

Caesar, Rolf

Article — Digitized Version

## Zentralbankgeldschöpfung und Zentralbankgeldmenge

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Caesar, Rolf (1975) : Zentralbankgeldschöpfung und Zentralbankgeldmenge, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 55, Iss. 5, pp. 267-272

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134820>

**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.*

## Zentralbankgeldschöpfung und Zentralbankgeldmenge

Rolf Caesar, Köln

Seit dem 5. Dezember 1974 steht die Geldpolitik in der Bundesrepublik – in folgerichtiger Verwirklichung des neuen, monetaristisch beeinflussten geldpolitischen Konzepts der Bundesbank<sup>1)</sup> – unter der Maxime, die Zentralbankgeldmenge (im folgenden: ZBGM), um 8 % ansteigen zu lassen. Eine solche Wachstumsrate könnte nach Ansicht des Zentralbankrats „im Jahresverlauf 1975 . . . als stabilitätspolitisch vertretbar erscheinen, wobei indessen beachtet werden muß, daß kurzfristig kein enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Sozialprodukts und der Zentralbankgeldmenge besteht<sup>2)</sup>. Im folgenden einige kritische Anmerkungen zu dieser „Verstetigungsstrategie“ der Bundesbank.

In der Öffentlichkeit ist die angestrebte Zunahme der ZBGM um 8 % mit einer geplanten Netto-Schöpfung von Zentralbankgeld in Höhe von ebenfalls 8 % gleichgesetzt worden. Hieraus wurde die Folgerung gezogen, der Beschluß des Zentralbankrates sei – ausgehend von einer ZBGM in der Bundesrepublik von 96,3 Mrd. DM im Dezember 1974 (Bargeldumlauf außerhalb des Bankensystems 51,5 Mrd. DM; Mindestreservesoll 44,8 Mrd. DM) – gleichbedeutend mit einer Zentralbankgeldschöpfung von knapp 8 Mrd. DM.

Diese Konsequenz ist jedoch nicht zwingend, sondern trifft nur unter bestimmten, einschränkenden Annahmen zu. Da die Bundesbank eine von der üblichen Terminologie abweichende Definition der ZBGM verwendet, ist mit einer Zentralbankgeldschöpfung (bzw. -vernichtung) nicht notwendigerweise eine entsprechende Veränderung der ZBGM verbunden. Grund sind die – nicht prognostizierbaren – Einflüsse, die von dem Verhalten der Kreditinstitute und/oder der Nichtbanken ausgehen können. Mit diesen Fragen befassen sich die folgenden Ausführungen. Ausgehend von den terminologischen Differenzen hinsichtlich des Begriffs der ZBGM, werden den Einflußfaktoren auf die Entwicklung der ZBGM im herkömmlichen

Sinne die potentiellen Quellen der Veränderung der ZBGM in der Definition der Bundesbank gegenübergestellt. Schließlich wird die Frage untersucht, welche Konsequenzen sich hieraus für die Geldpolitik der Bundesbank im Jahre 1975 ergeben können<sup>3)</sup>.

Nach der traditionellen Definition können unter Zentralbankgeld „sämtliche Sichtguthaben auf Konten bei der Notenbank und die umlaufenden Banknoten und Münzen“<sup>4)</sup> verstanden werden (Definition a). Die Abgrenzung ist jedoch nicht einheitlich, da teilweise laufende Guthaben der öffentlichen Haushalte bei der Zentralbank nicht zum Zentralbankgeld gerechnet werden<sup>5)</sup> (Definition b).

Der Sachverständigenrat schließlich verwendet eine weiter eingeeengte Fassung, indem er lediglich „Bargeldumlauf und Zentralbankguthaben der Banken“<sup>6)</sup> bzw. „Bargeldumlauf (und) Bankreserven“<sup>7)</sup> einbezieht; hiernach gehören die – quantitativ relativ unbedeutenden – Guthaben von privaten Nichtbanken aufgrund einer Teilnahme am Überweisungsverkehr der Bundesbank nicht zur ZBGM.

Wichtig ist für unsere weiteren Überlegungen, daß traditionell zumindest alle Bestände an Sichtgut-

---

1) Siehe dazu Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1973, S. 3 ff.

2) Beschluß des Zentralbankrats der Deutschen Bundesbank vom 5. Dezember 1974, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 77 vom 6. Dezember 1974, S. 1.

3) Dagegen wird die Frage, ob ein Wachstum der ZBGM von 8 % dem Wachstum der deutschen Volkswirtschaft „angemessen“ oder „vertretbar“ (Bundesbank, ebenda) ist, nicht behandelt.

4) So z. B. O. Issing: Einführung in die Geldtheorie, Heidelberg 1974, S. 3.

5) D. Dickertmann und A. Siedenbergl: Geldpolitische Lenkungsinstrumente in der BRD, 2. Aufl., Tübingen Düsseldorf 1975, S. 33. Vgl. auch die Begründung in: Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken – Erläuterungen zur Liquiditätsrechnung der Bundesbank –, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1974, S. 19; kritisch dazu D. Dickertmann: Freie Liquiditätsreserven und Zentralbankgeld, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 54. Jg. (1974), H. 9, S. 487 f.

6) Sachverständigenrat, Jahresgutachten 1974/75, Stuttgart Mainz 1974, S. 153, Tabelle 27, Fußnote 1.

7) Ebenda, Ziff. 380.

