

Herz, Bernhard; Röger, Werner

Article — Digitized Version

## Wechsel des monetären Zwischenziels

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Herz, Bernhard; Röger, Werner (1988) : Wechsel des monetären Zwischenziels, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 68, Iss. 3, pp. 163-168

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136381>

**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.*

Bernhard Herz, Werner Röger

## Wechsel des monetären Zwischenziels

*Die Bundesbank wechselte kürzlich zu M3 als neue monetäre Zielgröße. Was sind die Ursachen für diesen Wechsel? Welche Vorteile hat M3 gegenüber der alten Zielgröße Zentralbankgeldmenge? Wäre nicht der Übergang zu der erweiterten Geldmenge M3+, M3 plus Euroeinlagen und kurzfristige Bankschuldverschreibungen, sinnvoller gewesen?*

Die Deutsche Bundesbank wechselte Ende 1974 als erste Notenbank zu einer Politik der Geldmengensteuerung. Insgesamt dreizehnmal verkündete sie seither die jährlichen Zielvorgaben für das Wachstum der Zentralbankgeldmenge. In dieser Zeit hielt die Bundesbank beharrlich an ihrem einmal eingeschlagenen Weg fest. Sie sah wohl schon aufgrund der stabilitätspolitischen Erfolge keine Notwendigkeit, ihr Konzept zu ändern. Die wenigen Modifikationen im Geldmengenritual, die sie dennoch vornahm – etwa der Übergang zu Zielkorridoren anstelle von Punktzielen –, geschahen meist im Zusammenhang mit unerwünschten Entwicklungen der Zielgröße. So war es nicht verwunderlich, daß nach zwei aufeinanderfolgenden Jahren mit erheblichen Zielüberschreitungen der Zentralbankrat in der viel beachteten Sitzung vom 21. Januar 1988 sein geldpolitisches Konzept modifizierte. Die Bundesbank wechselte – diesmal als eine der letzten Notenbanken – die Zielgröße und formulierte ihre Zielvorgaben zukünftig für die Geldmenge M3.

Die Bundesbank war bemüht, den Wechsel des monetären Zwischenziels nicht als Änderung ihrer grundsätzlich stabilitätsorientierten Strategie erscheinen zu lassen<sup>1</sup>. Die Wahl des neuen Zielaggregats wurde nicht geldtheoretisch begründet; statt dessen wurde auf einige technische und statistische Vorteile von M3 gegenüber der Zentralbankgeldmenge verwiesen. So vermutet Bundesbankvizerepräsident Schlesinger, daß in Zeiten niedriger Zinsen und DM-Aufwertungserwartungen die Zentralbankgeldmenge aufgrund ihres höheren Bargeldanteils dazu tendiere, die monetäre Expansion zu überzeichnen<sup>2</sup>. Die Öffentlichkeit folgte im wesentli-

chen dieser Argumentation und sah keine Anzeichen für einen grundsätzlichen Wechsel der Bundesbankpolitik. Allenfalls wurde von einem „Griff in die Trickkiste“<sup>3</sup> gesprochen, mit dessen Hilfe die Bundesbank ihre Politik weniger expansiv erscheinen lassen wolle.

Auch von der Wissenschaft wird die Geldmenge M3 vielfach als das geeignetere Aggregat eingeschätzt. So gibt die Zielgröße nach Duwendag aufgrund ihrer spezifischen Eigenschaften der Bundesbank die Chance, „eine wechselkursorientierte Geldpolitik zu betreiben und trotzdem das Geldmengenziel weitgehend einzuhalten und damit glaubwürdig zu bleiben“<sup>4</sup>. Der Zielkonflikt zwischen Einhaltung der Geldmengenvorgaben und Stabilisierung des DM-Wechselkurses, der die Politik der Bundesbank in den letzten Jahren wesentlich prägte, könnte so abgemildert werden.

Im folgenden werden Zentralbankgeldmenge und die Geldmenge M3 auf ihre Eignung als monetäre Zwischenziele untersucht. Dabei ist auch auf die möglichen Ursachen für die Entscheidung der Bundesbank einzugehen. Die aktuelle Grundsatzdiskussion über die Angemessenheit der Geldmengensteuerung wird nur insofern berührt, als Zielgrößen notwendige Bedingung einer mengenorientierten Politik sind. Die Analyse zeigt auch, daß die Geldmenge M3+, das um Euroeinlagen und kurzfristige Bankschuldverschreibungen erweiterte M3, als neues Zielaggregat geeigneter ist als die neue Zielgröße der Bundesbank, das traditionelle M3.

