sich. Dies läßt sich mit einer Verringerung der Opportunitätskosten der Kassenhaltung erklären. Ausnahmen davon scheinen vor allem die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich zu sein; hier ging der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit weit über das hinaus, was aufgrund der Zinsentwicklung zu erwarten gewesen wäre. Grund hierfür ist, daß durch den steigenden Anteil verzinslicher Sichteinlagen die Geldmenge M1 nicht nur allein Transaktions-, sondern auch Wertaufbewahrungsmittel geworden ist. Rechnet man diese zinstragenden Einlagen heraus, kann man - wie es das Beispiel des Vereinigten Königreichs zeigt - einen deutlichen Zusammenhang zwischen der so bereinigten Geldmenge M1 und den Zinsen erkennen (1).

---

(1) Für die Vereinigten Staaten erlaubt es die Datenlage nicht, eine entsprechende Bereinigung vorzunehmen.

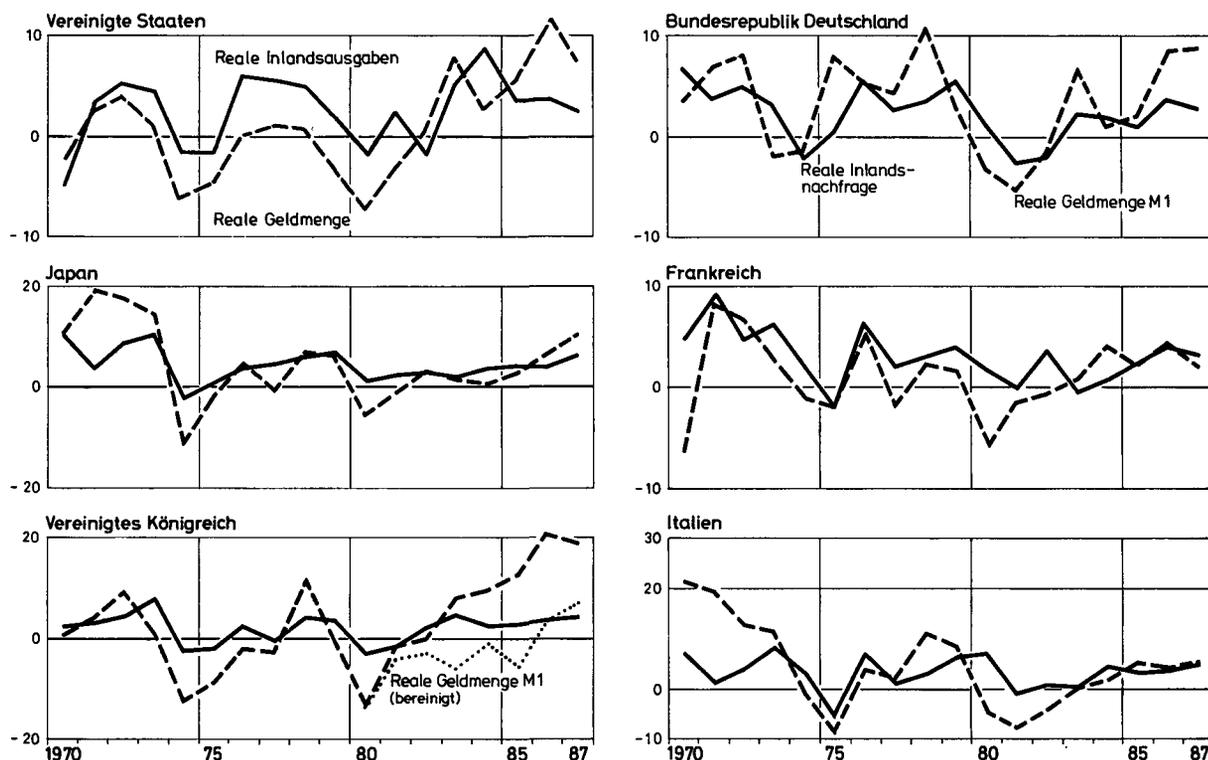
Schaubild 5 - Umlaufgeschwindigkeit und Zinsen in Industrieländern 1970-1987



Quelle: OECD [b]; CSO [lfd. Jgg.]; eigene Berechnungen.

44. Auch läßt sich zeigen, daß der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Binnennachfrage nach wie vor besteht. So ging in den hier untersuchten Industrieländern sowohl der konjunkturelle Abschwung 1980-1982 als auch der nachfolgende Aufschwung mit einer starken Verringerung bzw. einer kräftigen Beschleunigung der Zuwachsrates der Geldmenge M1 einher (Schaubild 6). Freilich ist eine beträchtliche Variabilität der zeitlichen Verzögerungen, mit denen Änderungen der Binnennachfrage auf Änderungen der Geldmengenausweitung folgen, zu beobachten. Sie scheint in den achtziger Jahren größer zu sein als in den siebziger Jahren. Ursache hierfür könnte beispielsweise die starke Unsicherheit bezüglich der Entwicklung von Wechselkursen und Rohstoffpreisen sowie die Verschärfung

