Aspekte der Geldmarktsteuerung

Von Kurt Nemitz, Bremen

I. Problemstellung

In letzter Zeit haben die Diskussionen über den Geldmarkt — über die Bestimmungsgründe für das Zinsniveau, insbesondere aber über die Instrumente der Geldpolitik und ihre Handhabung durch die Bundesbank — eine starke Intensivierung erfahren. Die Gründe hierfür liegen auf der Hand: Sie sind auf handfeste Fakten zurückzuführen. Die veränderten Rahmenbedingungen, vor allem im Bereich der internationalen Wirtschaftsbeziehungen, haben neue Daten gesetzt, die von der Bundesbank bei der Entscheidungsfindung für geldpolitische Maßnahmen mit einbezogen werden mußten. Der Komplexität der neuen Tatbestände, die besonders durch den wachsenden Umfang und die schnelle Veränderung internationaler Kapitalbewegungen und ihre Auswirkungen auf die Bankenliquidität gekennzeichnet sind, entspricht die Diversifizierung der geldpolitischen Instrumente und ihre Praktizierung durch die Bundesbank.

Ein Blick in die währungspolitischen Chroniken in den Geschäftsberichten der Deutschen Bundesbank für die Jahre 1969 und 1979 macht deutlich, wie flexibel die Bundesbank auf die neuere Entwicklung reagiert hat. Im Jahr 1969 — ebenfalls eine restriktive Phase mit spekulativen Devisenbewegungen — lassen sich die geldpolitischen Maßnahmen nahezu vollständig durch den Einsatz der klassischen Instrumente Mindestreservesatz- und Rediskontkontingentpolitik — Diskont- und Lombardsatz — beschreiben. Zehn Jahre später, also 1979, wird neben diesen Instrumenten unter anderem der Einsatz von Wertpapier- und Devisenpensionsgeschäften, Tenderverfahren zum Rückkauf von Geldmarktpapieren und von Devisenswapgeschäften notiert. Die Art und Weise, in der die Bundesbank ihrem gesetzlichen Auftrag nachkommt, läßt sich somit nicht als statische Größe darstellen. Vielmehr entwikkelt sich das Instrumentarium ja nach Handlungsbedarf in einem mehr oder weniger dynamischen Prozeß. Dies hat sich bereits bei der mehr grundsätzlicheren Frage der Formulierung und praktischen Handha-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

bung von Geldmengenzielen durch die Bundesbank gezeigt. Die von der Wissenschaft angebotenen Konzepte unterliegen in der währungspolitischen Praxis einem Erfahrungsprozeß, der in aller Regel auch zu Veränderungen der ursprünglichen theoretischen Konzeption führt.

Die im Geschäftsbericht für das Jahr 1979 erwähnten Instrumente zielen auf die Einhaltung von solchen Geldmarktbedingungen ab, die sich in der Verfolgung des Geldmengenziels als geldpolitisch wünschenswert ergeben. Unter der Voraussetzung eines bereits vorgegebenen Geldmengenziels soll im folgenden dargestellt werden, welche Rolle der Geldmarkt im geldpolitischen Steuerungsprozeß spielt, und in welcher Art und Weise die Instrumente im Sinne dieser geldpolitischen Ratio eingesetzt und wirksam werden. Es geht also um eine Bestandsaufnahme des geldpolitischen Instrumentariums, seiner Möglichkeiten und Grenzen, und nicht um die voraussetzungslose Frage nach der optimalen Ausgestaltung eines geldpolitischen Konzepts ohne Rücksicht auf gesetzliche Regelungen und andere relevante Rahmenbedingungen. Dabei wird der Einsatz der klassischen Instrumente im Grundsatz nicht in Frage gestellt. Allerdings muß man sich ihrer Grenzen bewußt sein, was in der Weiterentwicklung des Instrumentariums ja gerade zum Ausdruck kommt.

