

Notenbankpolitik

Geldmenge, Geldumlauf und Inflationsrate im Spiegel der Bundesbankberichte

Kritisch begleitet diese Zeitschrift die Politik der Notenbanken, aber nicht ohne Bereitschaft, die Erfolge anzuerkennen. Wir meinen, dass noch mehr erreicht werden könnte, wenn die Notenbanken sich den grundlegenden Erkenntnissen der genialen Außenseiter Silvio Gesell und Rudolf Steiner nicht länger verschließen würden, die die Steuerung der Geldmenge, die inzwischen für die Notenbanken der westlichen Industrienationen selbstverständlich geworden ist, durch ein Instrumentarium sowohl zur Beobachtung und zeitnahen Messung als auch zur Beeinflussung der Geldumlaufgeschwindigkeit ergänzen wollten. Wir halten dazu das Altern des einzelnen Geldzeichens für erforderlich. Aber wir respektieren, dass die Notenbanken nur nach der eigenen Einsicht und geltenden Rechtsgrundlagen handeln dürfen und beobachten mit umso größerem Interesse, wie sich ihre Auffassungen von der bestmöglichen Währungspolitik im Laufe der Jahre wandeln.

Besondere Beachtung verdienen die Formulierungen, die die Bundesbank zur Begründung des jeweils beschlossenen Geldmengenziels verwendet. Ihr Geldmengenziel veröffentlicht die Bundesbank seit ihrem denkwürdigen Beschluss vom 5. Dezember 1974; er lautete (ungekürzt):

Die Deutsche Bundesbank wird die Geldpolitik so führen, dass die Preissteigerungsrate schrittweise abgebaut und gleichzeitig dem angestrebten realen Wachstum der Wirtschaft der notwendige monetäre Spielraum eingeräumt wird. Welches Ausmaß das reale Wirtschaftswachstum im kommenden Jahr tatsächlich erreichen wird, hängt insbesondere davon ab, ob durch eine angemessene Preis- und Lohnpolitik Absatz und Beschäftigung gesichert und erweitert werden können. Aus heutiger Sicht könnte ein Wachstum der Zentralbankgeldmenge im Jahresverlauf 1975 um etwa 8 % als stabilitätspolitisch vertretbar erscheinen, wobei indessen beachtet werden muss, dass kurzfristig kein enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Sozialprodukts und der Zentralbankgeldmenge besteht. (Quelle: Pressenotiz der BBk vom 5. 12. 1974)

In der Süddeutschen Zeitung vom 6. Dezember 1974 hieß es dazu: »Die Bundesbank hat Neuland beschritten: Sie legt die Karten der längerfristigen Geldpolitik offen auf den Tisch. Sie möchte vermeiden, dass sich die an der Wirtschaft Beteiligten zu spät auf ihre Aktivitäten einstellen. Dies scheint in den vergangenen zwölf Monaten der Fall gewesen zu sein. Nicht wenige erklärten ihm, so erläuterte Bundesbankpräsident Klasen, sie hätten damals ganz anders disponiert, wenn sie gewusst hätten, dass es die Bundesbank mit ihrer Restriktionspolitik so ernst meinte.« Der Wiesbadener Kurier vom

gleichen Tage erläuterte: »Einer Anregung des Rats der Fünf Weisen folgend hat die Deutsche Bundesbank erstmals eine langfristige Zielprojektion für die Geldpolitik gegeben und dabei im Interesse einer Fortsetzung der stabilitätspolitischen Linie kreditpolitisches Neuland betreten ... Damit hat die Bundesbank auch nach Ansicht von Bundeswirtschaftsminister Friderichs, der sich an der Grundsatzdebatte des Zentralbankrats beteiligte, die Weichen für die künftige Stabilitätspolitik gestellt ... Die Steigerung der Zentralbankgeldmenge um acht Prozent geht offensichtlich von der Annahme aus, dass das reale Wachstum des Bruttosozialprodukts im nächsten Jahr bei zwei bis drei Prozent liegen sollte, während auf der anderen Seite wohl eine gesamtwirtschaftliche Teuerungsrate von etwa fünf bis sechs Prozent einkalkuliert wird.« Damals musste die Presse noch spekulieren, wie die Bundesbank gerechnet hat, um auf ihren Prozentsatz zu kommen. Im Jahresbericht 1975 gab die Bundesbank dann im Nachhinein folgende interessante Erläuterung (Seite 11):