---

*Dr. Rolf Caesar, 31, ist seit Juli 1974 wissenschaftlicher Assistent am Seminar für Finanzwissenschaft der Universität zu Köln. Zuvor war er u. a. stellvertretender Geschäftsführer der CEPES – Europäische Vereinigung für wirtschaftliche und soziale Entwicklung in Düsseldorf.*

haben der Kreditinstitute bei der Zentralbank und sämtliches Bargeld in inländischem Besitz zur „ZBGM“ gezählt werden. Diese wird üblicherweise auch mit dem Begriff „monetäre Basis“ („monetary base“) gleichgesetzt.

Demnach umfaßt die ZBGM in diesem Sinne außer dem umlaufenden Bargeld und den aufgrund der Mindestreserveverpflichtungen der Kreditinstitute bei der Zentralbank unterhaltenen Sichtguthaben auch die von diesen freiwillig darüber hinaus gehaltenen Beträge, die sog. Überschußguthaben.

Die Bundesbank hat sich nun zu einer abweichenden Bezeichnung der ZBGM (nicht dagegen des Zentralbankgeldes) entschlossen, indem sie die Überschußguthaben (und die Mindestreserven auf Ausländereinlagen) nicht mehr in die ZBGM einrechnet<sup>8)</sup>. Damit umfaßt „der Begriff der Zentralbankgeldmenge... im Sprachgebrauch der Bundesbank den Bargeldumlauf im Tagesdurchschnitt eines Monats und das Reserve-Soll<sup>9)</sup> für Inlandsverbindlichkeiten der Banken des gleichen Monats“<sup>10)</sup>. Das bedeutet, daß die ZBGM im Sinne der Bundesbank „nicht alle Bestände an aktuell vorhandenem Zentralbankgeld enthält, sondern nur jene, die bereits für die inländische monetäre Expansion verwendet worden sind“<sup>11)</sup>.

Nun könnte man geneigt sein, diese terminologischen Differenzen als allenfalls theoretisch interessant abzutun. Sie haben jedoch durchaus bedeutsame geldpolitische Konsequenzen im Hinblick auf das Ausmaß der Zentralbankgeldschöpfung (bzw. -vernichtung), das zur Veränderung der „ZBGM“ (in der jeweiligen Definition) durch die Zentralbank erforderlich ist. Dieses Ausmaß kann aufgrund der Definition der Bundesbank nicht unerheblich von dem abweichen, was bei Zugrundelegung des herkömmlichen Begriffs notwendig wäre.

Gemäß den traditionellen Definitionen wird die ZBGM durch alle Komponenten der Zentralbankgeldschöpfung beeinflusst. Eine Zentralbankgeldschöpfung bzw. Erhöhung der ZBGM erfolgt, wenn die Zentralbank Aktiva monetisiert, also Aktiva ankauft, die nicht allgemeines Zahlungsmittel sind, und dafür mit Forderungen auf sich selbst

<sup>8)</sup> Zur Begründung dieses Vorgehens siehe Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken, a. a. O., S. 17 ff.

<sup>9)</sup> In dieser Größe werden jedoch nur Veränderungen des Reserve-Solls berücksichtigt, die sich aus Veränderungen der Verbindlichkeiten der Kreditinstitute ergeben. Dagegen bleiben solche Verschiebungen außer acht, die aus veränderten Reservesätzen resultieren, da hierdurch die Aussagekraft der Größe „ZBGM“ als Maßstab der monetären Entwicklung im Bankensektor beeinträchtigt würde. Siehe Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken, a. a. O., S. 20; vgl. auch Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1974/75, a. a. O., Tz. 381 f.

<sup>10)</sup> Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1975, S. 13, Fußnote 2.

<sup>11)</sup> Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1974/75, a. a. O., Tz. 382.

zahlt. Umgekehrt bedeutet jeder Verkauf von Nicht-Geld-Aktiva durch die Zentralbank eine Zentralbankgeldvernichtung und damit eine Verringerung der ZBGM.

Im Anschluß an Gaude<sup>12)</sup> lassen sich folgende Quellen der Zentralbankgeldschöpfung unterscheiden, die von der Zentralbank in unterschiedlichem Maße steuerbar sind<sup>13)</sup>:

Die außenwirtschaftliche Komponente: Hierzu zählt vor allem der Ankauf (bzw. Verkauf) von Devisen durch die Zentralbank; zu solchen Transaktionen ist die Bundesbank seit dem Übergang zum sog. Block-Floating in der EWG nurmehr gegenüber den am System der Euro-Schlange beteiligten Ländern verpflichtet, sie nimmt sie jedoch auf eigene Initiative hin zeitweise auch gegenüber dem US-Dollar (bzw. anderen „Dritt-währungen“) vor<sup>14)</sup>.

Die Refinanzierungskomponente: Diese umfaßt die Zurverfügungstellung von Zentralbankgeld durch Rediskontierung von Wechseln und durch Lombardierung von Wertpapieren.

Die Offenmarktkomponente: Durch An- und Verkauf von Wertpapieren am Geld- und Kapitalmarkt kann die Zentralbank dem Bankensystem (und/oder dem privaten Sektor) Zentralbankgeld zuführen oder entziehen.