II. Die Rolle des Geldmarktes im geldpolitischen Steuerungsprozeß

1. Abgrenzung und Definition

Unter Geldmarkt soll hier derjenige Markt verstanden werden, auf dem zwischen den Banken kurzfristiges Zentralbankgeld gehandelt wird. Ebenso wollen wir diejenigen Transaktionen dazu rechnen, die zwischen der Bundesbank und den Banken zum Zwecke des Liquiditätsausgleichs getätigt werden. Alle preis- und mengenpolitischen Entscheidungen der Zentralbank mit dem Ziel der Beeinflussung von Geldmarktbedingungen werden dem geldpolitischen Steuerungsprozeß zugeordnet[1]. Dabei setzen wir die Formulierung eines Geldmengenziels bereits voraus, d. h. die auf den Geldmarkt gerichteten steuerungspolitischen Eingriffe dienen dem Zweck, die monetäre Expansion, gemes-

[1] Zur Definition des Geldmarktes vgl. *C. Köhler,* Geldwirtschaft, Erster Band, Geldversorgung und Kreditpolitik, Zweite veränderte Auflage, Berlin 1977, S. 135 ff.; *B. Benning,* Art. „Geldmarkt", in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Aufl., 1967, Bd. I, S. 589 ff., sowie *H.-J. Jarchow,* Theorie und Politik des Geldes, II. Geldmarkt und geldpolitische Instrumente, Göttingen 1976.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

sen an der Entwicklung der Zentralbankgeldmenge, auf dem vorgegebenen Zielpfad bzw. innerhalb der Zielmarge zu halten.

Funktional betrachtet stellt der Geldmarkt somit das bindende Glied zwischen Geldmengenzielsetzung und dem konkreten Einsatz der jeweiligen Instrumente dar. Die primären Effekte geldpolitischer Maßnahmen wirken sich auf die Geldmarktbedingungen aus und beeinflussen von dort unmittelbar oder mittelbar das Verhalten der Banken wie der Nichtbanken.

2. *Zinsbildung und Zinsstruktur*

In der Konstellation der Geldmarktbedingungen sollte die jeweilige geldpolitische Intention zum Ausdruck kommen. Das heißt unter anderem, daß die Zinsentwicklung am Geldmarkt die Entwicklung der Notenbankzinssätze widerspiegeln müßte. Theoretisch läßt sich zeigen, daß die Tagesgeldsätze sich normalerweise zwischen dem Diskont- und Lombardsatz bewegen[2]. Liegt der Geldmarktsatz unter dem Diskontsatz oder über dem Lombardsatz, so ist der Grund hierfür in mehr oder weniger kurzfristigen Anpassungsproblemen zu suchen oder aber in einer entsprechenden Geldpolitik, die den Markt auf Dauer verflüssigt oder knapp hält.

Betrachtet man die Entwicklung von Tagesgeldsatz und Lombard- bzw. Diskontsatz, so stellt man fest, daß sich diese Vermutung bestätigen läßt. So lag beispielsweise im Jahre 1975 der Tagesgeldsatz bis weit in den Sommer hinein über längere Zeit hinweg unter dem Diskontsatz. Dies war Ausdruck der seinerzeit geldpolitisch gewollten günstigen liquiditätspolitischen Bedingungen. Anders dagegen in der zweiten Jahreshälfte 1979. Hier lag der Tagesgeldsatz über einem Zeitraum von mehreren Monaten deutlich über dem Lombardsatz. Dies war gerade in derjenigen Periode am ausgeprägtesten der Fall, als die Bundesbank den Zugang zum Lombardkredit durch die 15 %ige Lombardlinie quantitativ begrenzt hatte. Daraus resultierte eine generelle Liquiditätsknappheit, die zu den vergleichsweise hohen Sätzen, gemessen am Lombardsatz, führte. Hier muß das Überschreiten der üblicherweise geltenden Obergrenze am Geldmarkt als Ausdruck der restriktiven Linie der Geldpolitik gewertet werden.

---

[2] Vgl. *C. Köhler*, Geldwirtschaft, S. 164 ff.; *H.-J. Jarchow*, Theorie und Politik des Geldes, II. Geldmarkt und geldpolitische Instrumente, Zweite neubearbeitete und erweiterte Aufl., Göttingen 1976, S. 38 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Mit dem Setzen der zins- und liquiditätsmäßigen Rahmenbedingungen am Geldmarkt ist der unmittelbare Einfluß der Bundesbank auf den monetären Expansionsprozeß zunächst beendet. Durch die Substitutionsbeziehungen zwischen den einzelnen monetären Märkten setzen sich diese Bedingungen jedoch auch auf den anderen Märkten durch. Dies drückt sich in einer mehr oder weniger gleichgerichteten Zinsbewegung aus. Dabei kann es naturgemäß zu Verzögerungen kommen, so daß eine Anpassung an Veränderungen auf dem Geldmarkt nicht unmittelbar und in gleicher Größenordnung erfolgen muß. Unter dem Einfluß längerfristiger Erwartungen über die Preis- und Zinsentwicklung ist sogar nicht auszuschließen, daß es zu gegenläufigen Bewegungen kommt. So folgt z. B. auf die Erhöhung der Refinanzierungssätze der Bundesbank Anfang Mai 1980 am Kapitalmarkt keine Zinserhöhung; vielmehr setzte sich im Gegenteil eine Zinssenkungstendenz fort, die nicht zuletzt mit dem seinerzeitigen rapiden Zinsrückgang in den USA zusammenhing. Man muß also sehen, daß aus jedem Zinsniveau am Geldmarkt, je nach spezieller Konstellation auf den anderen Märkten, ein unterschiedliches Zinsniveau resultieren kann.