Schaubild 6 - Geldmenge und Inlandsausgaben in Industrieländern 1970-1987  
(Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH)



Quelle: OECD [a]; CSO [lfd. Jgg.]; eigene Berechnungen.

der Verschuldungsproblematik sein. Daraus kann man jedoch nicht schließen, daß die grundlegenden Zusammenhänge nicht mehr gültig sind. Auch in den sechziger und siebziger Jahren waren teilweise nicht unerhebliche Abweichungen zu beobachten. Tatsächlich war die Einsicht, daß der Transmissionsmechanismus geldpolitischer Impulse zeitlich variabel und nicht hinreichend präzise prognostizierbar ist, das entscheidende monetaristische Argument dafür, die Geldpolitik nicht zum Zwecke der konjunkturellen Feinsteuerung einzusetzen, sondern statt dessen einen mittelfristig orientierten Kurs zu steuern [Friedman, 1961].

## 2. Geldmengenregeln sind nicht obsolet

45. Die Vorteile von Geldmengenregeln bestehen darin, daß sie die Unsicherheit über den Kurs der Geldpolitik beseitigen. Jegliche Spekulation über Änderungen sind überflüssig, die Marktteilnehmer brauchen nicht mehr Ressourcen aufzuwenden, um die Intentionen der Notenbanken abzuschätzen. Damit entfällt eine wesentliche Ursache für die häufig beklagten Schwankungen der Wechselkurse, der Zinsen oder der Aktienkurse. Mutmaßungen über die Reaktion der Geldpolitik auf einzelne monatliche Wirtschaftsdaten (Produktionszahlen, Handelsbilanzsalden usw.) erübrigen sich ebenso wie Spekulationen über den Ausgang eines Gipfeltreffens oder die Konsequenzen aus Reden von Politikern. Die Notenbank konzentriert sich auf die Einhaltung der angekündigten Politik und versucht nicht, einzelne Preise oder relative Preise (Rohstoffpreise, Wechselkurse, Zinsen), die sich aus dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage privater Wirtschaftssubjekte ergeben, zu steuern; dies würde immer zu Allokationsverzerrungen führen. Auch kann sie dann nicht verantwortlich gemacht werden für ein Fehlverhalten einzelner Gruppen, wenn diese überhöhte Preise oder Löhne durchsetzen. Eine solche Orientierung an verschiedenen Zielen würde, wie oben gezeigt wurde, die Geldpolitik überfordern. Was sie leisten kann, ist die Produktion eines öffentlichen Gutes: Sie kann weitgehend für Preisniveaustabilität sorgen. Durch die konsequente Anwendung der Geldmengenregeln trägt die Notenbank auch zu einer relativ stetigen Ausweitung der Gesamtnachfrage bei (1). Damit führt eine solche Strategie zu Ergebnissen, die die tatsächlich betriebene, diskretionäre Geldpolitik bei weitem nicht erreicht hat (2). Diese hat vielmehr in allen Industrieländern zu einer anhaltenden Geldentwertung geführt und durch ihre Unstetigkeit zu den Konjunkturschwankungen beigetragen.

- 
- (1) Eine völlig störungsfreie Entwicklung wird auch durch eine stetige Geldpolitik nicht erreicht, da auch finanzpolitische Maßnahmen, außenwirtschaftliche Einflüsse, abrupte Preisänderungen bei Rohstoffen usw. einen Einfluß auf die Konjunktur ausüben. Wichtig ist, daß die Notenbanken keine zusätzlichen Schocks produzieren.
- (2) Eine theoretische Analyse, die belegt, warum eine Regelpolitik langfristig überlegen ist (d.h. zu weniger Zielverfehlungen führt), liefern Kydland und Prescott [1977].

46. Erstes Erfordernis einer geldmengenorientierten Strategie ist, daß die Notenbank sich auf das Aggregat stützt, das sie auch hinreichend genau kontrollieren kann. In den meisten Industrieländern erfüllt die monetäre Basis diese Bedingung. In der Bundesrepublik Deutschland kommt die Zentralbankgeldmenge, für die bis zum Jahre 1987 Ziele angekündigt wurden, dem Aggregat recht nahe. Weiter gefaßte Geldmengenaggregate (wie M1, M2 und M3, die Sichteinlagen, Termineinlagen und Spareinlagen einschließen) können nicht direkt, sondern vor allem über die monetäre Basis, gesteuert werden. Da die Geldmengenmultiplikatoren zumindest über einen Zeitraum von einigen Monaten relativ stabil sind, wäre eine hinreichend genaue Steuerung auch der Geldmenge M1 möglich (1). Gleichwohl ist die monetäre Basis als Steuerungsgröße vorzuziehen, weil diese die geldpolitischen Aktionen präzise widerspiegelt und weil keine Interpretationsprobleme entstehen. Da dieses Aggregat bei der Geldpolitik in den meisten Ländern keine Rolle spielt, müßten die Notenbanken also von ihrer bisherigen Praxis, Ziele für weiter gefaßte Geldmengenaggregate anzukündigen, Abstand nehmen.

