

## Berichte

### Zur Aussagefähigkeit der Zentralbankgeldmenge als Indikator im geldpolitischen Konzept der Deutschen Bundesbank

Mit der Veränderung der währungspolitischen Rahmenbedingungen im Jahre 1973 hat die Deutsche Bundesbank eine scheinbare Neuorientierung ihrer Geldpolitik vorgenommen, die vielfach als Aufgabe der bis dahin stark keynesianisch geprägten Position zugunsten einer eher monetaristischen Richtung interpretiert worden ist. Dieser Eindruck eines vermeintlichen Kurswechsels beruht wesentlich auf der Tatsache, daß die Bundesbank mit der Zentralbankgeldmenge (ZBGM) ein bis dahin unbekanntes Aggregat in die monetäre Analyse eingeführt hat, das — nach ihrem Verständnis — gleichzeitig sowohl die Funktion eines Zwischenziels als auch die eines Indikators ausüben soll und das auf den ersten Blick eine große Ähnlichkeit mit der Geldbasis aufweist, wie sie üblicherweise von Monetaristen verwendet wird. Die Bundesbank selbst hat wiederholt zu erkennen gegeben, daß die Verwendung dieser neuen Steuer- und Informationsgröße sowie die Festlegung eines monetären Wachstumsziels nicht eine Abkehr von ihrer bisherigen Ansicht über die theoretische Fundierung der Geldpolitik bedeutet. Daß sie diese Mißverständnisse um ihren geldpolitischen Kurs nicht gänzlich beseitigen konnte, muß um so mehr erstaunen, als doch ihre Geldpolitik nach wie vor von keynesianischen Elementen mitgeprägt wird, die teilweise mit einer Geldpolitik aus monetaristischer Sicht unvereinbar sind.

Zur Beurteilung des neuen Bundesbankkonzepts müssen — ungeachtet der Meinungsverschiedenheiten über das ihm zugrunde liegende theoretische Fundament — u. a. die grundsätzliche Eignung und die Aussagefähigkeit der ZBGM als Indikator geprüft werden. Dies ist bereits in zahlreichen Untersuchungen geschehen, in denen zumeist kritisch auf einige Schwächen der neuen Indikatorgröße hingewiesen wird; diese sollen deshalb hier nicht im einzelnen angeführt werden<sup>1</sup>. Die

---

<sup>1</sup> Vgl. u. a. *D. Duwendag*, Die neue Geldpolitik der Deutschen Bundesbank: Interpretation und kritische Anmerkungen. Konjunkturpolitik, Berlin, 22. Jg. (1976), S. 265 ff. sowie die dort angegebene Literatur.

Autoren gehen dabei durchweg isolierend vor, indem sie bei der Diskussion über die Eignung der ZBGM als Indikator davon abstrahieren, daß die ZBGM im Konzept der Bundesbank gleichzeitig auch als Zwischenziel verwendet wird. Es ist zwar unbestritten, daß ein monetäres Aggregat grundsätzlich beide Funktionen — als Zwischenziel und Indikator — gleichzeitig erfüllen kann, doch muß stets im Einzelfall geprüft werden, ob dies auch für das jeweils betrachtete Aggregat im Rahmen eines bestimmten geldpolitischen Konzepts gilt. Das Augenmerk soll daher im folgenden besonders auf die Frage gerichtet werden, ob die Geldpolitik, so wie sie konkret von der Bundesbank betrieben wird, eine Verwendung der ZBGM als Indikator logisch widerspruchsfrei erlaubt bzw. ob sie selbst — oder womöglich die gleichzeitige Verwendung der ZBGM als Zwischenziel — die Aussagefähigkeit und damit die Eignung dieses Indikators zu beeinträchtigen geeignet ist. Dazu sollen hier zunächst einige Überlegungen zur Rolle der ZBGM als Zwischenziel vorangestellt werden, bevor dann auch noch kurz darauf eingegangen werden kann, welche Folgen für die monetäre Entwicklung sich aus einer Nichteinhaltung quantitativer Zielvorgaben für das Wachstum der ZBGM ergeben. Diese Frage stellt sich vor allem deswegen, weil die Bundesbank je bekanntlich seit dem Übergang zur sogenannten Zentralbankgeldmengensteuerung eine Überschreitung des von ihr selbst gesetzten Wachstumsziels für die ZBGM nicht verhindert hat, sondern nachträglich stets Gründe anzuführen mußte, die ihr Verhalten erklären sollten.