Insgesamt ist zu sagen, daß die Beziehungen zwischen den Bedingungen am Geldmarkt und den übrigen monetären Märkten, insbesondere was die Zinsentwicklung betrifft, keineswegs eindeutig und stabil sind. Insbesondere dann, wenn sich mehr längerfristige Erwartungen umkehren, wird dieser Zusammenhang wohl am ehesten durchbrochen. In der Grundtendenz kann man jedoch davon ausgehen, daß geldpolitische Maßnahmen ihre Wirkung vom Geldmarkt aus auch auf die anderen Bereiche entfalten. Dies gilt vor allen Dingen dann, wenn eine bestimmte Richtung der Geldpolitik über einen längeren Zeitraum hinweg verfolgt wird, so daß sich die Erwartungen dementsprechend stabilisiert haben.

3. Geldmarkt- und Geldmengensteuerung

Wenn bisher überwiegend von Zinsentwicklung die Rede war, so heißt dies nicht, daß die eingesetzten Instrumente ausschließlich zu Veränderungen der Zinssätze führen würden. Auch heißt es nicht, daß sich die monetäre Linie allein in den Zinssätzen ausdrücken würde. Jedenfalls zeigt die bisherige Praxis der Geldmengensteuerung, daß sowohl zins- als auch liquiditätspolitische Instrumente zum Einsatz kommen. Die Entwicklung der Zinssätze ist jedoch vor allen Dingen deswegen von Bedeutung, weil sie in der Regel als das wichtigste Entscheidungs-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

kalkül für Banken, Unternehmen und Privatpersonen angesehen wird. Die globale Entwicklung der Geldmenge kann diese Funktion des Zinssatzes als Entscheidungskriterium der wirtschaftlichen Akteure nicht ersetzen. Die geldpolitische Intention wird ihnen über das Zinsniveau vermittelt, was in einer marktwirtschaftlch orientierten Wirtschaftsordnung nur natürlich ist.

Für die Bundesbank stellt sich das Steuerungsproblem am Geldmarkt nur in zweifacher Hinsicht: Einmal sollen die zum Geldmengenziel passenden Bedingungen am Geldmarkt hergestellt werden. Zum anderen kommt es darauf an, Abweichungen von diesen Bedingungen, die durch Marktfaktoren, z. B. Devisenbewegungen, hervorgerufen werden, in angemessener Weise zu korrigieren. Es geht dabei aber keinesfalls darum, jede kleine erdenkliche Abweichung, die zu entsprechenden Zinsbewegungen am Geldmarkt führt, auszugleichen, sondern es geht darum, daß die Linie der Geldpolitik weitgehend unverfälscht zum Ausdruck kommt.

Diese Überlegungen machen deutlich, daß der Steuerungsbedarf bei zunehmender Flexibilität der Devisenbewegung ebenfalls zunimmt; vor allen Dingen deswegen, weil über die Dauerhaftigkeit der Zu- bzw. Abflüsse nur wenig sichere Erfahrungen vorliegen. Die daraus entstehenden Probleme verschärfen sich noch, wenn es darum geht, eine restriktive Linie der Geldpolitik durchzusetzen. Bei einer freien Liquiditätsquote nahe Null wirken sich Abflüsse von Zentralbankgeld in der Regel stärker aus als bei hinreichend großen freien Liquiditätsreserven, die etwa einer Phase leichterer Geldpolitik angemessen wären. Umgekehrt könnte in einer restriktiven Phase die Hinnahme großer Liquiditätszuflüsse zu dem falschen Schluß führen, daß die restriktive Politik ihren Höhepunkt überschritten habe. In beiden Fällen kommt es also darauf an, zu entscheiden, ob die Liquiditätsbewegungen am Geldmarkt einen falschen Kurs der Geldpolitik anzeigen könnten und inwieweit und mit welchen Maßnahmen dem entgegengewirkt werden muß.