Das Sozialprodukt steigt im Aufschwung stärker als das Geldvolumen – vereinfacht, wenn auch nicht ganz zutreffend im Hinblick auf die »Zentralbankgeldmenge«, könnte gesagt werden, dass die »Umlaufgeschwindigkeit« zunimmt –, und umgekehrt verhält es sich im Konjunkturabschwung. Im Jahr 1975, als das nominale Bruttosozialprodukt nur wenig wuchs und damit erheblich hinter den Erwartungen zurückblieb, während die Zentralbankgeldmenge – wie geschildert – recht kräftig zunahm, war die Geldversorgung im ganzen gesehen daher keineswegs übermäßig hoch. Ein guter Teil der zusätzlichen Geldmenge wurde nämlich dadurch »gebunden«, dass in einer Rezessionsphase der Liquiditätsbedarf der Wirtschaft und der Privatpersonen aus Vorsichtsmotiven wächst, die »Umlaufgeschwindigkeit« also dementsprechend zurückgeht. Hätte in dieser Situation die Bundesbank ihr Geldmengenziel nach unten korrigiert, so hätte sie damit die Rezession verstärkt.

Die Bundesbank ließ sich bei der Festlegung eines Geldmengenziels vor allem von folgenden Größen leiten: dem Wachstum des Produktionspotentials, der Änderung des Auslastungsgrades des Produktionspotentials, dem »unvermeidlichen« Preisanstieg und der Änderung der »Umlaufgeschwindigkeit«. Von diesen vier Größen sind zwei – die Auslastung des Produktionspotentials und die »Umlaufgeschwindigkeit« – gleichermaßen konjunkturabhängig. Man kann deshalb annehmen, dass sich die Auslastung des Produktionspotentials und die »Umlaufgeschwindigkeit« jeweils in der gleichen Richtung ändern und dass eine relativ große Wahrscheinlichkeit dafür besteht, dass solche Veränderungen auch in Zukunft ziemlich parallel vor sich gehen. Deshalb kommt es bei einer Ermittlung der Zielgröße vor allem auf zwei Komponenten an: das Wachstum des Produktionspotentials und den »unvermeidlichen« Preisanstieg. Fehleinschätzungen des Auslastungsgrades und der »Umlaufgeschwindigkeit« können sich dagegen mehr oder weniger gegenseitig aufheben. Deshalb gab die Enttäuschung über die Konjunktur im Jahre 1975 – deutlich sichtbar an dem Rückgang des realen Sozialprodukts trotz weiter gewachsener Produktionskapazitäten – auch keinen Anlass für eine Korrektur des Geldmengenziels.

Seither hat die Deutsche Bundesbank Jahr für Jahr ihr Geldmengenziel für das Folgejahr offengelegt und im Laufe der Zeit auch immer genauere Begründungen ihrer Zielzahl veröffentlicht. Die Entwicklung grundlegender Auffassungen der Notenbank ist an fortschreitenden Veränderungen ihrer Formulierungen ablesbar. So heißt es im Jahresbericht 1976 (auf Seite 13) zunächst rückblickend:

Das Geldmengenziel für 1976 trug den Erwartungen Rechnung, die im Dezember 1975 für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Jahre 1976 gehegt werden konnten und die in der Zielprojektion der Bundesregierung ihren Niederschlag fanden. Die wichtigsten Annahmen waren: ein Wachstum des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials im Jahre 1976 um 2%, eine um 2½% höhere Kapazitätsauslastung und somit ein realer Zuwachs des Bruttosozialprodukts um 4½%. Außerdem musste in Rechnung gestellt werden, dass auch bei einer stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik 1976 Preissteigerungen nicht völlig unterbunden, sondern nur auf ein geringeres Maß zurückgeführt werden konnten; als praktisch unvermeidbare Erhöhung des Preisniveaus wurden 4 bis 5% angesetzt. Zusammengenommen lief das auf ein um etwa 9% höheres Bruttosozialprodukt in jeweiligen Preisen hinaus, das zu finanzieren sein würde. Allerdings setzte dies in einem Jahr des Konjunkturaufschwungs kein prozentual ebenso großes Wachstum der Geldmenge voraus, da unter diesen Bedingungen mit einer verstärkten Nutzung der – gemessen an der Wirtschaftsaktivität – reichlich vorhandenen Geldbestände, m. a. W. mit einer Steigerung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, zu rechnen war.