### **I. Die Zentralbankgeldmenge als Zwischenziel**

Die Eignung eines monetären Aggregats als Zwischenziel der praktischen Geldpolitik hängt bekanntlich von zwei Voraussetzungen ab. Zum einen muß zwischen der Zwischenzielgröße und dem von der Geldpolitik angestrebten Endziel eine — durch die Transmissionsvariable hergestellte — eindeutige und möglichst enge Wirkungsbeziehung bestehen. Zum anderen muß eine weitgehende Steuerbarkeit der Zwischenzielgröße durch den Einsatz geldpolitischer Instrumente gewährleistet sein, wengleich auch noch andere, nicht von der Zentralbank stammende Einflüsse auf die Entwicklung des Zwischenziels einwirken können. Es dürfte daher unmittelbar einsichtig sein, daß eine Größe c. p. um so besser als Zwischenziel der Geldpolitik geeignet ist, je stärker ihre Entwicklung vom Handeln der Zentralbank dominiert wird bzw. je enger ihr Wirkungszusammenhang mit dem angestrebten End-

ziel ist. Oder anders ausgedrückt: Ein monetäres Aggregat ist um so weniger als Zwischenziel geeignet, je weniger die Bundesbank dieses Aggregat steuern kann und je weniger eng der Wirkungszusammenhang mit dem Endziel ist.

Aus diesen Gründen scheiden die herkömmlichen Aggregate  $M_1$ ,  $M_2$  und  $M_3$  als Zwischenziel aus: Während etwa eine enge Geldmengendefinition (z. B.  $M_1$ ) als Zwischenziel deswegen nicht operational ist, weil diese Größe wegen der starken Nichtbankeneinflüsse (Umschichtungsvorgänge zwischen den verschiedenen Einlagearten) von der Bundesbank kaum gesteuert werden kann, wirken sich derartige Umschichtungsvorgänge in einer breiteren Geldmengendefinition (z. B.  $M_3$ ) nicht aus, doch entfernt man sich dann bei einem solchen Zwischenziel „von dem vermuteten Wirkungszusammenhang zwischen der Ausweitung der Geldmenge und der Zunahme der Nachfrage nach Gütern und Leistungen“<sup>2</sup>. Hinzu kommt, daß die Entwicklung dieser Aggregate — wie auch die letzten Jahre erneut zeigen — häufig so stark voneinander abweicht, daß sie eindeutige und verlässliche Informationen über die monetäre Entwicklung nicht zu liefern imstande sind<sup>3</sup>.

Den Anforderungen eines Zwischenziels wird nach Ansicht der Bundesbank nunmehr die ZBGM am besten gerecht, die von der Bundesbank als Summe aus dem Bargeldumlauf und dem Mindestreserve-Soll auf Inlandsverbindlichkeiten definiert wird, wobei das Mindestreserve-Soll nicht zu den aktuellen Mindestreservesätzen, sondern auf der Basis der im Januar 1974 gültigen Sätze berechnet wird<sup>4</sup>. Wenn die ZBGM — so die Bundesbank — die „gesamte monetäre Expansion“ widerspiegelt und „mittelfristig ein enger Zusammenhang zwischen der monetären Expansion und der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Ausgaben besteht“<sup>5</sup>, erscheint ihre Verwendung als Zwischenziel nur folgerichtig.

Als Zwischenziel stellt die ZBGM auf Grund ihrer Konstruktion eine Kompromißlösung zwischen den beiden Geldmengenbegriffen  $M_1$  und  $M_3$  dar. Im Vergleich zu  $M_3$  ist die Steuerbarkeit des Zwischenziels ZBGM durch die Bundesbank offensichtlich weniger gewährleistet, weil

---

<sup>2</sup> H. Schlesinger, Neuere Erfahrungen der Geldpolitik in der Bundesrepublik Deutschland. „Kredit und Kapital“, Berlin, 9. Jg. (1976), S. 444.

<sup>3</sup> Vgl. ebenda, S. 443.

<sup>4</sup> Vgl. z. B. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1976, o. O. (Frankfurt) u. o. J. (1977), S. 16, Fußnote 1.

<sup>5</sup> Vgl. H. Schlesinger, S. 439.



Nichtbanken allein durch Umschichtungen zwischen einzelnen Einlagearten, die sich in der Größe  $M_3$  kompensieren würden, Einfluß auf die Entwicklung des Zwischenziels nehmen können; dafür darf wegen der Gewichtung der verschiedenen Einlagearten nach ihrem unterschiedlichen „Geldgrad“ vermutet werden, daß der Wirkungszusammenhang zwischen der ZBGM als Zwischenziel einerseits und den Endzielen andererseits ein stärkerer ist als zwischen  $M_3$  und den Endzielen. Im Vergleich zu  $M_1$  hingegen gilt, daß das Zwischenziel ZBGM zwar weniger von Umschichtungen der Nichtbanken abhängt, dafür aber nicht ausgeschlossen werden kann, daß der Zusammenhang zwischen  $M_1$  und den Endzielen noch enger ist.