Die fiskalische Komponente: Hierzu zählen alle Formen der Kreditgewährung der Zentralbank an die öffentliche Hand, insbesondere in Form von Kassenkrediten, Schatzwechselkrediten und Übernahme langfristiger Wertpapiere. Ob aufgrund solcher Kredite geschaffene Zentralbankguthaben unmittelbar zur ZBGM gehören (gemäß der weitesten Definition des Zentralbankgeldes) oder ob sie erst in dem Augenblick zur Entstehung von Zentralbankgeld führen, in dem die öffentlichen Haushalte ihre Guthaben bei der Zentralbank durch Überweisungen auf Konten bei den Kreditinstituten übertragen (gemäß der eingengeren Definition), ist im Falle der laufenden Kreditgewährung zweitrangig<sup>15)</sup>. Der Unterschied wird erst dann bedeutsam, wenn – wie derzeit – größere aktivierbare öffentliche Sondereinlagen vor-

<sup>12)</sup> B. Gaude: Die Mechanismen der Zentralbankgeldschöpfung und ihre Kontrollierbarkeit durch die Zentralbank, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, hrsg. von Fritz Voigt, Bd. 43, Berlin 1969, S. 35 ff.

<sup>13)</sup> Der Gesichtspunkt der Größe des Handlungsspielraums der Zentralbank, der sich für diese aus dem Grad der Steuerbarkeit der einzelnen Komponenten ergibt, wird im weiteren nicht behandelt. Siehe hierzu im einzelnen B. Gaude, a. a. O., S. 88 ff., und W. Salomo: Geldangebot und Zentralbankpolitik. Eine Studie zur Theorie des Geldangebots, Kieler Studien, hrsg. von H. Giersch, 116, Tübingen 1971, S. 93 ff.

<sup>14)</sup> Vgl. R. Casar: Monetäre Wirkungen eines Multiwährungs-interventionssystems mit Saldenausgleich – Untersucht am Beispiel der Europäischen Währungs-Schlange, in: Kredit und Kapital, 8. Jg. (1975), 2. H., S. 98 f.

<sup>15)</sup> Denn bei dieser erfolgen die Schaffung der öffentlichen Guthaben bei der Bundesbank und ihre Auflösung infolge Überweisung auf (private oder öffentliche) Konten bei den Kreditinstituten nahezu ohne zeitlichen Abstand; es könnte hier allenfalls ein geringer time-lag zwischen der Entwicklung der ZBGM gemäß Definition a) und derjenigen gemäß Definition b) entstehen.

handen sind, deren Inanspruchnahme gemäß Definition a) keine Veränderung, gemäß Definition b) dagegen eine Vergrößerung der ZBGM bewirken würde.

Zusammenfassend läßt sich festhalten, daß bei allen „herkömmlichen“ Definitionen der ZBGM ein unmittelbarer Zusammenhang zwischen einer Zentralbankgeldschöpfung bzw. -vernichtung und einer Veränderung der ZBGM besteht. Die ersten Transaktionen bedeuteten *uno actu* eine Erhöhung bzw. Verringerung der ZBGM; Differenzen aufgrund des Verhaltens von Kreditinstituten und/oder Nichtbanken sind aufgrund der definitorischen Abgrenzung der ZBGM nicht möglich.

Andere Konsequenzen ergeben sich bei Zugrundelegung der Bundesbank-Definition der ZBGM. Danach kann eine Expansion der ZBGM um 8 Mrd. DM – um beim aktuellen Beispiel zu bleiben – resultieren:

aus einer Zunahme des Bargeldumlaufs; hierbei kann davon ausgegangen werden, daß sich die Zahlungsgewohnheiten der Wirtschaftssubjekte kurzfristig in der Regel nicht wesentlich verändern<sup>16)</sup>;

aus einer Erhöhung der mindestreservepflichtigen Verbindlichkeiten<sup>17)</sup>, d. h. der Sichtverbindlichkeiten, der befristeten Verbindlichkeiten und der Spareinlagen.

Im Gegensatz zu den vorstehenden Überlegungen führt eine Monetisierung von Aktiva durch die Bundesbank hier nicht *uno actu* zu einer Erhöhung der ZBGM. Vielmehr findet eine solche erst statt, wenn die Aktivitäten der Bundesbank sich (via Erhöhung des Bargeldumlaufs oder Anstieg der reservepflichtigen Verbindlichkeiten der Kreditinstitute) im Nichtbankensektor ausgewirkt haben. Hieraus ergibt sich die Frage, wie eine Zentralbankgeldschöpfung von x DM durch die Bundesbank auf den Kreditschöpfungsspielraum der Kreditinstitute und auf die ZBGM (in der Definition der Bundesbank) wirkt.

a) Erhalten die Kreditinstitute aufgrund von Devisenverkäufen, Rediskont- oder Lombardgeschäften oder durch Offenmarktoperationen<sup>18)</sup> Zentral-

<sup>16)</sup> Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1974/75, a. a. O., Tz. 379. Dabei wird jedoch die Möglichkeit durchaus nicht geleugnet, daß sich die Zahlungssitten im Zuge von Portfolioentscheidungen auch kurzfristig ändern können, wenn etwa bei Gefahr einer Rezession die Liquiditätsneigung abrupt ansteigt und dabei die von den Wirtschaftssubjekten gehaltene „gesamte“ Kasse (Bargeld – Sichtdepositen) in verstärktem Maße zugunsten der Bargeldhaltung umgeschichtet wird; einen Sondertall mit jedoch ähnlichen Konsequenzen für die Zahlungssitten stellte die scharfe Erhöhung des Bargeldumlaufs im Gefolge der Herbst-Krise dar (Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 24). Derartige Veränderungen werden jedoch im folgenden außer acht gelassen.