An späterer Stelle desselben Jahresberichtes (1976, Seite 23) wird dann ausgeführt:

Die Bundesbank gab auch für 1977 – und damit zum dritten Mal – ein Geldmengenziel bekannt. Erneut hat sie sich ein Wachstum der Zentralbankgeldmenge um 8% im Jahresdurchschnitt zum Ziel gesetzt. ... Auch 1977 ist das monetäre Ziel in die gesamtwirtschaftliche Projektion eingebettet; Bundesregierung und Bundesbank streben ein Wachstum des Produktionspotentials um 3%, eine um 2% höhere Kapazitätsauslastung und damit ein reales Wachstum von 5% an. Der Preisanstieg soll unter 4% gehalten werden und das nominale Sozialprodukt um etwa 9% zunehmen. Das Geldmengenwachstum kann etwas unterhalb dieser Wachstumsrate des nominalen Bruttosozialprodukts gehalten werden, da eine leichte Zunahme der Umlaufgeschwindigkeit mit der Projektion durchaus vereinbar ist. Im bisherigen Verlauf des Jahres 1977 hat die monetäre Entwicklung dem Zielpfad weitgehend entsprochen.

Im Jahresbericht 1977 (Seite 22/24) beschäftigt sich die Bundesbank auffallend ausführlich mit der von ihr wieder in Anführungszeichen gesetzten Umlaufgeschwindigkeit:

Bei einer starken Ausweitung der Geldmenge und einer gleichzeitig relativ schwachen Konjunktur, wie sie 1977 zeitweilig gegeben war, stellt sich auch die Frage nach der Bedeutung der »Umlaufgeschwindigkeit des Geldes«. Diese »Umlaufgeschwindigkeit« ist statistisch definiert als das Verhältnis des Bruttosozialprodukts zur Geldmenge in der gleichen Periode; sie verändert sich also

immer dann, wenn die Zuwachsraten der beiden Größen voneinander abweichen. Wächst die Geldmenge stärker als das nominale Bruttosozialprodukt, sinkt die »Umlaufgeschwindigkeit«, wächst das nominale Bruttosozialprodukt stärker als die Geldmenge, steigt sie. In der Vergangenheit haben sich bei der Zentralbankgeldmenge die Ausschläge der »Umlaufgeschwindigkeit« in der einen und in der anderen Richtung im Zeitablauf aufgehoben, d. h. im Trend sind Bruttosozialprodukt und Zentralbankgeldmenge gleich stark gewachsen. Seit nunmehr drei Jahren aber ist die Zentralbankgeldmenge stärker gewachsen als das Bruttosozialprodukt, besonders ausgeprägt 1975 und 1977.

Für die Geldpolitik stellt sich nun die Frage, ob sich hier auf die Dauer eine neue Relation, eine dauerhafte Änderung der Kassenhaltungsgewohnheiten herausgebildet hat oder ob eine Gegenbewegung früher oder später unausweichlich ist. Für die relativ niedrige »Umlaufgeschwindigkeit« während der letzten Jahre bietet sich eine Reihe von Erklärungen an, von denen einige mehr für eine temporäre, andere mehr für eine dauerhafte Änderung sprechen. An sich entspricht es der Erfahrung, wenn die Schwankungen der »Umlaufgeschwindigkeit« als konjunkturbedingt und einzelne Ausschläge damit als vorübergehend angesehen werden; bisher jedenfalls stieg die »Umlaufgeschwindigkeit« im Konjunkturaufschwung und sank bei nachlassendem Wirtschaftswachstum oder in der Rezession. ... Andere Faktoren mögen dagegen auch zu einer länger anhaltenden Abnahme der »Umlaufgeschwindigkeit«, d. h. einer Zunahme der Kassenhaltung im Vergleich zu den Einkommen und Umsätzen, beitragen. Dies wäre z. B. anzunehmen, wenn der Rückgang der Inflationserwartungen und die – damit zusammenhängende – starke Senkung des Zinsniveaus von Dauer wäre, denn relativ niedrige Zinsen und eine hohe Sicherheit hinsichtlich der Kaufkraft des Geldes fördern die Haltung liquider Mittel. ... All dies sind freilich weitgehend Vermutungen, für die, insbesondere beim Bargeldumlauf, dessen Verteilung auf das Publikum nicht bekannt ist, ein Beleg nicht zu erbringen ist.