Die Bundesbank selbst — wie auch ihre führenden Vertreter — hat keinen Zweifel daran gelassen, daß sie die ZBGM nicht völlig unabhängig von den Entscheidungen der Banken und Nichtbanken steuern kann; dies gilt zumindest auf kurze Sicht und für den direkten Einfluß der Bundesbank, wodurch die Eignung der Geldpolitik insgesamt als Teil einer notwendigerweise kurzfristig orientierten, antizyklischen Konjunkturpolitik<sup>6</sup> naturgemäß besonders in Frage gestellt wird. Eine direkte Zentralbankgeldmengensteuerung ist vor allem deswegen nicht möglich, weil kreditpolitische Maßnahmen immer zuerst die Bankenliquidität verändern. Ob es zu der von der Zentralbank gewünschten Veränderung der Zentralbankgeldmenge kommt, hängt letztlich von der Unterstützung durch die Zinspolitik ab<sup>7</sup>; dies wird besonders in einer Phase expansiver Geldpolitik deutlich sichtbar: Die Bundesbank nimmt nicht allein über die Bereitstellung von zusätzlichem Zentralbankgeld Einfluß auf die monetäre Entwicklung, indem sie etwa den daraus resultierenden Zinseffekt abwartet, wie dies von monetaristischer Seite empfohlen wird. Sie beeinflußt vielmehr die Zinsentwicklung durch zinspolitische Maßnahmen; sie nimmt damit einen Teil der Zinssenkung bereits vorweg und versucht — darin durchaus keynesianischen Überlegungen folgend — mit der Zinspolitik als Katalysator die privaten Wirtschaftssubjekte zu verstärkter Kreditnachfrage zu bewegen. Es ist daher nur folgerichtig, wenn die Bundesbank neben der ZBGM auch die Freien Liquiditätsreserven des Bankensektors sowie die Zinssätze als weitere Zwischenziele zu steuern trachtet<sup>8</sup>. Durch diese Überlegungen wird aber

---

<sup>6</sup> Vgl. *H. Schlesinger*, S. 441.

<sup>7</sup> Vgl. *C. Köhler*, *Der Zins als kreditpolitische Steuergröße*. „Deutsche Bundesbank. Auszüge aus Presseartikeln“, Frankfurt am Main, Nr. 77 vom 11. Oktober 1978, S. 1 ff.

die Eignung der ZBGM nicht grundsätzlich in Frage gestellt, sondern lediglich auf die Problematik verwiesen, die sich auch bei der Verwendung der Zentralbankgeldmenge als Zwischenziel ergibt.

## II. Die Zentralbankgeldmenge als Indikator

Vom Beginn ihrer „neuen Geldpolitik“ an hat die Bundesbank die ZBGM nicht nur als Zwischenzielgröße, sondern auch als Indikator verwendet. Die Entscheidung für diesen Indikator beruht — verkürzt dargestellt — vor allem auf der Überlegung, daß die ZBGM „ein unentbehrlicher Bestandteil für die Ausweitung der gesamten Geldmenge“<sup>9</sup> ist. Wegen des engen Zusammenhangs zwischen der Buchgeldschöpfung der Banken und der Geldschöpfung der Zentralbank kann — so die Bundesbank — „die Zentralbankgeldmenge, obgleich nur ein Teil, selbst für das Ganze stehen: nämlich für die gesamte von der Notenbank ermöglichte monetäre Expansion“<sup>10</sup>.

Nach der üblichen Nomenklatur hat ein monetärer Indikator die Aufgabe, Richtung und Stärke der allein aus geldpolitischen Eingriffen resultierenden Einflüsse auf die Endziele zu messen und somit frühzeitig und eindeutig Informationen über die von der Geldpolitik ausgehenden Impulse zu liefern. Das schließt nicht aus, daß die Indikatorgröße gleichzeitig die Funktion eines Zwischenziels ausübt, doch muß natürlich auch dann gewährleistet sein, daß der Indikator allein die von der Zentralbank ausgehenden Impulse erfaßt und nicht von den Aktionen anderer Wirtschaftssubjekte beeinflusst wird. Überraschend — und in erfreulicher Offenheit — hat *Schlesinger*<sup>11</sup> aber deutlich gemacht, daß die Bundesbank die ZBGM zwar als Indikator bezeichnet, doch versteht sie darunter nicht einen Indikator im geschilderten „Politik-Sinne“, sondern eine Größe, die — weil sie von der Verwendung des bereitgestellten Zentralbankgeldes ausgeht — die bereits erfolgte monetäre Expansion angemessen beschreibt. *Schlesinger* weist ausdrücklich darauf hin, daß die ZBGM nicht den Impuls der Geldpolitik aufzeigen soll und kann, son-

---

<sup>8</sup> Zur Begründung vgl. C. Köhler, Probleme der Zentralbankgeldmengensteuerung. In: Probleme der Geldmengensteuerung (Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 99). Hrsg. W. Ehrlicher und A. Oberhauser, Berlin 1978, S. 24 ff.

<sup>9</sup> Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, o. O. (Frankfurt) u. o. J. (1975), S. 26.

<sup>10</sup> Ebenda.