### 3. Konkrete Beispiele für die Ausgestaltung von Geldmengenregeln

47. Geldmengenregeln können verschieden ausgestaltet werden. Drei Varianten sind möglich (2). Nach der ersten Regel wird die Geldmengenwachstumsrate für einen längeren Zeitraum von vornherein festgelegt und dann nicht mehr verändert ("fixed rule"). Dieser Vorschlag wurde von Friedman gemacht, und die Regel ist als "k-percent rule" (konstante Rate für die Geldmengenexpansion) bekannt. Die zwei-

(1) Der Multiplikator ist in diesem Falle der Quotient aus der Geldmenge M1 und der monetären Basis; er wird weitgehend bestimmt durch die Anlageentscheidungen des privaten Sektors. Manche würden die Geldmenge M1 deshalb als Indikator bevorzugen, weil sie wegen der erhöhten Liquiditätspräferenz in Krisen den geldpolitischen Kurs besser angezeigt hat als die monetäre Basis. Dieses Argument trifft sicherlich zu, war bislang aber wohl nur für die "Große Depression" relevant, als die monetäre Basis sich wenig veränderte, die Geldmenge M1 aber kräftig sank.

(2) Es gibt eine Vielzahl von Unterscheidungskriterien. Eine Übersicht bieten Blinder [1987] und Salin [1988].- Im folgenden wird nur auf solche Regeln abgestellt, die zum Ziel haben, das Preisniveau zu stabilisieren, und die nicht auf reale Größen abzielen. Denn es gibt auch Geldmengenregeln, bei denen die Geldmengenexpansionsrate etwa von der Höhe der Arbeitslosenquote abhängt.

te Möglichkeit ist, die Expansionsrate der Geldmenge aus der vergangenen Entwicklung bestimmter, für das Ziel relevanter Variablen abzuleiten. Eine Variante dieser "flexible rule" wurde von Meltzer [1987] formuliert; sie sieht vor, daß die Geldmengenzuwachsrates für das folgende Jahr danach bestimmt wird, wie sich das reale Sozialprodukt und die Umlaufgeschwindigkeit in den letzten drei Jahren entwickelt haben. Die dritte Möglichkeit impliziert, daß die Geldmenge stärker oder schwächer als zunächst vorgesehen verändert wird, wenn sich der gewünschte Effekt auf die Zielgröße - in diesem Falle: das nominale Brutto Sozialprodukt - nicht einstellt oder unerwartete Änderungen eintreten ("feedback-rule"). In dieser von McCallum [1987] propagierten Variante der "flexible rule" wird die Geldmengenzuwachsrates von Quartal zu Quartal angepaßt, wenn sich Änderungen im Trend der Umlaufgeschwindigkeit ergeben und/oder wenn das nominale Sozialprodukt mit einer höheren oder einer niedrigeren Rate als das Produktionspotential steigt. Gemeinsam ist diesen Regeln, daß sie - selbst wenn sie flexibel sind - von vornherein festgelegt werden und kein Raum für Willkür ("cheating") oder diskretionäre Entscheidung bleibt, d.h., es gibt keine Unsicherheit über Absichten der Notenbank in der Zukunft (1). Wichtig ist, daß sie für das Instrument, also die Geldmenge, formuliert sind ("instrument-based rules") und daß deshalb auch die Einhaltung des Ziels kontrolliert werden kann.

48. Die Regeln unterscheiden sich von der häufig propagierten "BIP-Regel", bei der eine bestimmte Zuwachsrates des nominalen Bruttoinlandsprodukts als Ziel vorgegeben wird. Dieses Konzept scheint der McCallum-Regel sehr ähnlich zu sein; doch orientiert es sich am Ergebnis der Geldpolitik ("outcome-based rule") und enthält keine eindeutige Handlungsanweisung für die Notenbank, was die Geldmenge betrifft. Dies ist nicht überraschend, denn Vertreter dieses Vorschlags behaupten, daß eine verlässliche Beziehung zwischen Geldmenge und - in diesem Falle - dem nominalen Bruttoinlandsprodukt nicht besteht [Weizsäcker, 1988]. Weicht also das BIP von dem vorgegebenen Pfad ab, ist nicht definiert, wie stark die Geldmenge verändert werden soll. Dies bedeutet, daß der diskretionäre Spielraum der Geldpolitik beträchtlich ist. Ein Problem entsteht bei dieser Politik dadurch, daß

---

(1) Die Regel ließe sich also als Formel schreiben, die allerdings, wie viele betonen, einfach und nicht zu komplex sein sollte, so daß die Einhaltung der Regel leicht kontrolliert werden kann.

die Wirkungsverzögerungen zwischen Geldpolitik und wirtschaftlicher Aktivität variabel sind. Wenn die gewünschte gesamtwirtschaftliche Entwicklung nicht kurzfristig eintritt, besteht die Gefahr, daß die Geldpolitik häufiger und stärker geändert wird als notwendig ist; die Folge wäre, daß die gesamtwirtschaftliche Entwicklung vermehrt durch geldpolitische Kurswechsel beeinträchtigt würde (1).

