

Reichert, Horst

Article — Digitized Version

## Geldmengenpolitik in neuer Bewährungsprobe

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Reichert, Horst (1991) : Geldmengenpolitik in neuer Bewährungsprobe, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 71, Iss. 1, pp. 40-43

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136717>

**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.*

Horst Reichert

# Geldmengenpolitik in neuer Bewährungsprobe

*Die Realisierung der deutschen Wirtschafts- und Währungsunion ist eine der größten Belastungsproben der potentialorientierten Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank. Kann sie die mit der Erweiterung des Währungsraumes verbundenen Schwierigkeiten meistern? Ist eine Abkehr von der potentialorientierten Geldmengenpolitik angebracht?*

Die Deutsche Bundesbank verfolgt seit 1974 eine Geldmengenpolitik. Indikator, Steuergröße und Zwischenziel dieser Politik bildete lange Jahre die Zentralbankgeldmenge zu konstanten Reservesätzen. Seit dem Jahre 1988 erfüllt die Geldmenge M3, die ganz ähnlich abgegrenzt ist, diese Funktion. Methodisch gesehen machte die Bundesbank damit einen großen Schritt weg von einer streng am Geldangebot orientierten monetären Steuerung, wie sie der Sachverständigenrat nach wie vor befürwortet, hin zu einer stärker nachfrageseitig ausgerichteten Politik<sup>1</sup>. Denn das Verhalten der Geldnachfrager beeinflusst die Entwicklung von M3 mehr als die Zentralbankgeldmenge.

Allerdings betonte die Deutsche Bundesbank, daß sich die Geldmenge M3 längerfristig weitgehend parallel zur Zentralbankgeldmenge entwickle und daß sie ähnliche Steuerungseigenschaften aufweise<sup>2</sup>. Zugleich hielt sie an ihrer Praxis fest, jährliche Geldmengenziele anzukündigen, die sie aus der Zunahme des Produktionspotentials, der normativ festzulegenden sogenannten unvermeidlichen Preissteigerungsrate und dem Trend der Kassenhaltung ableitete. Dies war für sie hinreichend, im Wechsel ihrer zentralen Steuer- und Zwischenzielgröße lediglich eine „analytisch-technisch“ bedingte Wahl zu sehen<sup>3</sup>. Die Form der Ableitung und die Bekanntgabe des Ziels bilden offensichtlich das entscheidende Element im Rahmen der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank, die sie als „potentialorientiert“ bezeichnet<sup>4</sup>. Mit der deutschen Wirtschafts- und Währungsunion sind jedoch im letzten Jahr Bedingungen entstanden, die gerade diesen Kern der deutschen Geldmengenpolitik zumindest teilweise erneut in Frage stellen.

Der „innerdeutsche“ Zahlungsverkehr, der im Zuge der deutschen Währungsunion vom 1. Juli 1990 drastisch an Umfang zulegte, verstärkte während der letzten Monate die monetäre Expansion in Westdeutschland beträchtlich<sup>5</sup>. Der Anstieg der Zuwachsrate für die Geldmenge M3 von knapp 4% im Juli auf 5,6% im Oktober letzten Jahres resultierte zum Großteil aus Transaktionen mit Wirtschaftssubjekten in den neuen Bundesländern. Diese Entwicklung bestätigte die Ansicht, daß ein Geldmengenziel allein für die alten Bundesländer unzweckmäßig ist. Soll die Geldmengenpolitik fortgeführt werden, so ist sie auf die neuen Bundesländer auszudehnen. Allerdings müssen hierfür bestimmte Voraussetzungen im Banken- und Nichtbankenbereich bestehen. In den ersten Monaten nach der Währungsunion war dies wohl nicht der Fall. Die Situation hat sich seitdem jedoch deutlich verändert,

<sup>1</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Auf dem Wege zur wirtschaftlichen Einheit Deutschlands, Jahresgutachten 1990/91, insbesondere Ziffer 196.

<sup>2</sup> Die Ergebnisse ökonomischer Tests lassen für M3 im Vergleich zu anderen Aggregaten zwar bessere Steuerungseigenschaften vermuten, aber die Resultate sind keineswegs eindeutig. Vgl. M. J. M. Neumann, J. von Hagen: Theoretische und empirische Grundlagen von Geldmengenzielen und ihrer Realisierung, in: A. Gutowski (Hrsg.): Geldpolitische Regelbindung: Theoretische Entwicklungen und empirische Befunde, Berlin 1987, S. 63-111; H.-D. Smets: Zur Wahl eines geldpolitischen Indikators für die Bundesrepublik Deutschland, in: Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 205 (1988), S. 410-426.