Die Zentralbankgeldmenge in der Abgrenzung der Deutschen Bundesbank und die Geldmenge M3 weisen eine Reihe gemeinsamer Merkmale auf. Beide Aggre-

---

*Dr. Bernhard Herz, 31, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl von Prof. Dr. Joachim Starbatty der Universität Tübingen, Dr. Werner Röger, 32, ist wissenschaftlicher Referent am Institut für Angewandte Wirtschaftsforschung in Tübingen.*

<sup>1</sup> Vgl. z.B. K. O. Pöhl: Pressegespräch, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 5, 22. 1. 1988, S. 1 f.

<sup>2</sup> Vgl. H. Schlesinger: Interview, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 6, 26. 1. 1988, S. 1.

<sup>3</sup> Handelsblatt vom 22./23. 1. 1988, S. 2.

<sup>4</sup> D. Duwendag: Geldmengenpolitik: Eine schwierige Gratwanderung, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 68. Jg. (1988), H. 2, S. 84.

**Geldnachfragegleichungen für Zentralbankgeldmenge, M3 und M3+**

(1. Quartal 1975 - 3. Quartal 1987)

	ZBG	M3	M3+
Konstante	-0,22 (-0,98)	-0,35 (-1,30)	-0,41 (-1,78)
y(t)	0,17 (1,70)	0,24 (1,94)	0,21 (2,41)
i(t)	-0,17 (-3,98)	-0,15 (-3,21)	-0,07 (-1,76)
$\pi(t)$	-1,15 (-7,40)	-0,87 (-4,52)	-0,95 (-5,03)
ZBG(t-1)	0,85 (12,06)		
M3(t-1)		0,84 (11,97)	
M3+(t-1)			0,87 (19,20)
r <sup>2</sup>	99,7	99,7	99,8
SSR	0,0012	0,0019	0,0019
SE	0,0052	0,0065	0,0064
Sig(Q)	0,35	0,34	0,42

gate erfassen die monetäre Entwicklung in ihrer weiten Abgrenzung und schließen Bargeld (B), Sicht- (D), Termin- (T) und Spareinlagen (S) ein. Der wesentliche Unterschied zwischen beiden Größen besteht in der Art der Berücksichtigung dieser Finanzaktiva. M3 ist eine einfache Summe jener Größen, d. h. die Bestände der einzelnen Finanzinstrumente werden lediglich aufaddiert. Dabei werden in M3 – im Gegensatz zur Zentralbankgeldmenge – von den Spareinlagen nur diejenigen mit gesetzlicher Kündigungsfrist erfaßt (S<sup>9</sup>). Die Spareinlagen bilden dennoch mit rund zwei Fünftel den wichtigsten Bestandteil von M3. Die Anteile von Termin- und Sichteinlagen sind jeweils etwa halb so groß, und Bargeld erreicht nur einen Anteil von etwa einem Zehntel. Die Zahlungsmittel, also Geld im engeren Sinne, machen demnach nur rund ein Drittel der Geldmenge M3 aus.

Die Zentralbankgeldmenge ist dagegen eine Summe gewichteter Finanzaktiva, ein sogenanntes Geldmengeäquivalent. Als Gewichtungsfaktoren dienen die Mindestreservesätze, wie sie im Januar 1974 galten, nämlich  $r_D = 0,166$ ,  $r_T = 0,124$  und  $r_S = 0,081$ . Der Bargeldbestand wird dagegen voll erfaßt, also  $r_B = 1$ . Aufgrund seines hohen Gewichtungsfaktors macht der Bestand an Bargeld rund die Hälfte der Zentralbankgeldmenge aus. Die Zahlungsmittel „Bargeld“ und „Sicht-

<sup>5</sup> Der herkömmliche Spezifikation der Geldnachfragefunktion ohne Inflationsrate ergab zwar plausible Parameterwerte, die Residuen wiesen jedoch beträchtliche Heteroskedastie auf. Diese konnte durch Berücksichtigung der Inflationsrate als Regressor eliminiert werden. Neben der offensichtlichen Signifikanz der Inflationsrate ist diese Spezifikation auch deshalb vorzuziehen, weil die Aussagekraft der Strukturbruchtests wesentlich auf der Annahme homoskedastischer Residuen beruht. Vgl. W. R ö g e r: Alternative geldpolitische Modelle und ökonomische Tests für die Bundesrepublik Deutschland, Tübingen 1987.