49. Welche der drei zuvor beschriebenen Varianten am ehesten angewendet werden sollte, hängt davon ab, wie einfach sich die Quantitätsgleichung in eine geldpolitische Strategie umsetzen läßt. Verfolgt die Notenbank eine potentialorientierte Politik, muß sie abschätzen, wie sich der Trend des Bruttosozialprodukts (des Produktionspotentials) und der Trend der Umlaufgeschwindigkeit entwickeln (2). Schätzungen über das Produktionspotential werden für die meisten Länder von mehreren Institutionen vorgenommen. Wenn man von möglichen Problemen der genauen Schätzung absieht, hängt es vom trendmäßigen Verhalten der Umlaufgeschwindigkeit ab, welche geldpolitische Regel vorteilhaft ist (3).

50. Gibt es solche Änderungen im Trend der Umlaufgeschwindigkeit, wie z.B. in den USA seit Anfang der achtziger Jahre, kann die Geldmengenregel entsprechend angepaßt werden. Nach Meltzer [1985] würde dann beispielsweise die Expansionsrate der monetären Basis für das kommende Jahr um den jährlichen Anstieg (Rückgang) der Umlaufgeschwindigkeit innerhalb der letzten drei Jahre vermindert (erhöht) werden. Diese Flexibilität führt dazu, daß das Sozialprodukt relativ stetig und entsprechend dem Wachstum des Produktionspotentials zunehmen kann. In umfangreichen Simulationsrechnungen zeigt McCallum [1987], daß, hätte die amerikanische Notenbank eine solche Strategie verfolgt, die konjunkturellen Schwankungen

- 
- (1) Zu berücksichtigen ist auch, daß das Bruttoinlandprodukt als Zielgröße für eine so offene Volkswirtschaft wie z.B. die Bundesrepublik nicht geeignet ist, da erhebliche Schocks im Außenhandel auftreten. Die Inlandsausgaben spiegeln die Effekte der inländischen Wirtschaftspolitik besser wider.
  - (2) Außerdem muß sie, falls Inflation herrscht, einen Abschlag in der Größenordnung der gewünschten Abnahme der Rate machen. Zum Beispiel hat die Deutsche Bundesbank üblicherweise angestrebt, die Inflationsrate um etwa einen Prozentpunkt pro Jahr zu verringern.
  - (3) Schätzungen über den Trend des Sozialproduktes und der Umlaufgeschwindigkeit müssen auch von denjenigen vorgenommen werden, die nicht für eine potentialorientierte Politik eintreten. Denn auch wenn die Geldpolitik diskretionär ausgestaltet werden und sich an realen Größen orientieren soll, muß abgeschätzt werden, um wieviel die Geldmenge geändert werden muß, damit z.B. die Arbeitslosenquote um einen Prozentpunkt abnimmt.

wesentlich milder ausgefallen wären. Zudem wäre es möglich gewesen, das Preisniveau im Zeitraum 1954-1985 stabil zu halten (1). Es wäre also im Durchschnitt zu keiner Abweichung vom Stabilitätsziel gekommen. Tatsächlich hatte sich das Preisniveau in den Vereinigten Staaten um rund 320 vH erhöht, was einer jährlichen Inflationsrate von fast 5 vH entspricht. In der empirischen Untersuchung McCallums ist zusätzlich die Wirkung eines antizyklischen Elements analysiert worden; die Geldpolitik soll gemäß seiner Regel zusätzlich auch auf Abweichungen des nominalen Sozialprodukts von dem (nicht-inflationären) Pfad reagieren, also bei rezessiven oder allzu expansiven Tendenzen gegensteuern. Hätte man diese Regel angewendet, wären die konjunkturellen Ausschläge noch weiter vermindert worden. Für diesen Vorschlag gelten alle Vorteile einer regelgebundenen Politik, die sich auf die Vorhersehbarkeit und die Verlässlichkeit des geldpolitischen Kurses beziehen. Problematisch ist indes die enge Orientierung an der Entwicklung des nominalen Bruttosozialprodukts von Quartal zu Quartal (2). So reagiert gemäß dieser Regel die Notenbank auch auf Sozialproduktsänderungen, die durch reale Schocks verursacht wurden. Als Handlungsanweisung für die Notenbank wäre die Regel dann wenig operational, wenn Informationen über die laufende konjunkturelle Entwicklung erst mit erheblicher Verzögerung verfügbar sind.