<sup>3</sup> Deutsche Bundesbank: Methodische Anmerkungen zur geldpolitischen Zielgröße „M3“, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1988, S. 21. Als Hauptgrund dieser Umstellung führt sie ein unangemessen hohes Gewicht der Bargeldkomponente in der Zentralbankgeldmenge an, was maßgeblich zum deutlichen Verfehlen des Geldmengenziels in den Jahren 1986 und 1987 beigetragen habe.

<sup>4</sup> Die konkrete Ausformulierung der jährlichen Geldmengenziele (Verlaufsziel, Ziel für den Jahresdurchschnitt, Punktziel, Ziel mit Bandbreite, Ansatzpunkt der Zuwachsrate) gilt überwiegend als nachrangige Frage. Allerdings hat sich die Bundesbank damit des öfteren beträchtlichen zusätzlichen Spielraum für die anzustrebende monetäre Expansion geschaffen. Ribhegge spricht diesen häufigen Veränderungen eine wesentliche konzeptionelle Bedeutung zu. Vgl. H. Ribhegge: Widersprüche in der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank, in: Kredit und Kapital, 22 Jg. (1989), S. 197-220.

<sup>5</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, Oktober 1990, S. 5 und November 1990, S. 5.

*Dr. Horst Reichert, 38, ist Mitarbeiter in der volkswirtschaftlichen Abteilung der Dresdner Bank in Frankfurt. Der Autor gibt in diesem Beitrag seine persönliche Meinung wieder.*

und es ist zu prüfen, ob im Jahre 1991 mit einer hinreichend stabilen Transmission monetärer Impulse gerechnet werden kann.

Vor der deutschen Währungsunion gab es in der ehemaligen DDR ein sogenanntes einstufiges Bankensystem, in dem die Finanzinstitute ebenso wie die anderen Unternehmen als Bestandteile des zentralen Wirtschaftsplanes fungierten<sup>6</sup>. Die grundlegende Umgestaltung zu einem „zweistufigen“ Bankensystem nach westdeutschem Muster war zur Jahreswende noch keineswegs vollständig bewältigt. Die vielfältigen Umstellungsprobleme wurden unter anderem sichtbar in langen Laufzeiten von Überweisungen und häufigen Fehlbuchungen. Allerdings verbessert sich die Situation hierbei zusehends. Auch die Nutzung von Bank-Solawechseln, die die Bundesbank den Kreditinstituten in den neuen Bundesländern mangels handelsüblicher Wechsel zur Refinanzierung zugestanden hatte, wird in den nächsten Monaten wieder deutlich eingeschränkt; an die Stelle der Sonderregelungen für ostdeutsche Banken sollten sukzessive die für westdeutsche Institute geltenden Bedingungen treten. Übers Jahr gesehen werden 1991 im Finanzbereich der neuen Bundesländer wahrscheinlich die „technischen“ Voraussetzungen für einen kalkulierbaren Geldangebotsprozeß vorhanden sein.

### **Noch beträchtliche Unsicherheiten**

Beträchtliche Unsicherheit besteht wohl immer noch in bezug auf die Entwicklung der Geldnachfrage in den neuen Bundesländern. Immerhin hatte es in den ersten Wochen nach der Währungsunion Anzeichen für ein ausgeprägtes Hortungsverhalten gegeben. Bei den Finanzinstituten diagnostizierte die Bundesbank eine Neigung zu umfangreicher Reservehaltung aus Vorsichtsgründen<sup>7</sup>, und dieses traditionelle Keynesche Motiv der Kassenhaltung in einem unsicheren Umfeld spielte auch bei Haushalten und Unternehmen eine wichtige Rolle. Der Finanzkreislauf kam nur schwer in Gang. Obwohl sich diese Verklemmungen im monetären Bereich inzwischen gelöst haben, bleibt die Entwicklung der Geldnachfrage in der ehemaligen DDR vorerst vergleichsweise schwer zu prognostizieren. Es läßt sich noch nicht mit dem üblichen Maß an Verlässlichkeit abschätzen, wie sich dort die Verfügbarkeit einer stabilen und frei konvertiblen Währung, die neuen Finanzinstrumente, die Einkommensentwicklung und die beträchtlichen Umstellungsprobleme der Wirtschaft in der Geldnachfrage der Haushalte und Unternehmen niederschlagen. Weitere überraschende Verhaltensänderungen können den Anpassungsprozeß an die