III. Instrumente der Geldmarktsteuerung

1. Steuerungsanforderungen und -kriterien

Der geldpolitische Steuerungsbedarf ergibt sich aus dem Erfordernis, die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge in Richtung der Zielvorgabe zu beeinflussen, bzw. aus der beabsichtigten Einwirkung auf jene

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Marktfaktoren, die zu einer Abweichung von der geldpolitischen Linie führen können. Mit dem Geldmengenziel korrespondiert ein Grundbedarf an Zentralbankgeld, den die Bundesbank befriedigen muß. Dieses zusätzliche Zentralbankgeld wird — wenn man zur besseren Transparenz eine der möglichen Klassifizierungen verwenden will — im Rahmen der sogenannten „Grobsteuerung" zur Verfügung gestellt. Entwicklungen am Geldmarkt, die — wie erwähnt — Abweichungen von dem vorgegebenen Geldmengenziel anzeigen, werden im Rahmen der Feinsteuerung korrigiert[3].

Diese Systematisierung der Steuerungsanforderungen geht von der Überlegung aus, daß der jeweilige Steuerungsbedarf naturgemäß eine sehr variable Größe ist. In Abhängigkeit von der Beurteilung der aktuellen Situation unterscheidet er sich nach Dauer, Ausmaß und zeitlicher Dringlichkeit. Der analytische Wert dieser Systematisierung ist darin zu sehen, daß sie die Struktur des Steuerungsproblems deutlich hervortreten läßt. Entwicklungen, die vom Umfang her bedeutsam und von dauerhafter Natur sind, sind am ehesten mit Mitteln der Grobsteuerung zu korrigieren; sie können nicht auf Dauer im Wege der Feinsteuerung kontrolliert werden. So wird man z. B. einen Liquiditätsverlust als Folge von größeren Devisenabflüssen nicht über einen längeren Zeitraum etwa durch Verlagerungen von Guthaben des Bundes in den Geldmarkt nach § 17 BBankG — also durch Feinsteuerung — kompensieren können. Umgekehrt ist es nicht sinnvoll, auf eine kurzfristige Enge oder Verflüssigung des Geldmarktes mit kompensierenden Veränderungen der Rediskontkontingente, einem Instrument der Grobsteuerung, zu reagieren.

Diese analytische Unterscheidung hat jedoch in der praktischen Geldpolitik nur einen begrenzten Erkenntniswert. Dies liegt vor allen Dingen daran, daß bei Abweichungen von der erwünschten Entwicklung nicht immer am Anfang erkennbar ist, ob es sich dabei um eine dauerhafte oder weniger dauerhafte Bewegung handelt. Daher kann es sinnvoll sein, zunächst zu einem Instrument der Feinsteuerung zu greifen, wodurch kurzfristig die erwünschte liquiditätsmäßige Kompensation auf Dauer gefällt wird, die sich im nachhinein als unangemessen erweist, weil die ursprüngliche Entwicklung nach relativ kurzer Zeit durch eine Gegenbewegung abgelöst wird. Dies kann nicht von vornherein erkannt werden, zumal gerade bei den Devisenbewegungen, die

[3] Vgl. *D. B. Simmert, G. Zweig,* Instrumente auf dem Prüfstand, in Wirtschaftsdienst, 60. Jg. (1980), S. 226 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

ein wichtiger Faktor für die Geldmarktbedingungen sind, Zu- und Abflüsse von beträchtlichem Umfang und in rascher Folge auftreten können. Von daher hat es sich bewährt, in der geldmarktpolitischen Steuerung „auf Sicht" zu fahren. Die jeweiligen Instrumente haben also einen substitutiven Charakter. Sie können über einen gewissen Zeitraum hinweg auch additiv nebeneinander eingesetzt werden. Als Beispiel dafür mag die Entwicklung in den ersten Monaten des Jahres 1980 angesehen werden. Die in dieser Zeit auftretenden Devisenabflüsse wurden durch mehrere Instrumente der Feinsteuerung additiv kompensiert und dann, als sich herausstellte, daß diese Abflüsse nicht nur von kurzer Dauer waren, durch Instrumente der Grobsteuerung (Mindestreservesatzsenkung, Rediskontkontingenterhöhung) substituiert. Dieses Beispiel macht auch deutlich, daß die Eignung der Instrumente zur Grob- oder Feinsteuerung im wesentlichen davon abhängt, im welchem Maße sie zeitlich flexibel und reversibel sind und inwieweit sie betragsmäßig differenziert eingesetzt werden können.