<sup>11</sup> Vgl. H. Schlesinger, S. 446 ff.

dem lediglich das Ausmaß der Geldschöpfung des Bankensektors. Die ZBGM ist somit ein „nach rückwärts gerichteter Indikator“, besser: eine Maßgröße für die bisherige Politik, während die freien Liquiditätsreserven als Indikator im üblichen Sinne fungieren. Die bisweilen am Vorgehen der Bundesbank geübte Kritik, die ZBGM in der von ihr vorgenommenen Definition sei als Indikator (im Politik-Sinn) nicht geeignet, stößt somit ins Leere, weil die Bundesbank eine vom üblichen Sprachgebrauch abweichende Auffassung vom Begriff und Wesen ihres Indikators vertritt. Es bleibt allerdings anzumerken, daß die Bundesbank damit unnötigerweise selbst für eine erhebliche Sprachverwirrung gesorgt hat. Die Kritik an der Verwendung der ZBGM als Indikator (im Bundesbank-Sinn) muß sich darauf richten, ob dieses Aggregat seiner ihm von der Bundesbank zugedachten Aufgabe gerecht werden kann, die bereits erfolgte monetäre Expansion sowie die Geldschöpfung des Bankensystems und den von der Notenbank alimentierten Teil derselben<sup>12</sup> zu messen.

Hierzu gibt es bereits eine Reihe von Beiträgen, in denen auf verschiedene Mängel dieses Indikators aufmerksam gemacht wird. So wird u. a. kritisiert, die ZBGM liefere keine eindeutigen Informationen<sup>13</sup>, ein Anstieg der ZBGM kann beispielsweise verursacht worden sein durch eine höhere Geldnachfrage der Nichtbanken, wie sie sich in der Größe  $M_3$  widerspiegelt, als auch durch Umschichtungen zwischen den Einlagarten bei konstanter Geldmenge  $M_3$  zugunsten der liquideren Komponenten wie auch sogar bei einem absoluten Rückgang von  $M_3$ , sofern der dadurch bedingte Rückgang des Mindestreservesolls durch gleichzeitige Veränderungen der Einlagenstruktur überkompensiert wird.

Eine weitere Ungereimtheit, der allerdings bislang kaum Aufmerksamkeit geschenkt wurde, ist darin zu sehen, daß die ZBGM auch das Mindestreservesoll für Spareinlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 4 Jahren umfaßt. Obwohl diese Einlagen nicht als „Geld“ angesehen werden und in keiner der üblichen Geldmengendefinitionen, wie sie auch von der Bundesbank benutzt werden, enthalten sind, sind sie mitentscheidend für die Entwicklung eines Indikators, der die monetäre Expansion widerspiegeln soll. Inwiefern der so konstruierte Indikator ZBGM die monetäre Entwicklung möglicherweise falsch wiedergibt, kann

<sup>12</sup> Vgl. H. Schlesinger, S. 446.

<sup>13</sup> Vgl. dazu u. a. D. Kath, Das monetäre Interpretations- und Steuerungskonzept der Deutschen Bundesbank. „WiSt, Wirtschaftswissenschaftliches Studium“, München und Frankfurt, 5. Jg. (1976), S. 358 f.



an einem einfachen Beispiel gezeigt werden. Jede Umschichtung zwischen Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist und solchen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist bis zu 4 Jahren berührt die ZBGM nicht, bewirkt aber eine Veränderung von  $M_3$ . Erfolgt hingegen eine Höherdotierung (Reduzierung) solcher Spareinlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 4 Jahren zu Lasten (zugunsten) der übrigen Geldarten (Bargeldumlauf, Sichteinlagen sowie Termineinlagen mit einer Befristung von bis zu 4 Jahren), so sinken (steigen) gleichzeitig sowohl die ZBGM (auf Grund der Strukturveränderung) als auch  $M_3$ , allerdings ist die absolute Abnahme (Zunahme) von  $M_3$  erheblich größer<sup>14</sup>. Auch aus diesen Gründen wird die monetäre Expansion durch die Entwicklung der ZBGM möglicherweise nicht zutreffend wiedergegeben. Dabei ist allerdings impliziert, daß die monetäre Expansion mit der Entwicklung von  $M_3$  gleichgesetzt werden kann. Hier rächt sich, daß die Bundesbank bislang nicht eindeutig gesagt hat, was sie unter dem Begriff „monetäre Expansion“ versteht. Es gibt allerdings eine Reihe von Anhaltspunkten dafür, daß damit die Geldmenge  $M_3$  gemeint ist<sup>15</sup>. Diese Annahme dürfte nicht zuletzt deshalb zutreffen, weil von allen Geldmengenbegriffen  $M_3$  die größte „Verwandtschaft“ zur ZBGM aufweist. Selbst wenn man einwenden mag, daß die durch die oben genannten Umschichtungsvorgänge entstehenden Ungenauigkeiten des Indikators in der Praxis vernachlässigbar gering sein dürften, so bleibt doch festzuhalten, daß es von der Sache her nicht einzusehen ist, warum ein Indikator für die monetäre Entwicklung u. a. von einer Größe abhängt, die nicht zur Geldmenge, sondern zum Geldkapital gerechnet wird. Eine Änderung der ZBGM-Abgrenzung könnte hier für mehr Klarheit sorgen.