in Westdeutschland übliche Kassenhaltung, von dem im Prinzip auszugehen ist, durchaus längere Zeit überlagern. Insofern stellt sich die Steuerungsaufgabe für die Geldpolitik zwar weiterhin schwierig dar, aber insgesamt ist eine zunehmend kalkulierbarer werdende Transmission monetärer Impulse zu erwarten.

Der Umstand, daß mittlerweile in der ehemaligen DDR die Voraussetzungen für eine Geldmengenpolitik bestehen, kann jedoch nicht die großen Unschärfen und Risiken verdecken, die auftreten, wenn man den Beitrag dieses Gebietes zur geldpolitischen Zielvorstellung für die Bundesrepublik in der bisher üblichen Form bestimmt. Beträchtliche Unsicherheit besteht schon beim Kernstück der potentialorientierten Geldmengenpolitik, nämlich bei der Einschätzung der erwarteten mittelfristigen Entwicklung des realen Transaktionsvolumens, wie sie näherungsweise im gesamtwirtschaftlichen Produktionspotential zum Ausdruck kommt. Die verfügbaren statistischen Daten erlauben gegenwärtig nur ein ganz grobes Abgreifen von Niveau und Entwicklung des Produktionspotentials in den neuen Bundesländern. Der Preisanstieg, den die Bundesbank für unvermeidlich hält und deshalb „mitfinanzieren“ will, ist dort ebenfalls nur mit einer beträchtlichen Fehlermarge abschätzbar. Bei der letzten Teilgröße des Geldmengenziels, dem Trend der Umlaufgeschwindigkeit von M3, ist eine spezifische Änderung in der Anlageneigung ostdeutscher Haushalte und Unternehmen während der nächsten Jahre zu unterstellen. Voraussichtlich werden sie zunehmend von den traditionellen Spareinlagen, enthalten in M3, zu den jetzt möglichen längerfristigen und höher verzinslichen Anlagen übergehen, die nicht zu dieser Geldvolumengröße zählen. Der Umfang dieser Portfolioumstrukturierung für 1991 läßt sich allerdings kaum quantifizieren. Nicht zuletzt hat die Bundesbank in diesem Zusammenhang zu entscheiden, ob vom Ausgangsniveau der Geldmenge M3, das mit fast 180 Mrd. DM nach der Währungsumstellung in den neuen Bundesländern höher als erwartet lag, inflationärer Druck ausgehen dürfte.

Fehler bei den Einschätzungen des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials, der „normativen“ Preisniveau Komponente und der Kassenhaltungstendenz (in einer weiten Definition) können sich zum Teil gegenseitig aufheben. Dies vermindert etwas die Gefahr einer Zielvorgabe durch die Bundesbank, die sich gesamtwirtschaftlich problematisch auswirkt. Wichtiger ist aber in diesem Kontext die schon angeführte enge Interdependenz monetärer Prozesse in den Teilgebieten eines Währungsraumes. Dadurch kommt es für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung letztendlich allein auf die Geld-

<sup>6</sup> Vgl. H. Reichert: Finanzmarkt DDR, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung Informationsdienste (Hrsg.): DDR-Perspektiven: Wirtschaft, Gesellschaft, Recht, Frankfurt 1990, S. 64 ff.

<sup>7</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, September 1990, S. 11 f.

versorgung im ganzen D-Mark-Raum an. An der Geldmenge M3 für das gesamte Währungsgebiet hatten die neuen Bundesländer im vierten Quartal 1990 einen Anteil von etwa 11,5%. Selbst ein Verfehlen der analytisch angemessenen Geldversorgung Ostdeutschlands am Jahresende um 20% würde für die Bundesrepublik insgesamt lediglich eine Abweichung von etwas mehr als zwei Prozentpunkten bedeuten. Differenzen in dieser Größenordnung gab es in der Bundesrepublik schon des öfteren, ohne daß die Geldpolitik im ganzen erkennbar an Effizienz verloren hätte. Außerdem sollte man keineswegs die Flexibilität der Bundesbank unterschätzen, falls sich im Verlauf von 1991 eine unangemessene Expansion abzeichnet.