2. *Grobsteuerung der Rahmenbedingungen des Geldmarktes*

Will die Bundesbank im Rahmen der Grobsteuerung Zentralbankgeld auf Dauer zur Verfügung stellen oder entziehen, so stehen ihr dazu die Instrumente der Rediskontkontingentpolitik und der Mindestreservepolitik zur Verfügung. Der Ausdruck „auf Dauer" soll zum Ausdruck bringen, daß dem Einsatz dieser Instrumente Erwartungen zugrunde liegen, die von einer hinreichend langen Veränderung des Zentralbankgeldbedarfs ausgehen. Die technische und praktische Ausgestaltung dieser beiden Instrumente führt dazu, daß sie nicht hinreirend flexibel eingesetzt werden können, um etwa kurzfristige Entwicklungen zu kompensieren. Ihre Eignung, das für den Prozeß wirtschaftlichen Wachstums erforderliche Zentralbankgeld im Rahmen des Geldmengenziels zur Verfügung zu stellen, ist aus heutiger Sicht kaum umstritten. Am ehesten dürfte hier noch die Mindestreservepolitik an eine Grenze stoßen, da man unter das auch von den Banken aus Gründen der Reservehaltung gebotene Minimum wohl kaum wird gehen können. Fragen der Euromarktkontrolle sollen in diesem Zusammenhang einmal außer Betracht bleiben.

Der Ausweitung von Rediskontkontingenten als Mittel, Zentralbankgeld zur Verfügung zu stellen, sind scheinbar dann Grenzen gesetzt, wenn der bundesbankfähige Wechselbestand der Banken nur geringfügig über den ihnen eingeräumten Kontingenten liegt. Dies könnte zu

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

dem falschen Schluß führen, daß das Potential an Zentralbankgeldbeschaffung auf diesem Wege ausgeschöpft ist. Dabei muß man allerdings berücksichtigen, daß dies nicht generell der Fall ist, sondern nur in bestimmten Situationen, in der Regel während restriktiver Phasen. Im allgemeinen ist der Wechselbestand groß genug, um die erhöhten Rediskontkontingente relativ schnell auszufüllen. Die Banken zeigen lediglich in ihrem eigenen Wechselkreditgeschäft dann Zurückhaltung, wenn am Geldmarkt im Vergleich zum Diskontsatz relativ hohe Zinssätze herrschen. Diskontkredite werden den Kreditnehmern dann möglichst nur bis zum Umfang der Rediskontkontingente eingeräumt. Darüber hinausgehende Wechselkredite müßten sonst möglicherweise zu höheren Kosten am Geldmarkt refinanziert werden, was aus Ertragsgründen nicht im Interesse der Kreditinstitute liegen kann. Selbst in einer solchen Situation wird es bei einer Ausweitung der Rediskontkontingente in aller Regel jedoch zu einer entsprechenden Anpassungsreaktion der Banken kommen. Der Unterschied zu dem Fall, daß von Anfang an genügend Wechselmaterial vorhanden ist, liegt dann nur darin, daß die zusätzlichen Rediskontkontingente möglicherweise nur etwas langsamer ausgenutzt werden, oder anders ausgedrückt, im Durchschnitt eines bestimmten Zeitraumes wird etwas weniger Zentralbankgeld zur Verfügung gestellt.

Mindestreserve- und Diskontpolitik sind im übrigen nicht nur Instrumente im Rahmen der Grobsteuerung, sondern haben darüber hinaus mehr als andere Instrumente große Bedeutung für die Erwartungsbilanz der Banken und ihrer Kunden. Dies gilt sowohl für die mengenmäßigen Veränderungen als auch insbesondere für Veränderungen des Diskontsatzes. Die besondere Bedeutung des Diskontsatzes liegt auf der Hand, drückt sich doch in ihm unmittelbar die zinspolitische Intention der Notenbank aus.