Letztlich muss daher die Frage offen bleiben, ob eine dauerhafte Änderung der »Umlaufgeschwindigkeit« eingetreten ist und wenn ja, ob sie ausreichend erklärt, warum die Geldmenge seit drei Jahren wesentlich stärker als das Sozialprodukt gestiegen ist. Insofern lässt sich also auch keine eindeutige Antwort auf die Frage geben, ob diese starke Liquiditätsanreicherung längerfristig die Gefahr eines inflationären Spielraums in sich birgt. Die Bundesbank ist sich bewusst, dass diese Möglichkeit nicht auszuschließen ist und dass sie ihr insbesondere dann stärker Rechnung tragen müsste, wenn es zu einem kräftigen Konjunkturaufschwung käme, der seinerseits dazu führen würde, die z. T. stillliegenden Kassenmittel zu aktivieren.

Unter der Überschrift »Geldpolitische Zielsetzung für 1978« führt die Bundesbank dann auf Seite 33/34 ihres Jahresberichtes 1977 aus:

Trotz der Schwierigkeiten, vor die sich die Bundesbank 1977 bei der Realisierung ihres Geldmengenziels gestellt sah, hat sie im Dezember 1977 ein Wachstumsziel für die Zentralbankgeldmenge im Jahre 1978 bekanntgegeben. Wie in den beiden Vorjahren entschied sie sich für 8% im Jahresdurchschnitt, ... Im einzelnen legte sie dabei zugrunde, dass das Produktionspotential 1978 um rd. 3% wachsen dürfte, dass das tatsächliche reale Wachstum des Sozialprodukts aber darüber hinaus gehen sollte ... dass der Preisanstieg 1978 zwar geringer als 1977 sein

sollte, aber – nicht zuletzt wegen der Mehrwertsteuererhöhung – im Jahresdurchschnitt wohl nicht weniger als 3 % betragen dürfte ... Im Gegensatz zu den vorangegangenen Jahren hat die Bundesbank sich einer genaueren Annahme über die Veränderung der »Umlaufgeschwindigkeit« enthalten, zum einen, weil sich zeigte, dass kürzerfristige Prognosen hierfür auf einem schwankenden Boden stehen, zum anderen, weil das Geldmengenziel vor allem aus einer mittelfristigen Orientierung abgeleitet ist. Dass im tatsächlichen Verlauf eines Jahres hier stärkere und auch unerwartete Einflüsse auftreten können, wurde schon dargelegt.

Es wird bei der Lektüre, wenn man sie mit großer Sorgfalt mehrfach wiederholt, immer deutlicher, dass die Bundesbank sich bemüht, Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit durch Veränderungen der Geldmenge zu kompensieren. Es ist unstrittig, dass die Beschleunigung des Geldumlaufs durch Verringerung der Geldmenge immer ausgeglichen werden kann; es ist nur fraglich, ob dies immer rechtzeitig geschehen kann, denn die Bundesbank hat keine Frühindikatoren für Veränderungen der Geldumlaufgeschwindigkeit; sie sieht erst an ihren Wirkungen auf das Preisniveau, die sie sich anders nicht erklären kann, oder an nachträglichen statistischen Vergleichen der Veränderungen des nominalen Sozialprodukts und der Geldmenge, was bereits geschehen ist. Die Gefahr, dass die Reaktion der Bundesbank auf Beschleunigungen des Geldumlaufs zu spät kommt, ist also geradezu unvermeidlich, solange die Bundesbank nicht mit Hilfe der empirischen Sozialwissenschaften ein Instrumentarium zur unmittelbaren, zeitnahen Messung der Geldumlaufgeschwindigkeit entwickelt. Die Bundesbank sollte unverzüglich entsprechende Forschungsprojekte ausschreiben und den Aufbau entsprechender sozialwissenschaftlicher Dienstleistungsunternehmen aus ihren reichlichen Gewinnen finanzieren. Diese Investitionen werden volkswirtschaftlich hoch rentabel sein!