Die Frage nach der Aussagefähigkeit der ZBGM als Indikator soll hier — ergänzend zu den in der Literatur enthaltenen kritischen Beiträgen — noch unter einem weiteren Aspekt untersucht werden, der ebenfalls bisher weniger Beachtung gefunden hat. Dabei soll von einer wirtschaftlichen Situation ausgegangen werden, wie sie etwa in der Bundesrepublik zu Beginn des Jahres 1978 zu konstatieren war. Die Lage ist gekennzeichnet durch eine anhaltende konjunkturelle Nachfrageschwäche, zu deren Überwindung die Zentralbank im Rahmen einer

---

<sup>14</sup> Bei einem Größenverhältnis zwischen ZBGM und  $M_3$ , wie es gegenwärtig z. B. in der Bundesrepublik gegeben ist, ist auch die relative Abnahme (Zunahme) von  $M_3$  größer, wenn man von dem Fall absieht, daß eine Umschichtung zwischen den Komponenten „Bargeldhaltung“, und „Spareinlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 4 Jahren“ stattfindet.

<sup>15</sup> Vgl. D. Duwendag, S. 271 ff.

expansiven Geldpolitik Zentralbankgeld in ausreichendem Maße bereitstellt. Um die daraus resultierende Zinssenkungstendenz zu beschleunigen, ist bislang die Zinspolitik — und nicht zuletzt im Hinblick auf eine Anregung der Investitionstätigkeit — bewußt unterstützend eingesetzt worden mit dem Erfolg, daß die Zinssätze auf ein außerordentlich niedriges Niveau gesunken sind. Obgleich die Nachfrage sich noch nicht spürbar und nachhaltig belebt hat, werden weitere zinssenkende Maßnahmen unterlassen.

In einer solchen, durch eine noch nicht überwundene Nachfrageschwäche und ein stark gesunkenes Zinsniveau gekennzeichneten Situation nimmt bekanntlich die Liquiditätsneigung der Wirtschaftssubjekte zu, d. h. die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes sinkt, wie es etwa für die Bundesrepublik schon seit 1974 beobachtet werden kann<sup>16</sup>. Die erhöhte Liquiditätsneigung äußert sich c. p. in einer Strukturverschiebung innerhalb der einzelnen Komponenten der Geldmenge  $M_3$  in Richtung auf eine stärkere Dotierung liquider Anlageformen: Die Bargeldhaltung nimmt tendenziell zu Lasten der Sichteinlagenbestände zu, die Sichteinlagen erfahren andererseits eine Ausweitung, weil die Bildung von Termin- und Spareinlagen, nicht zuletzt wegen des geringer gewordenen Zinsentgangs liquider Anlageformen (Opportunitätskosten), zurückgeht. Allein diese Strukturverschiebung bewirkt bereits ein Ansteigen der ZBGM. Wenn nun die Bundesbank  $M_1$  als Indikator ablehnt, weil  $M_1$  wegen zinsbedingter Umschichtungen zwischen den verschiedenen Einlagearten schwanken kann und somit den vom monetären Bereich ausgehenden Einfluß auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nicht adäquat wiedergeben kann, dann gilt dieser Einwand auch gegen den Indikator ZBGM. Die Gewichtung der verschiedenen Einlagearten mit ihren jeweiligen Mindestreservesätzen bewirkt zwar einerseits, daß die Schwankungen der ZBGM als Folge derartiger Umschichtungsvorgänge weit weniger stark sind als beispielsweise die der Größe  $M_1$ , jedoch führen andererseits auf Grund des hohen Gewichts, das hier dem Bargeldumlauf beigemessen wird, Umschichtungen zwischen Bargeldumlauf und Einlagen — also auch solche innerhalb der Geldmenge  $M_1$  — zu nicht unerheblichen Veränderungen der ZBGM. Auch die Bundesbank gesteht ein, daß es zu umschichtungsbedingten — und damit letztlich zinsbedingten — Verzerrungen der ZBGM kommen kann; sie präsentiert sie

---

<sup>16</sup> Vgl. Westdeutsche Landesbank, Lagebericht Wirtschaft. Düsseldorf, Heft 4/78, S. 15.



sogar ihren Kritikern als Entschuldigung für eine als zu groß kritisierte Expansion der ZBGM.