<sup>17)</sup> Das Reserve-Soll spiegelt die Entwicklung der reservepflichtigen Verbindlichkeiten mit einer Verzögerung von vierzehn Tagen (gewöhnlich nach dem Stand im Durchschnitt des 23. und des Ultimos des Vormonats und des 7. und 15. des laufenden Monats) wider. (Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1975, S. 13, Fußnote 2.)

bankgeld, so findet bei ihnen lediglich eine Umschichtung von Aktiva statt. Dadurch erhöht sich zwar in der Regel<sup>19)</sup> die Liquidität der Kreditinstitute, doch findet noch keine Erhöhung der reservepflichtigen Verbindlichkeiten statt. Diese erfolgt erst dann, wenn sich die Kreditinstitute aufgrund ihrer gestiegenen Barreserve entschließen, ihre Kreditgewährung an private<sup>20)</sup> Nichtbanken<sup>21)</sup> auszudehnen und diese infolgedessen entsprechende Guthaben bei den Kreditinstituten (= Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken aus der Sicht der Kreditinstitute) erhalten. Solche Einlagen unterliegen ebenso der Reservepflicht wie alle folgenden, aus Überweisungen des „ersten“ und der weiteren Kreditnehmer resultierenden Guthabenschriften im Bankensystem. Im Zuge der multiplen Giralgeldschöpfung entstehen dann insgesamt neue reservepflichtige Verbindlichkeiten, die sich nach der Formel des Giralgeldschöpfungsmultiplikators bestimmen lassen<sup>22)</sup>.

Unterstellen wir vereinfachend<sup>23)</sup>, daß der maximale Kreditspielraum allein durch die Zentralbankgeldschöpfung der Notenbank bestimmt wird, so beträgt die potentielle (zusätzliche) Kreditschöpfung des Bankensystems ein durch den Multiplikator bestimmtes Vielfaches der (zusätzlich) von der Notenbank zur Verfügung gestellten Überschussreserve. In Höhe eines durch die Mindestreservesätze festgelegten Anteils des Einlagenzuwachses erhöht sich dann das Mindestreserve-Soll; auch steigt der Bargeldumlauf, da entsprechend den Zahlungsgewohnheiten ein Teil der neu geschaffenen Kredite in barer Form beansprucht wird<sup>24)</sup>. Als Ergebnis dieser Trans-

<sup>18)</sup> Gewisse Besonderheiten ergeben sich im Falle einer Zentralbankgeldschöpfung aufgrund der fiskalischen Komponente. Die für die Kreditschöpfung zur Verfügung stehende Überschussreserve ist nämlich in diesem Falle geringer, da ein Teil des von Bundesbankkonten der öffentlichen Hand zu den Kreditinstituten gelangenden Zentralbankgeldes bereits in der „ersten“ Stufe zu einer Erhöhung der Mindestreservepflicht und/oder des Bargeldumlaufs (vor allem, wenn die öffentlichen Überweisungen privaten Haushalten zufließen) führen. Dieser besondere Aspekt wird jedoch im folgenden nicht näher untersucht.

<sup>19)</sup> Eine Ausnahme bilden Offenmarktgeschäfte in kurzfristigen Wertpapieren, durch die die Liquidität der Kreditinstitute nur umgeschichtet, nicht aber in ihrem Grad entscheidend verändert wird (vgl. D. Dickertmann und A. Siedenbergh, a. a. O., S. 72).

<sup>20)</sup> Der Fall der Kreditgewährung der Kreditinstitute an die öffentliche Hand wird im folgenden vernachlässigt.

<sup>21)</sup> Dagegen würde eine Kreditgewährung an andere Kreditinstitute die Reservepflicht nicht berühren, da Interbankverbindlichkeiten keiner Reservepflicht unterliegen.

<sup>22)</sup> Siehe hierzu beispielweise C. Köhler: Geldwirtschaft, I. Band: Geldversorgung und Kreditpolitik, Berlin 1970, S. 110 ff.

<sup>23)</sup> Damit werden die möglichen Komplikationen außer acht gelassen, die sich bei Berücksichtigung der potentiellen Zentralbankgeldbestände der Kreditinstitute (neben den aktuell vorhandenen Überschussguthaben) ergeben würden. Vgl. hierzu F. A. Lutz: Geldschaffung durch die Banken, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Bd. 104 (1970), S. 3 ff., und K.-H. Ketterer: Ein Indikator für die Stärke und Wirkungsrichtung monetärer Impulse, in: Konjunkturpolitik, 17. Jg. (1971), S. 351 ff., sowie auch die Ausführungen über das „rechnerische Kreditmaximum“ in: Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1971/72, Stuttgart Mainz 1971, Tz. 141-147.

<sup>24)</sup> Köhler bezieht die Reservehaltung in eine umfassende „Verwendungsquote“ und die Barabhebung in eine „Versickerungsquote“ ein. Siehe im einzelnen: C. Köhler: Geldwirtschaft, a. a. O., S. 113 ff.

aktionen nimmt – im theoretischen Modell – die ZBGM in der Tat um den gleichen Wert zu wie die Zentralbankgeldversorgung<sup>25)</sup>.

b) Es ist jedoch zumindest zweifelhaft, ob eine solche parallele Entwicklung von Zentralbankgeldversorgung und ZBGM tatsächlich erwartet werden kann. Diskrepanzen zwischen beiden können insbesondere aus dem Verhalten der Kreditinstitute und dem Verhalten der Nichtbanken resultieren:

So hat die kritische Analyse und Erweiterung des Multiplikatorbegriffs im Laufe der sechziger Jahre verdeutlicht, daß die Kreditinstitute keineswegs immer den maximalen Kreditschöpfungsspielraum ausnutzen, der sich aus einer (potentiellen) Überschußreserve ergibt<sup>26)</sup>. Vielmehr können sie selbst entscheiden, ob sie ihnen zufließendes Zentralbankgeld für die Kreditgewährung verwenden wollen, so daß es infolge der damit einhergehenden Einlagenexpansion in der Mindestreserve gebunden wird, oder ob sie es als freie Liquiditätsreserve – sei es in Form von Überschußguthaben, sei es in Form von zentralbankfähigen Geldmarktpapieren<sup>27)</sup> – halten: „Es gibt keine direkten Möglichkeiten, auf ein solches Verhalten der Banken einzuwirken.“<sup>28)</sup> 29)