Fragt man sich, ob die Bundesbank angesichts dieser zusätzlichen Probleme ihre geldpolitische Konzeption ändern sollte<sup>8</sup>, dann darf man nicht verkennen, daß mit den Risiken auch die möglichen Erträge der Geldmengenpolitik deutlich zunehmen. In der Phase besonderer Unsicherheit, in der sich die deutsche Wirtschaft befindet, besteht ein besonderer Bedarf an wirtschaftspolitischen Vorgaben, die den Wirtschaftssubjekten als Orientierungspunkte dienen und sie – im wohlverstandenen Eigeninteresse – zu stabilitätspolitisch angemessenem Handeln veranlassen. Die Ankündigung eines Geldmengenzieles durch eine Notenbank, die sich erfahrungsgemäß nachdrücklich um seine Realisierung bemüht, ist eine Maßnahme, die diesem Bedarf entspricht<sup>9</sup>.

Eine konsequente Begrenzung der Geldmengenexpansion zwingt vor allem die Tarifparteien und den Staat in die Verantwortung dafür, ob das verfügbare Geldangebot mittelfristig für zusätzliche Produktion und Beschäftigung oder für Preisniveausteigerungen genutzt wird, die letztlich zu einer Stabilisierungszession führen. Der vergleichsweise hohe Rang, der in der Bundesrepublik einem stabilen Geldwert und dem Beschäftigungsziel gegenüber sogenannten verteilungspolitischen Erfolgen eingeräumt wird, läßt erwarten, daß Tarifparteien und Finanzpolitik unter solchen monetären Rahmenbedingungen zu stabilitätskonformem Verhalten finden. Außerdem vermindert eine konsequent mittelfristige Geldpolitik unmittelbar die Inflationserwartungen von Haushalten und Unternehmen, die ebenfalls in die Preisbildung auf den Gütermärkten eingehen<sup>10</sup>. Darüber hinaus stärkt eine klar

stabilitätsorientierte Politik das Vertrauen in die Währung. Ein festerer Außenwert dämpft in einem eng in den internationalen Wirtschaftsprozeß eingebundenen Land wie der Bundesrepublik wiederum merklich den Preisauftrieb.

Eine andere geldpolitische Konzeption, die mittelfristig wahrscheinlich ähnlich stabilisierend wirkt, ist nicht in Sicht. Schon deshalb wäre die Bundesbank schlecht beraten, würde sie in der Phase, in der die Weichen für den Wirtschaftsprozeß im erweiterten Währungsgebiet gestellt werden, auf die Chance verzichten, mit der Ankündigung eines Zielpfades für die monetäre Expansion ein klares geldpolitisches Signal zu geben. Mehr noch: eine Abkehr von dieser bewährten Strategie zum gegenwärtigen Zeitpunkt dürfte an den Märkten als Resignieren vor den Schwierigkeiten der Wirtschafts- und Währungsunion interpretiert werden. Anstatt in einer Phase besonderer Unsicherheit die Orientierung der Marktteilnehmer zu verbessern, hätte dann die Geldpolitik zusätzlich verunsichert.

### Geldmengenziel 1991 und Zinspolitik

Nimmt man alles zusammen, so überwiegen eindeutig die Argumente dafür, die Politik vorangekündigter Geldmengenziele für die gesamte Bundesrepublik fortzuführen. Dies hat die Bundesbank nicht anders gesehen. Für das Jahr 1991 gab sie im letzten Dezember ein Geldmengenziel bekannt, das sie wie üblich ableitete. Von dem Niveau, das die Geldmenge M3 im erweiterten Währungsgebiet im vierten Quartal 1990 aufwies, soll sie bis zum vierten Quartal 1991 um 4% bis 6% zunehmen<sup>11</sup>. Bei den

### Zuwachsraten der Geldmenge M3

(in %)<sup>1</sup>

	Zielvorstellung der Deutschen Bundesbank <sup>2</sup>	Tatsächliche Entwicklung <sup>2</sup>
1988 <sup>a</sup>	3 - 6	6,7
1989 <sup>a</sup>	etwa 5	4,7
1990 <sup>a</sup>	4 - 6	5½ <sup>b</sup>
1991 <sup>a</sup>	4 - 6	

<sup>1</sup> M3: Bargeldumlauf (ohne Kassenbestände der Kreditinstitute), Sichteinlagen, Termingelder mit Befristung unter vier Jahren sowie Spareinlagen inländischer Nichtbanken mit gesetzlicher Kündigungsfrist.