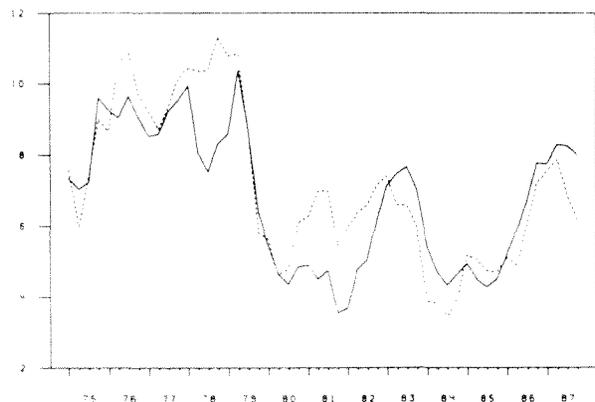
einlagen“ dominieren mit einem Anteil von über zwei Dritteln die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge. Obwohl formal ein weiter Geldbegriff, ist die Zentralbankgeldmenge de facto zu den engen Geldabgrenzungen zu zählen.

Das Wachstum von M3 und Zentralbankgeldmenge ist auf lange Sicht jedoch trotz der formalen Unterschiede zwischen beiden Größen eng korreliert, da sich Bargeld und die verschiedenen Einlagentypen langfristig weitgehend parallel entwickeln. Auf die geldpolitisch relevante kurze und mittlere Frist können die Wachstumspfade der beiden Geldgrößen dagegen stärker voneinander abweichen (vgl. Abbildung 1).

**Vorteile von M3**

Wie beeinflussen nun die Unterschiede zwischen Zentralbankgeldmenge und M3 deren Brauchbarkeit als Zwischenziele der Bundesbank? Zur empirischen Fundierung der Untersuchung wurden Geldnachfragefunktionen für die reale Zentralbankgeldmenge ZBG und die reale Geldmenge M3 für die Zeit seit Beginn der Geldmengensteuerung der Bundesbank geschätzt (vgl. die Tabelle). Gewählt wurde eine Spezifikation vom Typ  $\ln M_t = b_0 + b_1 \ln y + b_2 i + b_3 \pi + b_4 \ln M_{t-1} + u$ , mit der Geldgröße M, dem permanenten Einkommen y, dem Dreimonatszinssatz für Geldmarktpapiere i, der Inflationsrate  $\pi$  und einer stochastischen Störung u<sup>5</sup>. Die Schätzwerte für die Regressionskoeffizienten sind gut gesichert, wie die unter den Koeffizienten angegebenen T-Werte zeigen. Die gute Anpassung der Schätzgleichung wird an den Werten für das multiple Bestimmtheitsmaß r<sup>2</sup>, dem Standardfehler SE und der quadrierten Summe der

**Abbildung 1**  
**Wachstumsraten von Zentralbankgeldmenge (—) und Geldmenge M3 (. . . )<sup>a</sup>**



<sup>a</sup> Saisonbereinigte Werte.

Q u e l l e n : Deutsche Bundesbank: Statistische Beihefte zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 4, lfd. Jg.; eigene Berechnungen.

Residuen SSR deutlich. Der Q-Test lehnt Autokorrelation der Residuen auf einem hohen Signifikanzniveau (Sig (Q)) ab.

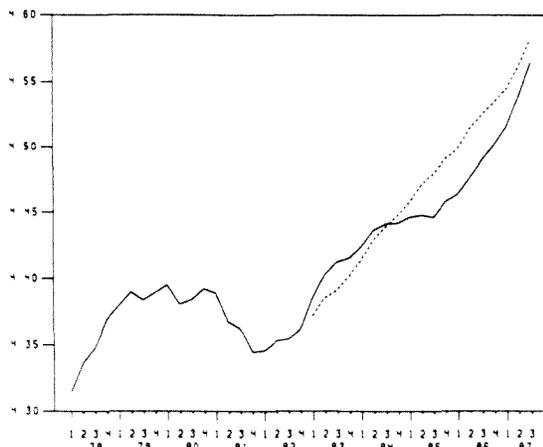
Auf Basis der Schätzergebnisse soll die relative Eignung der monetären Aggregate anhand folgender Kriterien untersucht werden: Stabilität und Zinselastizität der Geldnachfrage, Robustheit gegenüber Vermögensumschichtungen, Stetigkeit der Entwicklung, Kontrollierbarkeit des Geldangebots sowie Interpretierbarkeit des Geldaggregats. Diese Merkmale bestimmen wesentlich den Erfolg einer Politik der Geldmengensteuerung bei ihrer praktischen Umsetzung im wirtschaftspolitischen Umfeld.