51. Die Vorschläge von Meltzer und McCallum beziehen sich auf die Situation in den USA, wo in den achtziger Jahren erhebliche Bewegungen der Umlaufgeschwindigkeit zu beobachten waren. Dort, wo diese Änderungen nicht stattgefunden haben, wäre eine "flexible" Regel nicht erforderlich. Im Prinzip ist eine starre Regel (3) vorzuziehen, weil der Bedarf an Informationen wesentlich geringer ist. In der Bundesrepublik Deutschland beispielsweise hat sich die Umlaufgeschwindigkeit relativ stetig, d.h. ohne abrupte Änderungen im Trend oder im Niveau, entwickelt. Eine empirische Analyse [Scheide, 1988b] zeigt, daß eine strikte Einhaltung der potentialorientierten Strategie der Deutschen Bundesbank die konjunkturellen Ausschläge der Inlandsausgaben deutlich vermindert hätte und daß zudem in der Zeit von 1972-1987 das Preisniveau konstant geblieben wäre (4). Auch hier wären also

- 
- (1) Es hätte nur kurzfristige Schwankungen des Preisniveaus - bedingt durch reale Störungen wie Ölpreisänderungen usw. - gegeben.
  - (2) Vgl. dazu die kritischen Anmerkungen bei Barro [1985, S.34 f.].
  - (3) Eine Strategie also, die der "k-percent rule" (konstante Geldmengenerweiterungsrate) von Friedman entspricht.
  - (4) Die Bundesrepublik gilt zwar im internationalen Vergleich als "Stabilitätsinsel" wegen der relativ niedrigen Inflationsrate. Immerhin hat sich aber das Preisniveau zwischen 1972 und 1987 etwa verdoppelt.

bei Anwendung einer Geldmengenregel die Verfehlungen gesamtwirtschaftlicher Ziele vermutlich erheblich geringer gewesen.

## VI. STÄRKERE GESETZLICHE BINDUNG GEGEN ERRATISCHE GELDPOLITIK

### 1. Warum Geldmengenregeln nicht eingehalten werden

52. Den Befürwortern von Geldmengenregeln wird häufig entgegengehalten, daß die Flexibilität im privaten Sektor nicht groß genug sei und daß daher die staatliche Wirtschaftspolitik (hier also vor allem: die Geldpolitik) die Aufgabe habe, unnötige Anpassungshärten zu vermeiden. Umgekehrt sind aber die Rigiditäten bei Löhnen und Preisen gerade deshalb so ausgeprägt, weil man sich auf die korrigierenden Eingriffe des Staates verlassen hat. Die Strategie, die Rigiditäten durch eine expansivere Geldpolitik zu überwinden, war nicht erfolgreich. Dies zeigt sich daran, daß in fast allen Industrieländern die Tendenz zur anhaltenden Inflation mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit einhergegangen ist. Angesichts dieser Erfahrung spricht wenig dafür, daß das Realeinkommen heute höher oder die Arbeitslosigkeit geringer sein würde, wenn die Preise über einen längeren Zeitraum noch stärker gestiegen wären.

53. Die oben beschriebenen Geldmengenregeln und die zugrundeliegenden theoretischen Modelle basieren auf der empirisch begründeten Annahme, daß die Notenbank auf mittlere Sicht das Realeinkommen und die Beschäftigung nicht durch eine expansive Politik steigern kann. Sie sollte eine Steuerung realer Größen gar nicht erst anstreben, denn letztlich führt dies zu mehr Inflation, wodurch das Wachstum nicht gefördert, sondern eher behindert wird. Die Geldpolitik kann durch die Stabilitätsorientierung aber verhindern, daß es zu nachhaltigen Abweichungen vom Ziel der Preisniveaustabilität kommt; der Erfolgsgrad der Politik würde also - zumindest gegenüber den bisherigen Erfahrungen in allen Industrieländern - erhöht werden. Mit Geldmengenregeln können, wenn sie entsprechend den Bedingungen in dem jeweiligen Land ausgerichtet sind, geldpolitisch induzierte Schwankungen realer Größen vermieden werden.

54. Auch wenn viele - stabilitätsbewußte - Notenbanken von dieser Philosophie im Prinzip nicht weit entfernt waren, wurden verbindliche Geldmengenregeln bislang kaum angewendet. Es entspricht wohl den Gesetzen des politischen Prozesses, daß sich Wirtschaftspolitiker nicht durch feste - und, wie manche vorschlagen, sogar in die Verfassung aufzunehmende - Regeln die Hände binden lassen wollen. In vielen Stellungnahmen wird immer wieder betont, die Geldpolitik müsse flexibel bleiben und auf alle möglichen Entwicklungen reagieren (1). Der Anreiz zum Aktivismus ist für Politiker stets gegeben. Fast immer werden die ad hoc getroffenen Maßnahmen damit begründet, daß "Schlimmeres zu verhindern" sei. So versuchen die Notenbanken zum Beispiel, auf Änderungen im realwirtschaftlichen Bereich, die mittelfristig nachteilige Folgen für die Volkswirtschaft haben, zu reagieren. Die Erhöhung der Ölpreise etwa, die es in den siebziger Jahren gab, führte zu einem Einkommensrückgang für die ölimportierenden Industrieländer. Das hätte bedeutet, daß die Reallöhne hätten sinken müssen. Da es diese Zurückhaltung nicht gegeben hat, drohte eine höhere Arbeitslosigkeit. Um dieser Tendenz entgegenzuwirken, wurde vielfach die Geldmenge stärker ausgedehnt. Dies hat kurzfristig den konjunkturellen Einbruch gemildert; die höhere Arbeitslosigkeit stellte sich später dennoch ein, und hinzu kam eine noch höhere Inflationsrate. Des weiteren besteht ein Anreiz, die Geldmenge stärker auszudehnen, wenn die Staatsschuld besonders hoch ist oder rasch ansteigt. Zumal dann, wenn die Notenbank von der Regierung abhängig ist, kann sie dazu übergehen, die reale Last der Schulden durch eine Inflationspolitik vorübergehend zu mildern.