<sup>2</sup> Zuwachs vom vierten Quartal des Vorjahres bis zum vierten Quartal des laufenden Jahres. <sup>a</sup> Für die Jahre 1988 – 1990: alte Bundesländer, für das Jahr 1991: neue und alte Bundesländer. <sup>b</sup> Eigene Schätzung.

<sup>8</sup> Diese Ansicht vertritt beispielsweise Rohde. Vgl. A. Rohde: Deutsche Bundesbank: Abschied vom Geldmengenziel?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 70. Jg. (1990), H. 7, S. 368-371.

<sup>9</sup> Die Vertreter der sogenannten zweiten Generation monetaristischer Ökonomen, unter anderen Lucas und Barro, haben den Verbund zwischen wirtschaftspolitischen Maßnahmen und der Erwartungsbildung im Marktprozeß besonders betont. Aber auch moderne keynesianische Ökonomen, insbesondere die sogenannten Fundamental-Keynesianer und die Gruppe um Hajo Riese, messen gleichermaßen der Informationsfunktion und den Anreizwirkungen wirtschaftspolitischer Entschei-

dungen große Bedeutung zu. Vgl. H. Reichert: Koordinationsprobleme in einer Geldwirtschaft: Ein Beitrag zur Stabilitätstheorie unter keynesianischen Ausgangsbedingungen, Frankfurt, Bern, New York, Paris 1989, S. 305 f. und S. 319 f.

<sup>10</sup> Vgl. H. Reichert: Koordinationsprobleme in einer Geldwirtschaft, a.a.O., S. 318 ff.

<sup>11</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Monatsberichte, Dezember 1990, S. 9 f.

Einschätzungen der Komponenten im Rahmen dieser Zielableitung bestimmen die ökonomischen Bedingungen in Westdeutschland klar das Bild. Am offensichtlichsten ist dies beim Ansatz der Zuwachsrates von + 2,5% für das gesamtwirtschaftliche Produktionspotential, obwohl die Bundesbank für die neuen Bundesländer einen Rückgang der rentablen Produktionsmöglichkeiten erwartet.

Mit ihrem diesjährigen Geldmengenziel hat die Deutsche Bundesbank noch einmal unterstrichen, daß sie eine mittelfristig angelegte, vorrangig an Preisniveaustabilität orientierte Politik betreiben will. In der aktuellen Phase der Hochkonjunktur, die sich im Jahre 1991 in den alten Bundesländern mit ihrer stark maßgeblichen Bedeutung für den D-Mark-Raum fortsetzen dürfte, wirkt eine solche Geldpolitik – wie schon im letzten Jahr – tendenziell restriktiv<sup>12</sup>. Zeichnet sich in den nächsten Monaten ab, daß die Geldmenge M3 trotz des derzeit schon hohen Zinsniveaus um mehr als 6% zunimmt, so ist im Rahmen der Bundesbank-Konzeption umgehend eine Verteuerung des Notenbankkredits zu erwarten. Obwohl die Märkte auch einen so bedingten weiteren Zinsanstieg als eigenständiges geldpolitisches Signal interpretieren könnten, würde dies keinen Wechsel in der geldpolitischen Grundlinie zu einer stärker diskretionären Zinspolitik anzeigen. Selbst eine neuerliche Leitzinsanhebung wäre in diesem Falle lediglich Folge einer konsequent potentialorientierten Geldpolitik.