**Stabilität der Geldnachfrage**

Die Stabilität im Sinne von Prognostizierbarkeit der Geldnachfrage ist eine notwendige Voraussetzung für eine mengenorientierte Geldpolitik. M3 scheint diese Bedingung für die Zeit seit Beginn der Geldmengensteuerung Mitte der 70er Jahre gut zu erfüllen. Verschiedene Tests auf Strukturbruch – Cusum- und Cusum of Square-Test sowie sequentieller CHOW-Test – ergeben keinen Hinweis auf Instabilitäten der Nachfrage nach M3<sup>6</sup>. Im Falle der Zentralbankgeldmenge liefern die Tests auf Strukturbruch dagegen widersprüchliche Ergebnisse. Der Cusum of Square-Test deutet auf eine strukturelle Veränderung der Geldnachfrage im Jahr 1978. Dies mag allerdings im Zusammenhang mit einer Änderung der Berechnungsmethode des Bargeldumlaufs stehen. Die Resultate der beiden anderen Test-Verfahren, Cusum- und sequentieller CHOW-Test, weisen ebenfalls nicht auf Strukturbruch hin.

**Abbildung 2**

**Tatsächliche Entwicklung des Bargeldbestands (–) und dynamische Prognose ( . . . )<sup>a</sup>**



<sup>a</sup> Log. Maßstab

Quellen: Deutsche Bundesbank: Statistische Beihette zu den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Reihe 4; eigene Berechnungen.

Da die Bundesbank den Wechsel ihrer Zielgröße mit der unerwarteten Entwicklung der Bargeldnachfrage begründete, wurde die Nachfragefunktion für Bargeld ebenfalls geprüft. Die Berechnungen zeigen, daß sich die Bargeldnachfrage in den letzten Jahren tatsächlich anders entwickelt hat, als aufgrund der bisherigen Erfahrungen zu erwarten war. Ungewöhnlich ist dabei – im Gegensatz zur Interpretation der Bundesbank – nicht so sehr das starke Wachstum des letzten Jahres. Dies stellt vielmehr eine Korrektur des gemessen an historischen Standards zu niedrigen Wachstums Mitte der 80er Jahre dar. Eine dynamische Prognose beginnend mit dem Jahr 1983 zeigt<sup>7</sup>, wie der tatsächliche Bargeldumlauf ab 1984 erst hinter den Prognosewerten zurückbleibt und wie vor allem im letzten Jahr diese „Fehlentwicklung“ durch ein verstärktes Wachstum wieder korrigiert wird (vgl. Abbildung 2). Aufgrund dieses Aufholerfektes wächst die Zentralbankgeldmenge mit ihrem hohen Bargeldanteil zur Zeit relativ stark. Dieser Überzeichnung im letzten Jahr steht aber selbstverständlich eine Unterzeichnung der monetären Expansion Mitte der 80er Jahre entgegen. In dieser Zeit ließ die Zentralbankgeldmenge die Politik der Bundesbank weniger expansiv erscheinen als M3.

Je niedriger die Zinselastizität der Geldnachfrage ist, desto stetiger entwickelt sich das betreffende Aggregat im Zinszyklus. Sowohl die Formulierung als auch die Einhaltung von Geldmengenzielen werden dadurch für die Notenbank einfacher. Gleichzeitig kann sich der Zielkonflikt zwischen Geldwert- und Wechselkursstabilität auf kurze Sicht abschwächen. Die Zinselastizität der Geldnachfrage ist für M3 mit  $-0,15$  nur unwesentlich geringer als für die Zentralbankgeldmenge mit  $-0,17$ . Im Gegensatz zur Einschätzung von Duwendag ist somit nicht davon auszugehen, daß durch den Übergang zu M3 der aktuelle Zielkonflikt zwischen Einhaltung der Geldmengenvorgaben und Stabilisierung des DM-Wechselkurses entschärft wird. Das inländische Zinsniveau kann zur Verhinderung einer weiteren DM-Aufwertung nur unwesentlich mehr gesenkt werden, ohne daß ein Überschreiten der Geldmengenvorgaben droht.

Das Kriterium der Stetigkeit wurde gewählt, weil die Verstetigung der monetären Entwicklung als ein wesentlicher Vorteil regelgebundener Geldmengenpolitik gesehen wird. Die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte sollen durch den Verzicht auf diskretionäre Politikmaßnahmen stabilisiert und somit eine kontinuierliche wirt-

<sup>6</sup> Vgl. auch M. J. M. Neumann, J. von Hagen: Theoretische und empirische Grundlagen von Geldmengenzielen und ihre Realisierung, in: A. Gutowski (Hrsg.): Geldpolitische Regelbindung: theoretische Entwicklungen und empirische Befunde, Berlin 1987, S. 88 ff.