Neben der Möglichkeit, daß die Kreditinstitute durch ihr Verhalten aufgrund von Rentabilitäts- und Liquiditätsüberlegungen die maximale Kreditschöpfung – und damit die der Zentralbankgeldschöpfung entsprechende Erhöhung der ZBGM – verhindern, kann hierzu auch das Verhalten der Nichtbanken beitragen<sup>30)</sup>. Nur wenn die Kredit-

nachfrage ausreicht, um das durch das bereitgestellte Zentralbankgeld finanzierbare Kreditangebot zu absorbieren, nimmt die ZBGM im gleichen Rhythmus zu wie die Zentralbankgeldversorgung. Sind dagegen Kreditnachfrage und infolgedessen Kreditgewährung gering, so bleibt das Kreditmaximum ungenutzt, und das von der Bundesbank bereitgestellte Zentralbankgeld wird nicht völlig in der ZBGM gebunden; es entstehen freie Liquiditätsreserven, was besonders für konjunkturelle Abschwungphasen typisch ist<sup>31)</sup>.

Die wechselnde quantitative Bedeutung der freien Liquiditätsreserven – bestehend aus Überschußguthaben, unausgenutztem Rediskontspielraum sowie in die Geldmarktregulierung einbezogenen inländischen Geldmarktpapieren<sup>32)</sup> – hat sich in der Bundesrepublik gerade in den letzten Jahren erneut gezeigt. Lagen sie beispielsweise im Juni 1972 bei 15,9 Mrd. DM und im Februar 1973 noch bei 11,2 Mrd. DM, so waren sie im April des gleichen Jahres (als Folge der verschärften Mindestreservpolitik der Bundesbank) auf 1,1 Mrd. DM geschrumpft und bewegten sich dann 18 Monate lang bei „nahe Null“<sup>33)</sup>, d. h. de facto auf einem (technisch notwendigen) Niveau von durchschnittlich gut 2 Mrd. DM; Anfang 1975 hatten die freien Liquiditätsreserven dagegen wieder einen Wert von immerhin 4,8 Mrd. DM erreicht<sup>34)</sup>. Die Existenz freier Liquiditätsreserven in nennenswertem Umfang ist jedoch geeignet, eine konsequente Mengenstrategie im Hinblick auf die ZBGM vor allem im Falle einer später beabsichtigten erneuten Restriktionspolitik zu durchkreuzen, wie die Bundesbank selbst konstatiert hat: „Nur wenn die freien Liquiditätsreserven nahe bei Null sind, ist gewährleistet, daß die Transaktionen und Maßnahmen der Notenbank... auf die Zentralbankgeldmenge durchschlagen“<sup>35)</sup>. Damit ist aber eine strenge Beziehung zwischen Zentralbankgeldversorgung und Kreditschöpfung nicht mehr gegeben.

Festzuhalten bleibt: Bankenverhalten einerseits und Nichtbankenverhalten andererseits können dazu führen, daß der theoretische (= maximale) Kreditschöpfungsmultiplikator in der Realität nicht erreicht wird, der tatsächliche Multiplikator also

25) Dies kann mit einem durch die zeitliche Dauer des multiplen Giralgeldschöpfungsprozesses bedingten time-lag geschehen, wenn die Kreditinstitute sich zunächst Zentralbankgeld beschaffen, um dieses dann zur Kreditgewährung einzusetzen. Häufiger ist aber wohl, daß die Kreditgewährung vorangeht und die Kreditinstitute die sich daraus ergebenden Konsequenzen (erhöhter Bargeldabzug, Erhöhung des Mindestreserve-Solls) zum Anlaß nehmen, um sich das notwendige Zentralbankgeld über eine der genannten Komponenten zu beschaffen; hier wäre allenfalls ein geringer time-lag für den Bargeldanteil festzustellen, während hinsichtlich der Mindestreserveverfüllung die Zentralbankgeldbeschaffung sogar zeitlich nach der Kreditgewährung liegen wird.

26) Für die Bundesrepublik siehe z. B. J. Ahrens Dorf und F. Kanésathasan: Veränderungen des Geldschöpfungsmultiplikators und ihre Folgen für die Zentralbankpolitik, in: Geld- und Bankpolitik, hrsg. von E. Dürr, Köln/Berlin 1969, S. 147 ff., sowie Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1971/72, a. a. O., Tz. 145 ff.

27) In beiden Fällen entsteht keine Mindestreservepflicht. Anders liegen die Dinge dagegen, wenn Wertpapiere von Nichtbanken erworben werden, jedenfalls solange diese ihre neuen Guthaben bei Banken unterhalten.

28) C. Köhler: Probleme der Kreditpolitik, abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 7 vom 24. Januar 1975, S. 2.

29) Dies gilt allerdings nicht nur in expansiver, sondern auch in kontraktiver Richtung. Während man früher davon ausgehen konnte, daß die Kreditinstitute eine freie Liquiditätsquote (freie Liquiditätsreserven in v. H. der Einlagen) von 5 bis 6% selten unterschritten, hat sich das Bankenverhalten aufgrund eines Wandels in den Urteilsmaßstäben der Kreditinstitute über das benötigte Maß an Liquidität seit 1971 offenbar geändert. Sie verwendeten ihre freien Liquiditätsreserven nunmehr für die Mittelbereitstellung und bewirkten damit eine beträchtliche Kreditexpansion. Siehe hierzu: Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht für das Jahr 1971, S. 57; Geschäftsbericht für das Jahr 1973, S. 3; Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1973/74, Stuttgart/Mainz 1974, Tz. 172.