55. Den politischen Entscheidungsträgern geht es also häufig darum, durch aktive Maßnahmen kurzfristig positive Effekte zu erzielen, auch wenn die Wirkungen ihres Aktionismus letztlich schädlich sind. Das zeigt sich jedoch erst später, so daß die Zuordnung der Ursachen schwerer fällt. Ein solches Verhalten ist aus der Sicht der Politiker durchaus rational, insbesondere wenn es darum geht, Wählerstimmen zu gewinnen. Es ist kurzfristig vorteilhaft, wenn die Geldpolitik die Geldmenge rascher ausweitet, nachdem die Tarifpartner einem Lohnabschluß zugestimmt haben, der eigentlich zu einer Abnahme der Beschäftigung führen muß. Denn vorübergehend kann sie durch eine überraschende Inflationierung den Beschäftigungsrückgang verhindern oder zumindest abschwächen. Das Problem ist nur, daß ihr dies nicht systematisch, also in jeder Periode immer wieder, gelingen kann, da die Wirtschaftssubjekte sich auf dieses Verhalten einstellen.

---

(1) Vgl. zum Beispiel die Ausführungen des amerikanischen Notenbankpräsidenten Greenspan [1988].

## 2. Geldmengenregeln müssen gesetzlich festgelegt werden

56. Diejenigen, die die Geldschöpfung kontrollieren, verfügen über ein erhebliches Maß an wirtschaftlicher und politischer Macht. Gäbe es das staatliche Banknotenmonopol nicht, könnte Geld also von Privaten ausgegeben werden, würde der Wettbewerb zwischen verschiedenen Geldanbietern dafür sorgen, daß sich dasjenige Geld, das hinsichtlich der Funktion als Tausch- und Wertaufbewahrungsmittel die besten Eigenschaften aufweist, am Markt durchsetzt [Huß, Trapp, 1982]. In der Realität ist nicht nur die Ausgabe von Geld durch Private verboten; auch gibt es gesetzliche Regelungen, die die Verwendung von anderen Währungen erheblich einschränkt oder sogar völlig verbietet. Somit entfällt auch der - im Prinzip - mögliche Wettbewerb zwischen den Zentralbanken, der im Falle von Experimenten mit der Inflation als Korrektiv wirken könnte.

57. Ziel einer freiheitlich demokratischen Gesellschaft muß es sein, die geldpolitische Machtposition zu begrenzen und zu kontrollieren. Es gilt, entsprechend der politischen Verfassung eine Geldverfassung zu schaffen, die einen Mißbrauch der mit Geldschöpfung verbundenen Macht verhindert, gleichzeitig aber eine störungsfreie Versorgung der Wirtschaft mit Geld sichert. Die Konjunktur- und Inflationsentwicklung in den vergangenen Jahren zeigt, daß es bisher in keinem Land gelungen ist, eine solche Verfassung zu etablieren.

58. Eine Voraussetzung, die politische Einflußnahme auf die Geldpolitik einzuschränken, besteht darin, der Notenbank einen unabhängigen Status zu geben. So sind z.B. das Federal Reserve System in den Vereinigten Staaten und die Deutsche Bundesbank unabhängig von Weisungen der Regierung. Die Erfahrung in der Nachkriegszeit zeigt allerdings, daß Unabhängigkeit allein keine Garantie für eine inflationsfreie Geldpolitik ist. Unabhängigkeit bedeutet, daß die Regierung der Notenbank nicht vorschreiben kann, welchen geldpolitischen Kurs sie zu verfolgen hat; Unabhängigkeit kann und soll jedoch nicht bedeuten, daß die Notenbank frei von Kontrolle ist. Aufgrund der Bedeutung der Geldpolitik ist vielmehr erforderlich, daß die Notenbank gesetzlich auf ein bestimmtes Verhalten festgelegt wird. Denn die Erfahrung zeigt, daß die Notenbanken vielfach nicht nur erhebliche Preissteigerungsraten zugelassen, sondern zusätzlich auch ihren Spielraum für eine stark diskretionäre Politik genutzt und dadurch erheblich zu den Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität beigetragen haben.