<sup>7</sup> Die Spezifikation der Bargeldnachfragefunktion entspricht den oben vorgestellten Gleichungen, der Schätzzeitraum betrug 75:1 bis 82:4.

schaftliche Entwicklung erreicht werden. Notenbanken, die eine Politik regelgebundenen Geldmengenwachstums verfolgen, werden daher stetige Zielgrößen bevorzugen. Die Zentralbankgeldmenge und M3 weisen in der Zeit seit 1975 durchschnittlich ähnlich große Schwankungsbreiten auf. M3 entwickelte sich dabei gemessen am Variationskoeffizienten der Wachstumsrate mit einem Wert von 29,0 ähnlich wie die Zentralbankgeldmenge mit einem Wert von 28,6. In einzelnen Perioden schwankten die beiden Aggregate allerdings unterschiedlich stark. M3 streute etwa Anfang der 80er Jahre stärker als die Zentralbankgeldmenge. In den letzten Jahren war es dagegen die stetigere Geldgröße, was die Entscheidung der Bundesbank zugunsten dieses Aggregates beeinflußt haben dürfte. Abzuwarten bleibt, ob M3 auch in Zukunft das stabilere Aggregat bleibt oder sich diese Entwicklung – wie schon in der Vergangenheit – wieder umkehrt. Schließlich gilt zu berücksichtigen, daß das stabilere Aggregat die monetäre Politik der Notenbank nicht unbedingt genauer widerspiegelt. Möglicherweise erscheint die Geldpolitik im Lichte einer solchen Größe stetiger, als sie tatsächlich ist.

#### Robustheit gegen Vermögensumschichtungen

Als wesentlicher Vorteil von M3 gegenüber der Zentralbankgeldmenge wird seine Robustheit bezüglich Umschichtungen zwischen den verschiedenen liquiden Aktiva gesehen<sup>8</sup>. Eine Umschichtung etwa in Höhe von 100 000 DM von Spar- zu Sichteinlagen bzw. zu Bargeld läßt M3 unverändert, während die Zentralbankgeldmenge aufgrund der unterschiedlichen Gewichtungsfaktoren um 8 500 DM bzw. 91 900 DM zunimmt. Sind diese Dispositionen nur Ausdruck einer höheren Liquiditätsvorliebe der Privaten etwa aufgrund niedriger Zinsen, so mag M3 die monetäre Entwicklung „genauer“ zeigen. Stehen sie dagegen im Zusammenhang mit veränderten Konsum- und Investitionsplänen, kann die Zentralbankgeldmenge der bessere Indikator sein. Fraglich ist allerdings, ob die in der Zentralbankgeldmenge verwendeten Gewichtungsfaktoren den Geld- und Liquiditätsgrad der Finanzaktiva angemessen erfassen.

Die unterschiedlichen Reaktionen von M3 und Zentralbankgeldmenge sind auch im Zusammenhang mit finanziellen Innovationen und damit einhergehenden Vermögensumschichtungen von Interesse. So bleibt M3 unverändert, wenn die Bargeldbestände im Zuge der weiteren Elektronisierung des Zahlungsverkehrs und der wachsenden Verbreitung von Kreditkarten zugun-

sten von Depositen abgebaut werden. Dagegen verringert sich die Zentralbankgeldmenge, und zwar nach Maßgabe der unterschiedlichen Gewichtungsfaktoren. Der umgekehrte Fall gilt, wenn die privaten Haushalte von den in M3 enthaltenen Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist zu den neuen, höher verzinsten Sparformen mit Sonderzinsvereinbarungen wechseln. Diese Finanzaktiva werden nämlich nur in der Zentralbankgeldmenge, nicht aber in M3 erfaßt.

Die Entwicklung von M3 wird ebenfalls stärker beeinflußt, wenn in neue Finanzinstrumente investiert wird, die in keinem der beiden Geldaggregate erfaßt werden, etwa Euroeinlagen<sup>9</sup>. Gehen diese Umschichtungen beispielsweise zu Lasten traditioneller Termineinlagen, verringert sich M3 um den gesamten Umschichtungsbeitrag. Es unterzeichnet daher die monetäre Entwicklung ausgeprägter als die Zentralbankgeldmenge, die sich nur nach Maßgabe des niedrigeren Gewichtungsfaktors vermindert. Insgesamt betrachtet hängt somit das Verhalten der beiden Geldaggregate bei Umschichtungen der Portefeuilles wesentlich von der Art der betrachteten Vermögensdisposition ab. Es lassen sich daher keine generellen Aussagen über die Robustheit von M3 und Zentralbankgeldmenge gegenüber Vermögensumschichtungen machen.