In der Entwicklung der Geldmenge und der Güterpreise bis Ende 1990 ist noch nichts angelegt, was bald eine Zinsanhebung nötig erscheinen läßt, um das diesjährige Geldmengenziel einhalten zu können. Allerdings bereiten der Bundesbank die jüngsten sehr hohen Lohnforderungen und die rapide steigende Staatsverschuldung Stabilitätsorgen. Vereinbaren die Tarifparteien in den nächsten Monaten Lohnzuwächse um deutlich mehr als im letzten Jahr oder kommt die Finanzpolitik nicht auf Konsolidierungskurs, dann will die Bundesbank nicht allein auf die stabilisierende Kraft der Zinswirkungen vertrauen, die daraus am Markt resultieren würden; für diesen Fall hat sie eine nochmalige Anhebung ihrer Zinssätze angekündigt. Aus ihrer Sicht wären Lohnpolitik und Finanzpolitik die „Verursacher“ einer solchen kreditpolitischen Straffung, die vor allem die Investitionstätigkeit dämpfen und den Arbeitsmarkt belasten würde.

<sup>12</sup> In den Stellungnahmen zum Geldmengenziel der Bundesbank für die Jahre 1988 und 1989 wurde fast regelmäßig auf die reichliche Liquiditätsausstattung der Wirtschaft verwiesen, die aus dem deutlichen Überschreiten der geplanten Geldmengenexpansion in den beiden vorhergehenden Jahren resultierte (vgl. unter anderem D. Duwendag: Geldmengenpolitik: Eine schwierige Gratwanderung, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68 Jg. (1988), H. 2, S. 84 f.). Für die gegenwärtige Bewertung des geldpolitischen Kurses spielt dieser „Geldüberhang“ allerdings keine Rolle mehr.

Obwohl diese Zuweisung von Verantwortung für die drohende Hochzinsphase zum Kern einer konsequenten potentialorientierten Geldpolitik zählt, stößt die Bundesbank mit einem solchen Vorgehen an die Grenzen ihrer hauptsächlich auf den Jahreszielen für die Geldmenge beruhenden Konzeption. Denn voraussichtlich wird weder von hohen Lohnabschlüssen noch vom beträchtlichen Defizit der öffentlichen Haushalte für den Großteil des laufenden Jahres eine merkliche Verschärfung des Preisauftriebs ausgehen; die stabilitätspolitisch bedenklichen Folgen werden sich später zeigen. Die Verteuerung des Notenbankkredits, käme sie so zustande, wäre auf diese für die folgenden Jahre drohenden Verfehlungen des gesamtwirtschaftlichen Stabilitätszieles gerichtet, und sie wäre als Element einer mehrjährig angelegten Politik zu verstehen.

Es zeigt sich wieder, daß die Bundesbank die jährlichen Geldmengenziele nicht als alleinige Richtschnur ihres Handelns betrachtet, sondern gegebenenfalls auch auf andere wichtige binnenwirtschaftliche und außenwirtschaftliche Entwicklungen im Rahmen ihrer längerfristigen Politiküberlegungen entsprechend reagieren will. Insofern muß man das diesjährige Geldmengenziel und den Hinweis auf eine mögliche weitere Zinsanhebung ebenfalls vor dem aktuellen außenwirtschaftlichen Hintergrund werten. Beides beinhaltet eine klare Absage an die Partnerländer, die aus vermutlich beschäftigungspolitischen Gründen die Geldpolitik zu lockern wünschten.

### Robuste Geldmengenkonzeption

Die Realisierung der deutschen Wirtschafts- und Währungsunion bedeutete eine der größten Belastungsproben für die Konzeption der potentialorientierten Geldmengenpolitik. Es zeichnet sich jedoch immer mehr ab, daß sie die mit der Erweiterung des Währungsraumes verbundenen Schwierigkeiten meistern kann. Außerdem wird gerade in dieser Phase allgemeiner Neuorientierung und erhöhter gesamtwirtschaftlicher Risiken ihre gleichsam ordnungspolitische Funktion dringend benötigt. Ein Ersatz hierfür ist nicht in Sicht.

Allerdings warten schon neue Herausforderungen. Finanzinnovationen, die in manchen anderen Ländern den Transmissionsprozeß monetärer Impulse stark beeinflussten, gewinnen in der Bundesrepublik beträchtlich an Bedeutung. Zugleich nimmt die Internationalisierung der Güter- und Kapitalmärkte weiter zu. Dies dürfte in den nächsten Jahren zu gewissen geldpolitischen Veränderungen führen. Aber die potentialorientierte Geldmengenpolitik hat sich in der Bundesrepublik insgesamt als eine sehr robuste Konzeption erwiesen, die auch diese Hürden nehmen sollte.