Dieser durch zinsbedingte Umschichtungsvorgänge bewirkte Anstieg der ZBGM wird noch verstärkt durch eine weitere Folgewirkung der Zinspolitik, die auch als Zinsattentismus bezeichnet wird. Wegen der engen Verflochtenheit aller finanziellen Märkte führen sinkende Zinsen auch zu einem Rückgang der Zinssätze am Kapitalmarkt. Je mehr der Kapitalmarktzins sinkt, um so weniger Wirtschaftssubjekte werden damit rechnen, daß sich diese Tendenz noch weiter fortsetzt. Dies gilt insbesondere dann, wenn der von der Zinspolitik angestrebte rasche Zinsrückgang auf einem seit langem nicht mehr erreichten niedrigen Niveau zum Stillstand kommt, weil weitere zinsenkende Maßnahmen seitens der Zentralbank ausbleiben. Dies muß als Signal verstanden werden, daß die Zinssätze nicht weiter sinken, sondern in Zukunft wieder ansteigen werden und daß die Bundesbank dagegen nichts unternehmen wird. Im Extremfall wird dann kein Wirtschaftssubjekt mehr bereit sein, festverzinsliche Wertpapiere zu kaufen, weil jedermann mit einem erneuten Zinsanstieg rechnet, d. h. der Kauf solcher Wertpapiere unterbleibt wegen der zu erwartenden Kursverluste; diese Situation hat eine große Ähnlichkeit mit der Liquiditätsfalle. Aber selbst wenn dieser Extremfall nicht eintritt, gilt doch zumindest, daß die Wirtschaftssubjekte auf Grund ihrer Zinserwartungen weitaus weniger Vermögen in Form von Geldkapital (längerfristige Termin- und Spareinlagen, Sparbriefe, Bankschuldverschreibungen) bilden als vorher. Die Geldbestände, die ansonsten für die Geldkapitalbildung verwendet worden wären — was für sich gesehen eine Geldvernichtung bedeutet und zu einem Rückgang von  $M_3$  führt —, werden üblicherweise auf geldnahen Konten angelegt und erhöhen insbesondere die in  $M_3$  enthaltenen Termin- und Spareinlagen. In einer solchen Situation führt also die Zinspolitik zu einem Rückgang der Geldvernichtung durch Geldkapitalbildung sowie zu einer Erhöhung von  $M_3$  und der ZBGM. Der Indikator ZBGM zeigt somit eine monetäre Expansion an, ohne daß mit dieser eine erhöhte Nachfrage verbunden ist. Grundsätzlich kann es natürlich zu einer solchen Überzeichnung der monetären Entwicklung durch die ZBGM auch dann kommen, wenn die Bundesbank auf den Einsatz des zinspolitischen Instrumentariums völlig verzichten würde. Das Besondere an der Zinspolitik ist aber, daß der Zins nicht Erwartungsparameter ist, sondern Zielgröße und daß daher mit der Variation dieser Zielgröße bewußt Signale

gesetzt werden. Wäre hingegen der Zins Erwartungsparameter, so könnten die Wirtschaftssubjekte die künftige Zinsentwicklung nicht so gut abschätzen; die Zahl derer, die selbst bei niedrigen Zinsen noch bereit wären, Geldkapital zu bilden, wäre dann größer, d. h. der Indikator ZBGM würde die monetäre Expansion weniger stark überzeichnen.

Man kann also festhalten, daß die Zunahme der ZBGM bei sinkenden Zinssätzen durch zinspolitische Maßnahmen — sofern diese erfolgreich sind, d. h. einen rascheren und nachhaltigen Zinsabbau bewirken — zumindest vorübergehend noch verstärkt wird. Soweit die monetäre Expansion eine Folge der Zinspolitik ist, darf sie aber, da sie lediglich Ausdruck der Ansammlung anlagesuchender Mittel ist, weder als Reflex einer bereits realisierten vergrößerten Gesamtnachfrage noch als Erhöhung des Inflationspotentials (als Folge einer möglichen verstärkten Gesamtnachfrage in der Zukunft) interpretiert werden. Dies gilt natürlich nur unter der Voraussetzung, daß die Wirtschaftssubjekte ihre Entscheidung, diese Mittel zumindest mittelfristig nicht nachfragewirksam zu verwenden, nicht revidieren. Die Erfahrungen der jüngsten Vergangenheit scheinen dies zu bestätigen: Obwohl das Zentralbankgeldmengenwachstum stärker war als geplant, ist bislang sowohl eine Mengenausgleich als auch eine Preiskonjunktur in der Bundesrepublik ausgeblieben.

### III. Beurteilung

Nach diesen Überlegungen kann eine Beurteilung der Frage erfolgen, ob die ZBGM zur Erfüllung der ihr von der Bundesbank zugedachten Aufgabe geeignet ist, die monetäre Expansion sowie die Geldschöpfung des Bankensystems und den von der Zentralbank alimentierten Teil derselben zu messen.

Es war gezeigt worden, daß die monetäre Gesamtentwicklung, ausgedrückt etwa durch die Veränderung der Geldmenge  $M_3$ , nicht allein von der Geldschöpfung des Bankensystems, wie sie in der Kreditgewährung zum Ausdruck kommt, determiniert wird. Neben anderen, hier nicht weiter untersuchten Faktoren, hängt sie auch von der Geldvernichtung, die das Spiegelbild der Geldkapitalbildung der Nichtbanken darstellt, ab. Die ZBGM allein als Ausdruck der Geldschöpfung des Bankensystems zu interpretieren, ist daher verfehlt, weil sie das Resultat aller auf die monetäre Gesamtentwicklung einwirkenden Impulse ist. Der Einfluß des Nichtbankensektors auf die monetäre Expansion ist besonders in rezessiven Phasen, d. h. kurz vor dem Aufschwung, groß.