Noch bedenklicher ist, dass es immer unsicher ist, ob es umgekehrt gelingen kann, Verlangsamungen des Geldumlaufs durch Vermehrungen der Geldmenge zu kompensieren; denn es ist nicht sicher vorhersehbar, ob das zusätzlich ausgegebene Geld im volkswirtschaftlichen Kreislauf auch wirksam wird oder bald liegenbleibt und »Geldpfützen« (überflüssige Kassen- und andere Liquiditätshaltung) bildet oder vergrößert.

Wer diese deflatorische Gefahr vorausschauend vermeiden will, muss die Inflationsfurcht wachhalten. Dafür ist schon viel geschehen, wenn die Bundesbank eine gewisse Inflationsrate offen einplant und damit die Bereitschaft zu erkennen gibt, sie durch Vermehrung der Geldmenge zu finanzieren. Es fehlt nur noch, dass die Bundesbank erklärt, sie wünsche sich eine bestimmte Inflationsrate. Das ist nicht zynisch, sondern volkswirtschaftlich ernst gemeint. Denn nur, wenn außerhalb der Bundesbank auch die wirtschaftende Bevölkerung mit einer gewissen Inflationsrate rechnet, wird das sinnvolle Ziel erreicht, dass die Geldumlaufgeschwindigkeit nicht weiter sinkt. Infla-

tionsfurcht ist ein Grund, Geld auszugeben, die »Flucht in die Sachwerte« anzutreten. Wenn dies mit Maßen geschieht, verstetigt es die Geldumlaufgeschwindigkeit und erspart Geldvermehrungen, deren einziger Zweck es ist, Verminderungen der Geldumlaufgeschwindigkeit auszugleichen.

Wenn die Bevölkerung ein ausgeprägtes Bewusstsein davon hat, dass es immer eine leichte Inflation geben wird, werden sich keine Geldpfützen mehr bilden, d. h. die gesamte ausgegebene Geldmenge wird auch wirksam sein im volkswirtschaftlichen Kreislauf. Die Geldmenge wird dann wesentlich geringer sein als heute, weil alle überflüssige Kassenhaltung abgebaut und die möglichst langfristige Geldanlage angeregt wird. Die Volkswirtschaft wird auf Geldmengenänderungen viel direkter reagieren als heute, weil alle überflüssigen Liquiditätspolster bald abgebaut sein werden. Es bleibt rätselhaft, warum die Bundesbank diesen für sie idealen Zustand nicht wesentlich konsequenter ansteuert, als es ihre Äußerungen in den Jahresberichten erkennen lassen. Die Gefahr einer großen Inflation ist doch umso größer, je größer die ausgegebene, aber nicht wirksame Geldmenge ist. Die Bundesbank spricht diese Sorge immer wieder selbst aus. Erst wenn die ausgegebene Geldmenge in vollem Umfang wirksam ist, kann die Bundesbank die Volkswirtschaft am kurzen Zügel der Geldmenge führen. Heute lässt sie die Zügel mit einer viel zu großen Geldmenge, die großenteils nicht wirklich umläuft, schleifen.