3. Kontrolle temporärer Fehlentwicklungen durch Feinsteuerung

Durch die auf den Geldmarkt einwirkenden Faktoren kommt es bei gegebener Grobeinstellung der Liquidität in kürzeren Perioden gelegentlich zu Entwicklungen, die zu Abweichungen, insbesondere der Zinssätze, von der beabsichtigten Linie führen. Um dies innerhalb bestimmter Grenzen vermeiden zu können, steht ein Instrumentarium zur Verfügung, das geeignet ist, diesen Faktoren entgegenzuwirken, wobei es — wie erwähnt — im wesentlichen darauf ankommt, daß diese In-

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

strumente nach Fristigkeit, Flexibilität und Ausmaß differenziert und kontrollierbar eingesetzt werden können. Ob und inwieweit aber Maßnahmen eingeleitet werden, hängt vom Einzelfall ab.

Ausmaß und Notwendigkeit des Steuerungsbedarfs ist vor dem Hintergrund bestimmter mehr oder weniger automatisch wirkender Ausgleichsfaktoren zu sehen. So zeigen z. B. die Faktoren Bargeldumlauf und Kassenbewegungen der öffentlichen Hand im Monatsablauf eine gegenläufige Entwicklung auf, die für sich genommen bereits auf einen gewissen Ausgleich hinausläuft[4]. Auch ist zu berücksichtigen, daß die Mindestreserveerfüllung lediglich im Monatsdurchschnitt erreicht werden muß. Dadurch ergibt sich bereits eine gewisse Flexibilität, die die Banken ausnutzen, um vorübergehende Liquiditätsanspannungen oder Liquiditätsfülle ausgleichen zu können. So gesehen führen nur diejenigen Abweichungen zu einem Steuerungsbedarf, die nicht durch die quasi automatisch wirkenden Mechanismen kompensiert werden können.

Naturgemäß ergibt sich ein solcher Steuerungsbedarf besonders in Phasen einer restriktiven Politik und bei sehr geringen Liquiditätsreserven im Bankenapparat. In einer solchen Situation kann die geldpolitisch gewollte liquiditätsmäßige Einengung dazu führen, daß versucht wird, die Lombardkreditgewährung — über die in letzter Zeit besonders intensiv diskutiert worden ist — entgegen der notenbankpolitischen Intention zu einem Instrument der Dauer-Refinanzierung umzufunktionieren.

Der Zentralbankrat hat deshalb im Beschluß vom 28. Februar 1980 zum wiederholten Male deutlich gemacht, daß „Lombardkredit nur zur kurzfristigen Überbrückung eines vorübergehenden Liquiditätsbedürfnisses zu gewähren" sei[5]. Auf Einzelheiten der Debatte über den Lombardkredit kann hier nicht eingegangen werden.

Permanenter Diskussionsgegenstand sind vor allem auch die vielfältigen Aspekte der Offenmarktgeschäfte, der Devisenswap- und Devisenpensionsgeschäfte sowie die Einlagenpolitik durch Verlagerung von Guthaben des Bundes bei der Bundesbank ins Bankensystem gemäß § 17 BBankG.

---

[4] Vgl. Erläuterungen zur Liquiditätsanalyse der Bundesbank, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Juli 1970, S. 29.

[5] Pressenotiz der Deutschen Bundesbank vom 28. 2. 1980.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Die Bundesbank hat diese Instrumente in verschiedenster Kombination eingesetzt, wobei sowohl Mengen- als auch Zinsaspekte bei der Konditionengestaltung eine Rolle gespielt haben. Offenmarktgeschäfte mit Mobilisierungs- und Liquiditätspapieren sind bereits früher durchgeführt worden. Anders als früher sind diese Papiere heute jedoch nicht mehr mit der Zusage des jederzeitigen Ankaufs durch die Bundesbank ausgestattet, d. h. Abgabe und Kauf dieser Papiere liegen vollständig im Ermessen der Bundesbank. Daß sie trotz der fehlenden Ankaufszusage gleichwohl zum Ausgleich mangelnder Liquidität geeignet sind, zeigt die Tatsache, daß die Bundesbank je nach Lage sich dazu bereiterklären kann, Papiere mit einer bestimmten Restlaufzeit vor Fälligkeit zurückzunehmen. Eine Grenze für dieses Instrument ist darin zu sehen, daß diese Papiere durch Bestimmungen im BBankG insgesamt nur bis zu einem Betrag von rd. 16 Mrd. DM zur Verfügung stehen. Je nachdem, welcher Betrag bereits bei den Banken untergebracht ist, ist daher ihr geldpolitischer Einsatz in der einen oder anderen Richtung begrenzt.