Die Bundesbank versucht mittels Steuerung des monetären Zwischenziels, übergeordnete Ziele wie Geldwertstabilität zu erreichen. Dazu muß die Zwischenzielgröße hinreichend genau kontrolliert werden können. Empirische Studien haben gezeigt, daß sich M3 und Zentralbankgeldmenge zu diesem Zweck mit Hilfe des zins- und liquiditätspolitischen Instrumentariums der Bundesbank ausreichend genau steuern lassen<sup>10</sup>. M3 scheint dabei etwas präziser zu kontrollieren zu sein als die Zentralbankgeldmenge<sup>11</sup>.

Neben der Kontrollierbarkeit erscheint auch die Interpretierbarkeit des Zielaggregats wichtig. Geldmengenspolitik zielt im wesentlichen auf eine stabilitätskonforme Beeinflussung der Erwartungen der Wirtschaftssubjekte. Dazu muß das monetäre Zwischenziel für die Öffentlichkeit verständlich und leicht interpretierbar sein. M3 erfüllt diese Bedingung sicherlich besser als die Zentralbankgeldmenge. So erweckte die formale Ähnlichkeit von Zentralbankgeldmenge und Geldbasis teilweise den Eindruck, die Bundesbank verfolge eine direkte Geldbasissteuerung monetaristischer Prägung. Tatsächlich versucht sie aber, die monetäre Expansion

<sup>8</sup> Vgl. z.B. D. Duwendag, a.a.O., S. 83.

<sup>9</sup> Deutsche Bundesbank: Zur Entwicklung der Euroeinlagen inländischer Nichtbanken, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 1, 1988, S. 14 ff.

<sup>10</sup> Vgl. für eine Übersicht Deutsche Bundesbank: Zur längerfristigen Entwicklung und Kontrolle des Geldvolumens, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 1, 1985, S. 25 ff.

<sup>11</sup> Vgl. M. J. M. Neumann, J. von Hagen, a.a.O., S. 104.

indirekt über den Geldmarkt zu beeinflussen. Auch die hohe Gewichtung des Bargelds in der Zentralbankgeldmenge sorgte für Interpretationsschwierigkeiten. Die Bundesbank war bisher auch die einzige Notenbank, die ein gewichtetes Geldaggregat als Zwischenziel verwendete. Alle übrigen Zentralbanken orientieren sich an den traditionellen M-Aggregaten. Zum Wechsel des Zwischenziels hat somit sicher mit beigetragen, „daß der Indikator M3 auch international besser verständlich ist“<sup>12</sup>.

Mit der neuen Zielgröße verbessert sich auch die Informationsbasis der Bundesbank-Beobachter, werden doch für M3 sowohl die ursprünglichen als auch die saisonbereinigten Werte veröffentlicht. Angesichts der großen Bedeutung, die dem Zielaggregat für die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte zugeordnet ist, muß es mehr als verwundern, daß das alte Zielaggregat Zentralbankgeldmenge die einzige Geldabgrenzung ist, für die die Bundesbank nur saisonbereinigte Daten publiziert. Eine solche Informationspolitik ist angesichts der Sensitivität vieler ökonomischer Schätzungen bezüglich des Saisonbereinigungsverfahrens wenig verständlich.

### Verbesserung der geldpolitischen Strategie

Insgesamt bedeutet der Wechsel des Zwischenziels eine Verbesserung der geldpolitischen Strategie der Bundesbank. Die Vorteile der neuen Zwischenzielgröße M3 liegen bei der etwas geringeren Zinselastizität der Geldnachfrage, der besseren Kontrollierbarkeit des Geldangebots, der geringeren Anfälligkeit bei Veränderungen der Bargeldnachfrage sowie der gerade aus internationaler Sicht besseren Interpretierbarkeit. Fraglich bleibt allerdings, inwieweit sich die Bundesbank in ihrer Entscheidung von solchen Faktoren leiten ließ. Schließlich bestimmen diese Einflußgrößen nicht erst seit heute das Verhalten von M3 und Zentralbankgeldmenge.

Wichtiger für den Wechsel dürfte dagegen die Tatsache gewesen sein, daß M3 zur Zeit langsamer wächst als die Zentralbankgeldmenge. Die Wachstumsrate von M3 betrug im Jahr 1987 6,1 % gegenüber einem Wert von 8 % für die Zentralbankgeldmenge. Die neue Zielgröße läßt also die Geldpolitik der Bundesbank im Moment als zielkonformer erscheinen. Diese Vermutung gilt um so mehr, als sich die Bundesbank zur Zeit massi-

ven Forderungen nach einer expansiveren Geldpolitik zur Abschwächung der DM-Aufwertung und Stützung der inländischen Konjunktur einerseits und nach einer restriktiveren Politik zur Einhaltung des Geldmengenziels und Sicherung der Geldwertstabilität andererseits ausgesetzt sieht<sup>13</sup>. In dieser Situation muß die Versuchung groß gewesen sein, mit der Wahl einer neuen monetären Meßlatte das Unmögliche möglich erscheinen zu lassen.