So paradox es klingt, die Gefahr einer ungewollten galoppierenden Inflation bekämpft die Bundesbank am elegantesten mit einer offen angestrebten leichten Inflation, die wie ein warmer Wüstenwind alle Geldpfützen austrocknet und die gesamte ausgegebene Geldmenge in Trab hält, also volkswirtschaftlich wirksam werden lässt. In der Übergangszeit muss die Bundesbank das psychologische Meisterstück fertigbringen, den Glauben der Bevölkerung an die leichte Inflation erst einmal konsequent wachzurufen und gleichzeitig die überschüssige Geldmenge zu verringern, damit die trabende Inflation nicht in eine galoppierende übergeht. Sie muss aber erst recht vermeiden, durch zu rasche Geldmengenverringern in die Deflation abzustürzen. Zur Beruhigung aller, die gelernt haben, dass die Inflation ein großer Volksbetrug sei, möchte ich nur kurz daran erinnern, dass die Volkswirtschaftslehre schon lange geklärt hat, dass sich in der vorhersehbaren (!) leichten Inflation ein »inflationäres Gleichgewicht« herausbildet, bei dem alle Geldwerte durch regelmäßige Lohn- und Rentenanpassungen, durch Wertsicherungsklauseln oder nominale Zinserhöhungen vor dem Verfall bewahrt werden. Man kann dies seit Jahrzehnten bei Milton Friedman¹ oder

¹ Milton und Rose Friedmann, Chancen die ich meine (Original: »Free to Choose«, 1980), Ullstein Sachbuch Nr. 34152, Frankfurt/M. 1983, Seite 293/294.

Herbert Giersch² nachlesen. Das Gewissen der Bundesbank hat dies wohl auch beruhigt, nur sollte sie bedenken, dass die Betrugseffekte der Inflation – auch der leichten – andauern, wenn sie die Bevölkerung nicht darüber aufklärt, dass Inflation sein wird. Immer noch lässt sich die Bundesbank als Hüterin eines stabilen Geldes feiern, statt der Illusion vom stabilen Geld energisch entgegenzutreten und damit die Bevölkerung einerseits vor den Betrugseffekten der geleugneten Inflation zu bewahren und sie andererseits zu einem Umgang mit ihrem Geld anzuhalten, der währungspolitisch wünschenswert ist, nämlich zur Einschränkung der Liquiditätshaltung oder anders gesagt zum Ausgeben bzw. langfristigen Anlegen des Geldes.

Wie eingangs schon angedeutet, sei abschließend wiederholt, dass es bessere Lösungen für die Verstetigung der Geldumlaufgeschwindigkeit gibt als die offene, dosierte Inflation. Aber währungspolitisch ist die offen betriebene, dosierte Inflation wohl ein unvermeidlicher Lernschritt der Volkswirtschaftslehre und der Notenbanken auf dem weiten Weg zum Alternden Geld.³

Es sollte auch nicht übersehen werden, dass die Bundesbank längst das vom Bundesbankgesetz (BBankG) in § 3 befohlene »Ziel, die Währung zu sichern,« so interpretiert, dass eine leichte Inflation noch mit Stabilität vereinbar sei. Die rechtlichen Bindungen sind also schon vorsorglich gelockert. Sie wird wegen dieses weichen Stabilitätsbegriffs nur selten kritisiert. Sie kann deshalb flexibel auf die hier vorgeschlagene Politik einer offenen, dosierten Inflation einschwenken, ohne dass es einer Gesetzesänderung bedarf. Eine Gesetzesänderung wird erst erforderlich, wenn das Alternde Geld eingeführt werden soll, weil § 14 Abs. 2 BBankG nur den gebührenfreien Notenaustausch erlaubt. Für die Änderung dieser Bestimmungen Mehrheiten zu gewinnen, wird noch viel Aufklärung erfordern und gegen den Willen der Bundesbank politisch nicht möglich sein.

² Herbert Giersch, Stabilität durch Flexibilität, Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22. März 1969, Seite 17. Vergleiche dazu auch meine Stellungnahme »Konjunkturstabilität nur durch leichte Inflation« in FRAGEN DER FREIHEIT, Heft 75 (April 1969), Seite 39–42 (abgedruckt in FdF, Heft 279/280, S. 98–100, Red.).

³ Zur Überlegenheit des Alternden Geldes über die dosierte Inflation vergleiche Eckhard Behrens, Über die schleichende Inflation, FRAGEN DER FREIHEIT, Heft 73/74, Seite 45–53 (abgedruckt in FdF, Heft 279/280, S. 89–97, Red.).