Desgleichen gibt die ZBGM allein auch keinen Aufschluß über die Höhe der von der Notenbank (direkt) alimentierten Bankengeldschöpfung. Um Näheres über das Ausmaß dieser „Alimentation“ zu erfahren, muß man stets auch die Veränderung der Freien Liquiditätsreserven betrachten, da die Kreditgewährung der Banken bekanntlich nicht nur von der Mittelbereitstellung der Notenbank abhängt. Dies scheint nicht zuletzt mitentscheidend dafür zu sein, daß die Bundesbank nach wie vor auch die Freien Liquiditätsreserven als Indikatorgröße verwendet. Die ZBGM kann allenfalls als Ergänzung dazu aussagefähig sein<sup>17</sup>.

Was schließlich die Aufgabe der ZBGM anbelangt, die monetäre Expansion zu messen, bleibt anzumerken, daß die Bundesbank den Begriff der monetären Expansion nicht näher definiert hat. Vieles spricht dafür, daß damit  $M_3$  gemeint ist; in diesem Fall wäre aber  $M_3$  selbst als Indikator wesentlich besser geeignet. Wird hingegen unter der monetären Expansion eine nicht näher beschriebene monetäre Gesamtentwicklung verstanden, so bleibt das Problem, daß man dieser Globalgröße nicht ansehen kann, welche monetäre Entwicklung sich im einzelnen dahinter verbirgt. Um mögliche Strukturverschiebungen deutlich zu machen, ist dann zusätzlich die Verwendung etwa der Geldmengenbegriffe  $M_1$ ,  $M_2$  oder  $M_3$  sowie ggf. anderer monetärer Aggregate erforderlich. Dadurch wird die Aussagefähigkeit der ZBGM als Indikator weiter relativiert.

Zusammenfassend läßt sich sagen, daß die Bundesbank den Einsatz der Zinspolitik als unbedingt notwendig erachtet, um damit eine bessere Steuerung des Zwischenziels ZBGM zu gewährleisten. Zinspolitische Maßnahmen sind nur dann wirksam, wenn sie das Verhalten der Nichtbanken beeinflussen, das seinerseits die ZBGM determiniert. Somit ist die ZBGM in Wahrheit für die Zentralbank letztlich ein Erwartungsparameter<sup>18</sup>, d. h. strenggenommen kommt sie weder als Indikator für die Rolle der Bundesbank im bisherigen Verlauf des monetären Prozesses noch als Zwischenziel der Geldpolitik mehr in Frage, wenn die Bundesbank eine aktive Zinspolitik betreibt. Dies wird besonders deutlich in der oben beschriebenen konjunkturellen Situation, in der die Zinspolitik zu einer außerordentlich hohen Liquiditätsneigung der Wirtschaftssubjekte führt. Die durch die Entwicklung der ZBGM angezeigte monetäre Expansion ist lediglich Reflex der erhöhten Kassenhaltung, nicht aber ein Zeichen für verstärkte wirtschaftliche Aktivität. Der Zusam-

<sup>17</sup> Vgl. D. Kath, S. 361.

<sup>18</sup> Vgl. ebenda.



menhang zwischen dem Zwischenziel ZBGM und dem Endziel „Gesamtwirtschaftliche Nachfrage“ wird somit entscheidend gelockert, d. h. die ZBGM verliert ihre Eignung als Zwischenziel der Geldpolitik. Die strikte Einhaltung einer vorab als Ziel verkündeten Wachstumsrate der ZBGM würde in einer solchen Situation restriktive Maßnahmen der Zentralbank erforderlich machen, die aber aus konjunkturellen Gründen nicht erwünscht sind. Oder anders gewendet: Eine Überschreitung des bekanntgegebenen Wachstumsziels muß dann nicht eine besondere Gefährdung für die Stabilisierungspolitik signalisieren, sondern zeigt lediglich an, daß bei der Festlegung des Wachstumsziels die Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit nicht richtig antizipiert worden ist. Welchen Informationswert hat dann aber noch die ZBGM?

Heino Schulz, Münster

### Zusammenfassung

#### **Zur Aussagefähigkeit der Zentralbankgeldmenge als Indikator im geldpolitischen Konzept der Deutschen Bundesbank**

Seit 1973 verwendet die Deutsche Bundesbank mit der Zentralbankgeldmenge (ZBGM) ein neues monetäres Aggregat als Zwischenziel- und Indikatorgröße. Hier wird die bislang vernachlässigte Frage untersucht, ob diese Größe beide Aufgaben gleichzeitig erfüllen kann oder ob nicht vielmehr die Verwendung der ZBGM als Zwischenziel, wie sie im geldpolitischen Steuerungskonzept der Bundesbank zum Ausdruck kommt, ihre Eignung als Indikator entscheidend beeinträchtigt.