30) Vgl. hierzu im einzelnen K.-H. Ketterer, a. a. O., S. 351 ff.

31) C. Köhler: Probleme der Kreditpolitik, a. a. O., S. 2.

32) Bis Mai 1973 rechneten auch der unausgenutzte Lombardspielraum sowie ausländische Geldmarktanlagen dazu. Siehe im einzelnen: Neuabgrenzung der „freien Liquiditätsreserven“ der Banken, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juni 1973, S. 41.

33) Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1975, Statistischer Teil, S. 2\*.

34) Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken, a. a. O., S. 15.

35) Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken, a. a. O., S. 16 f. Ähnlich im Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 26: „Eine Voraussetzung für stetige Geldpolitik ist, daß die Notenbank nicht zu Geschäften und damit zu einer Bereitstellung von Zentralbankgeld gezwungen wird, durch die die Banken einen zu großen Spielraum für ihre eigene Geldschöpfung gewinnen.“

geringer ist<sup>36)</sup>. Entsprechend wird dann auch der mögliche Anstieg der reservepflichtigen Verbindlichkeiten als Folge der Zentralbankgeldschöpfung um 8 Mrd. DM keineswegs den möglichen Maximalwert erreichen, sondern nur einen geringeren Wert. Die Zentralbankgeldmenge bleibe dann infolge des vergleichsweise niedrigeren Mindestreserve-Solls unter der Zuwachsrate von 8 Mrd. DM<sup>37)</sup>.

Mit ihrer Zusage, die ZBGM um 8 % (= 8 Mrd. DM) ansteigen zu lassen, hat sich die Bundesbank selbst die Hände gebunden. Sie hat sich gerade nicht damit begnügt, den Kreditschöpfungsspielraum – also den monetären „Mantel“<sup>38)</sup> – für die Kreditinstitute (der durch die potentielle Versorgung mit Zentralbankgeld bestimmt wird) abzustechen. Statt dessen impliziert ihr Beschluß die Zusicherung, daß sie für eine ausreichende Zunahme der reservepflichtigen Verbindlichkeiten (und/oder des Bargeldumlaufs), d. h. letztlich für eine entsprechende Erhöhung der tatsächlichen Kreditgewährung sorgen werde.

Die Konsequenz wäre, daß sie sich – will sie ihre Zielgröße erreichen – bei einer unerwartet stark auf Liquiditätshaltung ausgerichteten Politik der Kreditinstitute gezwungen sähe, kompensierende Maßnahmen zu ergreifen. Diese könnten einmal darin bestehen, die Banken – beispielsweise mit Hilfe einer differenzierten Offenmarktpolitik<sup>39)</sup> – zu einem Abbau ihrer freien Liquiditätsreserven zugunsten einer forcierten Kreditgewährung an Nichtbanken zu veranlassen<sup>40)</sup>. Die Alternative wäre, daß die Bundesbank die Zunahme der Bankenliquidität tolerierte und eine stärkere Kreditgewährung durch zusätzliche, über einen Zuwachs von 8 % hinausgehende, Zentralbankgeldschöpfung zu ermöglichen suchte. Die Bundesbank

<sup>36)</sup> Für die Bundesrepublik ist gezeigt worden, daß sich der tatsächliche Kreditbestand, in dessen Entwicklung sich die Giralgeldschöpfung der Kreditinstitute widerspiegelt, nicht nur im Zeitablauf überaus stetig erhöht hat (im Gegensatz zu den z. T. sehr sprunghaften Veränderungen des rechnerischen Kreditmaximums und des Kreditschöpfungsspielraums), sondern darüber hinaus stets wesentlich unter dem rechnerischen Kreditmaximum geblieben ist. Siehe dazu im einzelnen Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1971/72, a. a. O., Schaubild 27, S. 57, und K.-H. Ketterer, a. a. O., S. 355 ff.

<sup>37)</sup> Eine solche Möglichkeit hat die Bundesbank offenbar durchaus gesehen, jedoch als unbedeutend betrachtet. Siehe etwa Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken, a. a. O., S. 17 ff.

<sup>38)</sup> Insofern ist die Formulierung der Bundesbank in ihrer Pressemitteilung vom 5. Dezember 1974 (a. a. O.), daß mit ihrem Beschluß „der notwendige monetäre Spielraum“ festgelegt werden sollte, etwas irreführend.

<sup>39)</sup> Ob die Notenbank vermittle einer (neu einzuführenden) Zuwachsmindstreserve auf Kredite „das rentabilitätsorientierte Kreditexpansionsstreben der Banken durch Variation der Zuwachsratesätze direkt beeinflussen“ könnte, wie G. Bleile meint, mag dahingestellt bleiben (G. Bleile: Die neue Geldpolitik der Bundesbank, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jg. 1975, 1. Heft, S. 25). Zur Kritik an diesem Instrument siehe bereits Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1972/73, Stuttgart/Mainz 1973, Tz. 393 ff.