Wechselpensionsgeschäfte, die in der Regel für relativ kurze Fristen, z. B. für zehn Tage, abgeschlossen wurden, sind ebenfalls ein sehr flexibles Instrument, dessen Einsatz zum Zwecke der vorübergehenden Liquidisierung des Geldmarktes im Prinzip gut geeignet ist. Auch dieses Instrument stößt dann auf eine Grenze, wenn in einer Phase restriktiver Politik der freie bundesbankfähige Wechselbestand nur noch sehr begrenzt ist. Für diesen Fall haben sich die Wertpapierpensionsgeschäfte bewährt, da ausreichende Wertpapierbestände bei den Banken in der Regel vorhanden sind.

Ein im Prinzip gleichartiges Feinsteuerungsinstrument mit lediglich anderen Aktiva stellen die Devisenswapgeschäfte und -pensionsgeschäfte dar. Anders als bei den zuvor genannten Wechsel- und Wertpapierpensionsgeschäften ist ein Einsatz der Devisenswapgeschäfte in beiden Richtungen möglich. Dadurch gewinnt dieses Instrument einen zusätzlichen Stellenwert in der Steuerung des Geldmarktes auf kürzere Sicht.

Soll ganz kurzfristigen Entwicklungen entgegengewirkt werden, so sind die zuvor genannten Instrumente nicht zuletzt aus Gründen der technischen Abwicklung wenig geeignet, weil sie z. B. nicht von einem Tag zum anderen eingesetzt werden können. Für solche Situationen stellt die Einlagenpolitik durch die Verlagerung von Bundesbankguthaben des Bundes in den Geldmarkt ein adäquates Mittel dar. Eine

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Begrenzung ist hier insofern gegeben, als entsprechende Mittel zur Verfügung stehen müssen. Da dies nicht immer der Fall ist, kann nicht generell auf dieses Instrument zurückgegriffen werden.

Eine Beurteilung dieser Instrumente anhand der Kriterien Flexibilität und Reversibilität sowie betragsmäßige Kontrollierbarkeit fällt nach den Erfahrungen der bisherigen Praxis weitgehend positiv aus. Ebenso wichtig ist, daß bei all diesen Instrumenten das Initiativrecht der Bundesbank gesichert ist, weil in allen Fällen die Bundesbank über Zeitpunkt und Ausgestaltung des Instrumenteneinsatzes entscheidet.

Die zuvor aufgezeigte Notwendigkeit, bei einer restriktiven geldpolitischen Linie den Geldmarkt „auf Sicht" zu fahren, kann mit diesen Instrumenten weitgehend realisiert werden. Dabei mag bei einigen Beobachtern der bisherigen Praxis zuweilen der Eindruck entstanden sein, daß der Bundesbank daran gelegen sei, in der geldpolitischen Steuerung zu einem Perfektionismus zu gelangen, der jede kleine Zinsbewegung auszugleichen sucht[6].

Dies entspricht jedoch nicht den tatsächlichen Intentionen. Wie vom „Atmen" des Kapitalmarktes die Rede ist, so sind auch am Geldmarkt Zinsbewegungen möglich, die keineswegs Korrekturen erforderlich machen. Entscheidend ist, daß die Ausgleichsoperationen am Geldmarkt *insgesamt* jenes Spannungsverhältnis zwischen Zentralbankgeldnachfrage der Banken und Nichtbanken herstellt, das zu dem jeweiligen Geldmengenziel paßt. Nicht jede Nachfrage im beliebigen Umfang kann befriedigt werden, weil dann die offensichtliche Gefahr besteht, daß das Geldmengenziel überschritten würde, ebenso kann aber auch die Bundesbank denjenigen Zentralbankgeldbedarf nicht verweigern, der sich aus der Mindestreservepflicht der Banken ergibt[7]. Dies würde einmal mehr zu sehr starken Schwankungen der Zinssätze am Geldmarkt führen, die für sich genommen funktionslos sind, und den Zentralbankgeldbedarf global gesehen dennoch nicht befriedigen können.