Da die Zwischenzielgröße ZBGM auch Einflüssen aus dem Nichtbankenbereich unterliegt, kann sie nach Ansicht der Bundesbank von ihr nicht direkt gesteuert werden, sondern nur indirekt über zinspolitische Maßnahmen. Die Zinspolitik setzt aber Signale und ruft Erwartungen über die Höhe der zukünftigen Zinssätze hervor.

Anhand einiger Beispiele wird gezeigt, wie als Folge derartiger Erwartungen in bestimmten Situationen eine Zinssenkungspolitik zu Strukturverschiebungen innerhalb der Geldmenge  $M_3$  oder auch zu einer allein zinsinduzierten Ausweitung von  $M_3$  und damit c. p. jeweils zu einem Anstieg der ZBGM führen kann. Diese Expansion der ZBGM muß aber nicht zwangsläufig von einer entsprechenden Expansion der Buchgeldschöpfung der Banken und somit der kaufkraftwirksamen Nachfrage begleitet sein. Wegen des im Konjunkturablauf unterschiedlich engen Zusammenhangs zwischen der Bankengeldschöpfung und der Zentralbankgeldschöpfung kann somit die ZBGM als Indikator die monetäre Entwicklung stark verzeichnen. Je besser also die ZBGM mit Hilfe der Zinspolitik als Zwischenziel gesteuert werden kann, desto größer ist die Gefahr, daß sie als Indikator versagt.

## Summary

### **On the Evidentiary Value of the Quantity of Central Bank Money as an Indicator in the Monetary Policy Concept of the German Bundesbank**

Since 1973, the German Bundesbank has been using a new aggregate, the quantity of central bank money (QCBM), as an intermediate target and indicator magnitude. This article examines the hitherto neglected question of whether this magnitude can perform both functions simultaneously or whether it is not more likely that use of the QCBM as an intermediate target, as envisaged in the Bundesbank's monetary-policy control concept, does not impair decisively its suitability as an indicator.

As the intermediate target magnitude QCBM is also subject to influences from the non-banking sphere, it cannot, in the Bundesbank's view, be controlled direct by the central bank, but only indirectly via interest policy measures. However, interest rate policy gives signals and awakes expectations concerning the level of future interest rates.

On the basis of several examples it is shown how, in consequence of such expectations, in certain situations a policy of lowering interest rates may result in structural shifts in the quantity of money  $M_3$  or even to an exclusively interest-rate-induced increase in  $M_3$  and thus, *ceteris paribus*, to a greater QCBM in each case. That expansion of the QCBM, however, need not necessarily be accompanied by a corresponding expansion of book-money creation by the banks and hence of demand that affects purchasing power. On account of the varying closeness of the relationship between bank-money creation and central-bank-money creation over the course of the trade cycle, the QCBM may thus, when used as an indicator, give a greatly distorted picture of the monetary trend. Therefore, the better the QCBM can be controlled as an intermediate target with the help of interest rate policy, the greater in the risk that it will fail as an indicator.

## Résumé

### **La valeur informative du volume monétaire de la banque centrale comme indicateur dans le concept de politique monétaire de la Deutsche Bundesbank**

Depuis 1973, la Deutsche Bundesbank utilise en le volume monétaire de la banque centrale (VMBC) un nouvel agrégat comme grandeur d'objectif intermédiaire et d'indicateur. L'auteur examine la question jusqu'ici négligée de savoir si cette grandeur est en mesure de remplir simultanément ces deux missions ou si plutôt l'usage du VMBC à titre d'objectif intérimaire, tel qu'il ressort du concept d'orientation de politique monétaire de la Bundesbank, ne restreint pas de manière décisive sa capacité de servir d'indicateur.

Comme la grandeur intérimaire VMBC subit également l'influence du secteur non bancaire, la Bundesbank estime ne pas pouvoir la contrôler directement, mais plutôt indirectement par le truchement de mesures de

politique de taux d'intérêt. Cette politique des taux établit des voyants ou signaux et fait naître des anticipations sur le niveau des futurs taux d'intérêt.

A l'aide de quelques exemples, l'on montre que, à la suite de ces anticipations, dans des situations données une politique de baisse des taux d'intérêt peut aboutir à des déplacements structurels dans la masse monétaire  $M_3$  ou également à la seule extension induite par les taux de  $M_3$  et, toutes autres choses restant égales, à une augmentation du VMBC. Cette expansion du VMBC ne doit pas nécessairement s'accompagner d'une expansion correspondante de la création monétaire scripturale des banques et donc de la demande redevable à un pouvoir d'achat renforcé. En raison de rapports d'étroitesse variable dans le déroulement de la conjoncture entre la création de monnaie bancaire et celle de monnaie de la banque centrale, le VMBC peut comme indicateur largement déformer le développement monétaire. Mieux le VMBC peut être contrôlé à l'aide de la politique des taux d'intérêt comme objectif intérimaire, plus grand est le danger qu'il présente des défaillances comme indicateur.