<sup>40)</sup> Zur Frage eventueller Auswirkungen auf die Autonomie der Bundesbank vgl. D. Dickertmann: Der Einfluß monetärer Entwicklungen auf die Autonomie der Bundesbank, in: Wirtschaftspolitische Chronik des Instituts für Wirtschaftspolitik an der Universität zu Köln, Heft 1/1975 (erscheint demnächst).

scheint diese zweite Lösung zu favorisieren: „Mit dem Ziel, die Zentralbankgeldmenge im Verlauf des Jahres 1975 um 8 v. H. steigen zu lassen, ist eine Zunahme der Zentralbankgeldversorgung von mehr als 8 v. H. durchaus kompatibel, und zwar so lange, bis der Prozeß einer Belebung der Kreditnachfrage und der Investitionstätigkeit einsetzt“<sup>41)</sup>.

Letztlich ist es also das Verhalten der Nichtbanken, das in den Augen der Bundesbank den hauptsächlichsten Störfaktor bildet. Mit einer reichlichen Zurverfügungstellung von Zentralbankgeld und der so ermöglichten Zunahme der freien Liquiditätsreserven soll ein Druck auf das Marktzinsniveau ausgeübt werden, der die Kreditnachfrage stimuliert<sup>42)</sup>.

In den letzten Monaten hat sich allerdings gezeigt, daß diese Unterstellung nicht haltbar ist. Die Bundesbank hat selbst den Vorwurf erhoben, daß die Kreditinstitute die Sollzinsen nicht in dem Maße ermäßigt hätten, wie es der Rückgang der Geldbeschaffungskosten ermöglicht hätte; die kontinuierliche Senkung des Zentralbankzins habe bisher auf das Kreditzinsniveau kaum Auswirkungen gezeigt, und der Abstand zwischen Sollzinsen und Diskontsatz sei der Liquiditäts- und Konjunkturlage nicht angemessen<sup>43)</sup>. In der Tat ist die Zinsspanne seit 1973 beträchtlich angehoben worden. Lag der durchschnittliche Abstand zwischen den Sollzinsen für Kontokorrentkredite und den Habenzinsen für Dreimonatsgelder im Juli 1973 bei 1,7 % und im Februar 1974 bei 3,5 %, so stieg die Differenz in der zweiten Jahreshälfte auf gut 5,5 % an und kletterte im Februar 1975 sogar auf 6,4 %<sup>44)</sup>. Die Kreditinstitute haben die Kritik der Bundesbank zwar insbesondere mit dem Argument zurückgewiesen, sie hätten den Zinssenkungsprozeß für Kredite bereits vor der ersten Diskontsenkung der Bundesbank begonnen und die Kreditzinsen sogar stärker ermäßigt als die Bundesbank ihren Leitzins<sup>45)</sup>. Im übrigen haben jedoch zahlreiche Kreditinstitute der „Schelte der Bundesbank“ durch Senkung der Kreditzinsen Rechnung getragen<sup>46)</sup>.

Aufgrund dieser Erfahrungen scheint die Vermutung nicht unberechtigt, daß sich die Bundesbank,

<sup>41)</sup> C. Köhler: Probleme der Kreditpolitik, a. a. O., S. 3. Ähnlich Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1975, S. 14.

<sup>42)</sup> C. Köhler: Probleme der Kreditpolitik, a. a. O., S. 2 f. Damit setzt sich die Bundesbank allerdings in Widerspruch zu ihrer zitierten früheren grundsätzlichen Aussage, daß eine effiziente Geldmengenpolitik eine Liquiditätsquote „nahe Null“ voraussetze (s. o. Fußnote 35).

<sup>43)</sup> Zitiert nach o. V.: Bundesbank: Enttäuscht, in: Frankfurter Rundschau vom 7. 3. 1975, und o. V.: Diskontsenkung soll auf Sollzinsen durchschlagen, in: Börsen-Zeitung vom 7. 3. 1975. Vgl. auch Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, März 1975, S. 6.

<sup>44)</sup> C. Dertinger: Die Schelte der Bundesbank, in: Die Welt vom 24. 3. 1975.

<sup>45)</sup> Zitiert nach o. V.: Münchmeyer hält Talsohle für erreicht, in: Börsen-Zeitung vom 13. 3. 1975.

<sup>46)</sup> Vgl. C. Dertinger, a. a. O.

will sie die Kreditnachfrage über Zinssenkungen anregen, bei realistischer Betrachtung kaum auf eine reine Mengenzpolitik in Form verstärkter Schöpfung von Zentralbankgeld wird verlassen können. Statt dessen müßte sie sich möglicherweise erneut der Zinspolitik bedienen<sup>47)</sup>, der sie doch im Rahmen ihrer veränderten, primär auf die Steuerung der Zentralbankgeldversorgung ausgerichteten, Geldpolitik ausdrücklich eine allenfalls sekundäre Rolle beimißt: „Die quantitative Zielsetzung schließt aber aus, daß sich die Bundesbank gleichzeitig ein bestimmtes Niveau der Zinsen . . . zum Ziel setzt. Zwar betreibt sie ständig Zinspolitik. Aber diese dient dazu, das monetäre Wachstumsziel zu erreichen. Der Zins ist für die Notenbank also ein Instrument und nicht ein selbständiges Ziel“<sup>48)</sup>.