### 3. Wie die Geldverfassung aussehen könnte

59. Um den diskretionären Spielraum der Notenbanken und Regierungen in der Geldpolitik zu beseitigen und so zu einem störungsfreien Wachstum in der Wirtschaft beizutragen, könnten die Parlamente in den Industrieländern eine Geldmengenregel gesetzlich festlegen. Die Ausgestaltung im einzelnen mag in jedem Land unterschiedlich sein. Es sollten aber folgende Prinzipien eingehalten werden:

1. Die Notenbank wird verpflichtet, auf mittlere Sicht für ein stabiles Preisniveau zu sorgen. Zu diesem Zweck soll sie eine potentialorientierte Geldmengenpolitik verfolgen.
2. Die Notenbank kündigt die Expansionsrate der monetären Basis für einen Zeitraum von mehreren Jahren (z.B. fünf Jahre) im voraus an.
3. Die Höhe der Expansionsrate richtet sich nach dem Trend des Produktionspotentials und dem Trend der Umlaufgeschwindigkeit. Die Schätzungen hierfür werden von einem Gremium von unabhängigen Sachverständigen vorgenommen.
4. Eine Änderung der angestrebten Rate kann nach Ablauf eines Jahres beschlossen werden. Voraussetzung ist, daß die Sachverständigen ihr Urteil über die zugrundeliegenden Daten ändern und dies begründen.
5. Der Präsident der Notenbank ist verantwortlich dafür, daß das Geldmengenziel eingehalten wird.

60. Was die Europäische Zentralbank, deren Errichtung im Rahmen der Schaffung des gemeinsamen Binnenmarktes diskutiert wird, anlangt, so ist zu berücksichtigen, daß zwischen den einzelnen Ländern erhebliche Differenzen über den institutionellen Rahmen dieser Zentralbank bestehen. Vor allem wird nicht generell akzeptiert, daß die Preisniveaustabilität das vorrangige Ziel sein soll; immer wieder werden auch andere wirtschaftspolitische Ziele genannt. Ferner scheint ein Dissens über die Unabhängigkeit der Notenbank zu bestehen. Angesichts dieser Auffassungsunterschiede, die sich kurzfristig wohl nicht beseitigen lassen, wäre es gefährlich, die Kompetenzen der nationalen Notenbanken auf eine Europäische Notenbank zu übertragen, weil die Aufgaben der Bank nicht klar definiert wären und die Verantwortung für Preisniveaustabilität nicht etabliert wäre.

61. Am besten wäre es daher, eine unabhängige Europäische Notenbank neben den bestehenden nationalen Notenbanken zu errichten, die ein europäisches Geld emittiert, das in allen Ländern ohne Einschränkung als gesetzliches Zahlungsmittel zugelassen wird und dessen Wechselkurs gegenüber den nationalen Währungen frei flexibel ist. Jedes Land hätte dann zwar weiterhin die Souveränität über die heimische Geldversorgung, die nationalen Währungen müßten sich aber dem Wettbewerb mit der europäischen Währung stellen. Wenn sich die europäische Währung als wertstabil erweisen würde, dann ergäbe sich der Prozeß zu einer Währungsunion automatisch, weil diese Währung sich gegenüber anderen durchsetzen würde. Die Europäische Zentralbank wäre dann nicht per Gesetz verordnet, sondern sie hätte sich in einem marktwirtschaftlichen Prozeß herausgebildet.

## LITERATURVERZEICHNIS

- BAKER, James A., Statement. IMF-IBRD Board of Governors, Annual Meetings, Press Release, Nr. 50, Washington 1987.
- BARRO, Robert J., "Recent Developments in the Theory of Rules versus Discretion". The Economic Journal, Vol. 95, 1985, Supplement, S. 23-37.
- , Macroeconomics. 2. Aufl., New York 1987.
- BLINDER, Alan S., "The Rules-versus-Discretion Debate in the Light of Recent Experience". Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 123, 1987, S. 399-414.
- BRUNNER, Karl, "Geldmengenregel als effizientes Ordnungsprinzip". Neue Zürcher Zeitung, 17. August 1988, S. 11.
- CENTRAL STATISTICAL OFFICE (CSO), Financial Statistics. London, lfd. Jgg.
- CHOURAQUI, Jean-Claude, Michael DRISCOLL, Marc-Olivier STRAUSS-KAHN, The Effects of Monetary Policy on the Real Sector: An Overview of Empirical Evidence for Selected OECD Economies. OECD Working Papers, Nr. 51, Paris, April 1988.
- CROCKETT, Andrew, Strengthening International Economic Cooperation: The Role of Indicators in Multilateral Surveillance. Washington, November 1987, unveröff. Manuskript.
- DORNBUSCH, Rudiger, Dollars, Debts and Deficits. Leuven 1986.
- , "Doubts about the McKinnon Standard". Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, 1988, Nr. 1, S. 105-112.
- DUDLER, Hermann-Josef, "Geldmengenpolitik und Finanzinnovationen". Kredit und Kapital, Vol. 19, 1986, S. 472-495.
- DURAND, Martine, Sveinbjörn BLONDAL, Are Commodity Prices Leading Indicators of OECD Prices? OECD Working Papers, Nr. 49, Paris, Februar 1988.
- EMERSON, Michael, "Regulation or Deregulation of the Labor Market: Policy Regimes for the Recruitment and Dismissal of Employees in the Industrialized Countries. Commission of the European Communities, Economic Paper, Nr. 55, Juni 1987.
- EUROPAISCHE GEMEINSCHAFT (EG), Jahresbericht 1987. Brüssel, November 1987.
- FISCHER, Bernhard, Ulrich HIEMENZ, Peter TRAPP, Argentina: The Economic Crisis in the 1980s. Kieler Studien, 197, Tübingen 1985.
- FRIEDMAN, Milton, "The Lag in Effect of Monetary Policy". Journal of Political Economy, Vol. 69, 1961, S. 447-466.
- , "The Role of Monetary Policy". The American Economic Review, Vol. 58, 1968, S. 1-17.