Notenbanken werden im allgemeinen – schon um keine Zweifel an der Kontinuität ihrer Politik zu wecken – ein so öffentlichkeitswirksames Element wie ihre monetäre Zielgröße nur unter besonderen Umständen ändern. Kommt es dennoch zu einem Wechsel, so sollte das neue Aggregat eine wesentliche Verbesserung bringen und zukünftige Modifikationen soweit wie möglich überflüssig machen. Wenn die Bundesbank also glaubt, ihre Zielgröße wechseln zu müssen, wieso sollte sie dann nicht unter den möglichen Zwischenziel-Kandidaten das beste Aggregat auswählen? Gemessen an den oben erläuterten Kriterien scheint die Geldmenge M3+, das um Euroeinlagen deutscher Nichtbanken und kurzfristige Bankschuldverschreibungen erweiterte M3, eine geeignetere Zielgröße zu sein als die traditionelle Geldmenge M3.

Schon aus theoretischer Sicht ist eine gemeinsame Berücksichtigung von herkömmlichen Termineinlagen, kurzfristigen Bankschuldverschreibungen und Euroeinlagen, die enge Substitute sind, in einem Aggregat geboten<sup>14</sup>. Die ökonomischen Schätzungen zeigen, daß die Zinselastizität der Geldnachfrage von M3+ mit  $-0,07$  nur etwa halb so groß ist wie die von M3 mit  $-0,15$  (vgl. die Tabelle). M3+ entwickelt sich daher im Zinszyklus stetiger als das traditionelle M3, was sowohl die Festlegung als auch die Einhaltung von Zielvorgaben vereinfachen würde. Die niedrigere Zinselastizität von M3+ hätte für die Bundesbank in der jetzigen Situation einen weiteren, nicht unwesentlichen Vorteil: Das inländische Zinsniveau könnte angesichts binnen- und außenwirtschaftlicher Erfordernisse stärker gesenkt werden, ohne daß ein Überschreiten der Geldmengenvorgaben befürchtet werden müßte.

Verursacht wird die geringere Zinselastizität der Geldnachfrage von dem größeren Anteil marktmäßig verzinsten Finanzinstrumente an diesem Aggregat. Die Verzinsung dieser Aktiva orientiert sich stärker am Marktniveau, als das etwa bei Sichteinlagen und Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist der Fall ist. Solche Anlagen rentieren sich dann auch in Hochzinsphasen vergleichsweise gut, so daß es zu weniger starken Vermögensumschichtungen im Zinszyklus kommt.

<sup>12</sup> K.O. Pöhl, a.a.O., S. 1.

<sup>13</sup> Zum aktuellen politischen Umfeld der Bundesbankpolitik vgl. N. Kloten: Das Geldmengenziel nicht aufgeben, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 282, S. 12. 1987, S. 15.

<sup>14</sup> Zur gegenläufigen Entwicklung von kurzfristigen Bankschuldverschreibungen und Euroeinlagen seit Ausweitung der Mindestreserverpflicht auf die Bankschuldverschreibungen im Frühjahr 1986 vgl. Deutsche Bundesbank, 1988, a.a.O., S. 20 f.

Bezüglich der Stabilität der Geldnachfrage sind beide Aggregate vergleichbar, wobei die Schätzfunktion für die Nachfrage nach M3+ in der Regel zumindest ebenso gute Werte für die üblichen statistischen Kenngrößen aufweist wie die M3-Funktion (vgl. die Tabelle). M3+ reagiert aufgrund des geringeren Anteils von Bargeld auch weniger anfällig auf Veränderungen der Bargeldnachfrage. Es verhält sich offensichtlich auch robuster gegenüber Umschichtungen zwischen M3-Aktiva einerseits und Euroeinlagen sowie kurzfristigen Bankschuldverschreibungen andererseits – angesichts der auch von der Bundesbank konstatierten Unsicherheit über das Ausmaß zukünftiger Verlagerungen liquider Finanzaktiva an den Euromarkt<sup>15</sup> ein erheblicher Vorteil. Die Wahl von M3+ hätte somit die Geldmengensteuerung vereinfacht, und ein später möglicherweise doch noch notwendig werdender Wechsel der Zielgröße wäre überflüssig geworden.