Als Fazit kann festgehalten werden: Die „neue“ Geldpolitik der Bundesbank, die auf eine „Verstetigung“ in der Versorgung der Volkswirtschaft mit Zentralbankgeld hinauslaufen soll, ist in ihrem prinzipiellen Sinn, „den Beteiligten am Wirtschaftsprozess die geldpolitischen Absichten zu verdeutlichen“<sup>49)</sup>, wohl zu begrüßen. Zweifellos besitzt auch die ZBGM als Indikator für die monetäre Entwicklung innerhalb einer Volkswirtschaft gegenüber konkurrierenden Indikatoren – wie den verschiedenen Geldmengenbegriffen – einige Vorzüge<sup>50)</sup>. Indessen können sich bei der praktischen Realisierung der projektierten Geldpolitik im Jahre 1975 nicht unerhebliche Probleme ergeben. Dies liegt nicht nur in den grundsätzlichen Schwierigkeiten bei der Steuerung der Zentralbankgeldversorgung<sup>51)</sup> begründet, sondern darüber hinaus in der besonderen ZBGM-Definition der Bundesbank.

Die Bundesbank hat sich mit ihrem Beschluß vom 5. Dezember demnach zur Steuerung einer Größe verpflichtet, die sie selbst noch weniger kontrollieren kann als die wegen außenwirtschaftlicher Einflüsse, finanzpolitischer Transaktionen und möglicher Verhaltensänderungen der Nichtbanken

ohnehin nur begrenzt beeinflussbare und in starkem Maße marktabhängige Entwicklung der Zentralbankgeldversorgung nach traditionellem Verständnis. Eine „Verstetigungsstrategie“ ist durch die abweichende Definition der ZBGM durch die Bundesbank eher erschwert worden; zumindest wäre bei Zugrundelegung der „herkömmlichen“ ZBGM-Abgrenzung eine kontinuierliche Geldpolitik (im Sinne einer entsprechenden Steuerung der Zentralbankgeldversorgung) mit geringeren Problemen behaftet gewesen als die auf der engeren ZBGM-Definition beruhende heutige Strategie, bei der „sehr bald durch kreditpolitische Eingriffe die Zentralbankgeldversorgung der erwünschten Zunahme der Zentralbankgeldmenge angepaßt werden“ muß<sup>52)</sup>. Daß es sich „dabei immer nur um eine technische Revision auf Grund von Verhaltensänderungen handeln“ soll<sup>53)</sup>, vermag grundsätzliche Zweifel an der Vorteilhaftigkeit des Bundesbankkonzepts der ZBGM für eine Verstetigung der Geldpolitik – die, wie bemerkt, als solche hier durchaus nicht kritisiert werden soll – jedenfalls nicht überzeugend zu widerlegen.

47) „Die Bundesbank hat deshalb . . . zu Beginn von 1975 die eingeschlagene Politik fortgesetzt, durch Senkung ihrer wichtigsten Zinssätze und großzügigere Liquiditätsbereitstellung den inneren Geldschöpfungsprozeß anzuregen, also die Banken zu einer größeren Kreditbereitschaft und die Nichtbanken zu einer größeren Verschuldungsbereitschaft zu veranlassen.“ Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1975, S. 13.

48) Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 42. Ähnlich bereits Sachverständigenrat: Jahresgutachten 1972/73, a. a. O., Tz. 401, und Jahresgutachten 1974/75, a. a. O., Tz. 387.

49) Siehe hierzu Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1974, S. 41.

50) Ebenda, S. 26 ff.

51) Wie bemerkt, sind die einzelnen Komponenten der Zentralbankgeldschöpfung nur in sehr unterschiedlichem und begrenztem Maße steuerbar. Diese grundsätzlichen Grenzen, die sich hieraus für eine auf die Kontrolle der Zentralbankgeldversorgung bzw. der „monetären Basis“ gerichtete Geldpolitik ergeben, werden in der vorliegenden Abhandlung jedoch nicht im einzelnen erörtert. Zur Bedeutung der aktuellen außenwirtschaftlichen Situation (außenwirtschaftliche Komponente), der Transaktionen der öffentlichen Hand (fiskalische Komponente) und möglicher Änderungen der Liquiditätsneigung wie der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bei Nichtbanken für die ZBGM vgl. auch C. Köhler: Probleme der Kreditpolitik, a. a. O., S. 3 f., sowie Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Februar 1975, S. 13, und März 1975, S. 6.

52) C. Köhler: Probleme der Kreditpolitik, a. a. O., S. 3. (Vgl. auch oben Fußnote 35.)

53) C. Köhler: Probleme der Kreditpolitik, a. a. O., S. 4.

**HERAUSGEBER:** HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Prof. Dr. Wolfgang Michalski, Prof. Dr. Heinz-Dietrich Ortlieb, Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmahl)

**REDAKTION:**

Dr. Otto G. Mayer (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Klaus Kwasniewski, Dipl.-Vw. Hubert Höping (Stellvertreter), Dipl.-Vw. Claus Hamann, Dipl.-Vw. Albrecht Iwersen, Helga Lange, Renate Schletz, Dipl.-Vw. Klauspeter Zanzig

**Anschrift der Redaktion:** 2 Hamburg 36, Neuer Jungfernstieg 21, Tel.: (0 40) 35 62 306 307

**HERSTELLUNG UND VERTRIEB:**

Verlag Weltarchiv GmbH, Hamburg

**Anzeigen:** Generalvertretung Dr. Hans Klemen

**Anzeigenpreislste:** Nr. 12 vom 1. 1. 1971

**Bezugspreise:** Einzelheft: DM 6,50, Jahresabonnement: DM 72,— (Studenten: DM 30,—)

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** Otto Schwitzke, Hamburg

**Anschrift des Verlages:** 2 Hamburg 36, Neuer Jungfernstieg 21, Tel.: (0 40) 35 62 500

Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es nicht gestattet, die Zeitschrift oder Teile daraus auf photomechanischem Wege (Photokopie, Mikrokopie) oder auf andere Art zu vervielfältigen. Copyright bei Verlag Weltarchiv GmbH.