- FRIEDMAN, Milton, "Nobel Lecture: Unemployment and Inflation". Journal of Political Economy, Vol. 85, 1977, S. 451-472.
- GREENSPAN, Alan, "Monetary Policy Objectives, Testimony". Abgedruckt in: DEUTSCHE BUNDESBANK, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 54, Frankfurt/M, 26. Juli 1988, S. 10-14.
- HUSS, Hans-Joachim, Peter TRAPP, "Vorstellungen über eine alternative Geldordnung". Beiheft zu Kredit und Kapital, 1982, H. 7, S. 79-94.
- INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT, Aufschwung läßt nach - Konjunkturpolitischer Handlungsbedarf? Kieler Diskussionsbeiträge, 138, März 1988.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF) [a], International Financial Statistics. Washington, lfd. Jgg.
- [b], World Economic Outlook. Washington, April 1988.
- KYDLAND, Finn E., Edward C. PRESCOTT, "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". Journal of Political Economy, Vol. 85, 1977, S. 473-491.
- LAWSON, Nigel, Statement. IMF-IBRD Board of Governors. Annual Meetings, Press Release, Nr. 44, Washington 1987.
- McCALLUM, Bennett T., "The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example". Weltwirtschaftliches Archiv, Vol. 123, 1987, S. 415-429.
- McKINNON, Ronald, "Monetary and Exchange Rate Policies for International Financial Stability". Journal of Economic Perspectives, Vol. 2, 1988, Nr. 1, S. 83-103.
- MELTZER, Allan H., "Limits of Short-Run Stabilization Policy". Economic Inquiry, Vol. 25, 1987, pp. 1-14.
- ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD) [a], Economic Outlook. Paris, Juni 1988.
- [b], Main Economic Indicators. Paris, lfd. Jgg.
- [c], Quarterly National Accounts. Paris, lfd. Jgg.
- POHL, Karl-Otto, "Pressegespräch nach der Zentralbankratssitzung am 25. August 1988 in Frankfurt/M". Abgedruckt in: DEUTSCHE BUNDESBANK, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 61, Frankfurt/M., 26. August 1988, S. 1-3.
- SALIN, Pascal, "Comment on the Rules-versus-Discretion Debate". In: Herbert Giersch (Hrsg.), Macro and Micro Policies for More Growth and Employment. Symposium 1987. Tübingen 1988, S. 292-295.
- SCHATZ, Klaus-Werner, Joachim SCHEIDE, Peter TRAPP, Low Growth and High Unemployment in Europe - Causes and Policy Options. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 140, Juni 1988.

- SCHEIDE, Joachim, Anstieg und Fall des Dollarkurses - Folgen der amerikanischen Geldpolitik? Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 131, April 1987.
- [1988a], "Lehren aus dem Scheitern des Bretton-Woods-Systems". Die Weltwirtschaft, 1988, H. 1, S. 53-71.
- [1988b], "A K-Percent Rule for Monetary Policy in West Germany". Kiel 1988, unveröff. Manuskript.
- , Stefan SINN, Internationale Koordination der Wirtschaftspolitik: Pro und Contra. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 135, November 1987.
- SCHLESINGER, Helmut, Wilfried JAHNKE, "Geldmenge, Preise und Sozialprodukt: Interdependenzzusammenhänge im Lichte ökonometrischer Forschungsergebnisse für die Bundesrepublik Deutschland". Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Vol. 203, 1987, S. 576-590.
- SHAW, George Bernard, The Intelligent Woman's Guide to Socialism and Capitalism. New York 1928.
- SOLTWEDEL, Rüdiger, Peter TRAPP, "Labor Market Barriers to More Employment: Causes for an Increase of the Natural Rate. The Case of West Germany". In: Herbert Giersch (Hrsg.), Macro- and Micro Policies for More Growth and Employment, Symposium 1987. Tübingen 1988, S. 181-225.
- WEIZSACKER, Carl Christian von, "Plankoordination mittels eines BIP-Zieles". Neue Zürcher Zeitung, 24. August 1988, S. 13.