Freilich könnte die Kontrolle des Geldangebots Probleme bereiten, da Euroeinlagen nicht der Mindestreserve unterliegen. Da die Geldmengensteuerung der Bundesbank aber mittelbar über die Beeinflussung der Geldmarktbedingungen wirkt und außerdem sehr enge Wechselbeziehungen zwischen den Märkten für Euro- und Inlandstermineinlagen bestehen, dürfte eine hinreichend genaue Kontrolle von M3+ gewährleistet sein. Dafür sprechen auch die Erfahrungen anderer Notenbanken mit der Steuerung von Geldgrößen, die mindest-reservefreie Finanzaktiva umfassen. So enthält das Zielaggregat M2 der amerikanischen Zentralbank zu mehr als der Hälfte nicht reservspflichtige Finanzinstrumente. Auch die stetigere Entwicklung von M3+ gegenüber M3 – der Variationskoeffizient der Wachstumsrate von M3+ beträgt 25,2 – spricht für diese Geldgröße. Schließlich ist M3+ auch unter dem Aspekt der Interpretierbarkeit und Verständlichkeit vorzuziehen, enthält es doch neben den traditionellen Termineinlagen auch dessen enges Substitut, die Euroeinlagen, und bildet somit eine konsistentere Geldabgrenzung.

### Schritt in die richtige Richtung

Der Vergleich von M3+ und M3 anhand des gängigen Prüfkatalogs kommt somit zu einem eindeutigen Ergebnis: Die Geldmenge M3+ schneidet bei den einzelnen Kriterien jeweils mindestens gleich gut, in der Regel jedoch besser ab als M3. Allenfalls bei der Kontrolle des Geldangebots mag M3 Vorteile aufweisen. Wenn sich die Bundesbank trotzdem (noch?) nicht für M3+, sondern für das traditionelle M3 entschieden hat, mag das nicht nur an der ihr mangelnden Experimentierfreude gelegen haben. M3+ wächst zur Zeit aufgrund von Umschichtungen von Inlands- zu Euroeinlagen schneller als M3. Es erfaßt die monetäre Expansion demnach genauer, während M3 das Geldmengenwachstum unterzeichnet. Der Indikator M3+ läßt also die Geldpolitik expansiver, die Zielüberschreitungen – bei unveränderten Zielvorgaben – größer vorkommen als M3. Das aktuelle Dilemma der Bundesbank erscheint somit bei Verwendung von M3+ in einem schärferen Licht<sup>16</sup>.

Die Erfahrungen der letzten Jahre sind ein Lehrbeispiel dafür, wie stark eine Notenbank bei Überschreiten der Vorgaben ihrer Zwischenzielgröße unter Rechtfertigungszwang geraten kann. Dies trifft auch dann zu, wenn das Endziel Geldwertstabilität als erreicht gelten kann. Die Ereignisse der letzten Jahre zeigen aber auch, wie Notenbanken diesem Druck entgegenwirken und ihren Handlungsspielraum für diskretionäre Maßnahmen zu sichern suchen. Mit dem Wechsel von der Zentralbankgeldmenge zu M3 hat die Bundesbank sicher einen Schritt in die richtige Richtung getan – freilich wäre es wünschenswert gewesen, wenn sie in diese Richtung weitergegangen wäre, hin zu M3+. Mögliche weitere Änderungen der Zielgröße sind daher in Zukunft nicht auszuschließen.

<sup>15</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, 1988, a.a.O., S. 21.

<sup>16</sup> Zur Problematik der Auswahl von monetären Zielaggregaten vgl. B. Herz: Geldpolitik bei finanziellen Innovationen, Frankfurt/Main 1988.

**HERAUSGEBER:** HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Armin Gutowski †, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Jürgen Schmah)l

**Geschäftsführend:** Dr. Otto G. Mayer

**REDAKTION:**

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Rainer Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Lange, Dipl.-Vw. Ira Lanz, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

**Anschrift der Redaktion:** Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 306/307

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

**VERTRIEB:**

manager magazin Verlagsgesellschaft mbH, Marketingabteilung, Postfach 11 10 60, 2000 Hamburg 11, Tel.: (040) 30 07 624

**Bezugspreise:** Einzelheft: DM 8,50, Jahresabonnement DM 96,– (Studenten: DM 48,–) zuzüglich Porto

**VERLAG UND HERSTELLUNG:**

**Verlag Weltarchiv GmbH**, Neuer Jungfernstieg 21, 2000 Hamburg 36, Tel.: (040) 35 62 500

**Anzeigenpreislste:** Nr. 13 vom 1. 1. 1983

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** Wünsch-Druck GmbH, 8430 Neumarkt/Opf.