4. *Strukturneutralität der Instrumente*

Wie bei den klassischen Instrumenten Diskont- und Mindestreservepolitik, so sind auch die neueren Instrumente der Bundesbank gele-

---

[6] Z. B. *W. Reimann,* Mehr Ruhe in der Geldpolitik, in Börsen-Zeitung vom 11. 9. 1979.

[7] Vgl. hierzu *H. Bockelmann,* Die Rolle der Banken in der Geldpolitik, in: Kredit und Kapital, 7. Jg. (1974), S. 145 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

gentlich kritisiert worden, weil sie nicht strukturneutral seien[8]. In der Tat ist es schwierig, ein einzelnes Instrument zu finden, das für sich genommen in jeder Situation strukturneutral wirkt. Dafür sind die Unterschiede in der Geschäftsstruktur der einzelnen Banken und Bankengruppen zu groß. Strukturneutralität kann vielmehr nur dadurch erzielt werden, daß eine Palette von Instrumenten zum Einsatz kommt, wodurch sich Vor- und Nachteile der einzelnen Instrumente für die jeweiligen Bankengruppen ausgleichen können.

Das gleiche gilt in zeitlicher Hinsicht, da die strukturellen Unterschiede zwischen den Banken von recht dauerhafter Natur sind. So werden z. B. Bankengruppen, die etwa in einer restriktiven Phase eher benachteiligt sind, in einer mehr expansiven Phase im Vorteil sein. Dies gilt z. B. für Bankengruppen, die sich überwiegend am Geldmarkt refinanzieren. In einer restriktiven Phase, in der die Geldmarktsätze höher liegen als die Refinanzierungssätze der Bundesbank, mögen die Refinanzierungskosten dieser Banken über denen solcher liegen, die für ihre Refinanzierung auf einen hohen Einlagenblock zurückgreifen können, dessen Verzinsung der Entwicklung am Geldmarkt nicht in gleichem Maße gefolgt ist.

In einer Phase leichterer Politik mag sich dieser Nachteil dann jedoch in einen Vorteil umkehren, wenn nämlich die Geldmarktsätze unter das Niveau der übrigen Refinanzierungssätze sinken.

Für die Beurteilung der Wirkung der einzelnen Instrumente kommt es somit wesentlich darauf an, einen hinreichend langen Zeitraum zugrunde zu legen und nicht nur eine einzelne Phase restriktiver oder expansiver Politik. Ebenso muß das gesamte Spektrum der Instrumente gesehen werden und nicht nur ein einzelnes.

IV. Mengen- oder Zinssteuerung?

Die Diskussion über die Instrumente hat gezeigt, daß zur Geldmengensteuerung zins- und mengenmäßige Maßnahmen nebeneinander

---

[8] Vgl. hierzu z. B. *D. B. Simmert, G. Zweig,* Instrumente auf dem Prüfstand, S. 229 f.; *F. Viehoff,* Beschränkung der Lombardkredite zwingt Banken zum Nachdenken, in: Handelsblatt vom 31. 12. 1976; *J. Völling,* Weltweiter Konjunkturabschwung in Sicht, in Deutsche Sparkassenzeitung vom 17. 6. 1980: Ziele und Grenzen der Geldpolitik, Vortrag von Dr. *H. Schlesinger,* Vizepräsident der Deutschen Bundesbank, gehalten am 9. 5. 1980 auf der 14. Bankwirtschaftlichen Tagung des Bundesverbandes der Volks- und Raiffeisenbanken in Travemünde. Abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 43 vom 12. 5. 1980, S. 3.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

eingesetzt werden müssen. Die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge steht am Ende eines Prozesses von Entscheidungen der Banken und Nichtbanken, der — neben anderen Faktoren — geldpolitisch beeinflußt werden kann, und zwar sowohl durch eine Änderung der Liquiditätsbedingungen für die Banken als auch durch direkte Änderung der Zinssätze.

A priori läßt sich nicht entscheiden, ob ein mengenpolitisches Instrument einem zinspolitischen in jeder geldpolitischen Entscheidungssituation überlegen ist. Das gesamte Spektrum der jeweils herrschenden Umstände ist bei geldpolitischen Entscheidungen zu berücksichtigen. Die Abwägung von Wirkungsverzögerungen und außenwirtschaftlichen Aspekten mag in einer Situation mehr für liquiditätspolitische, in einer anderen mehr für zinspolitische Maßnahmen sprechen. Ebenso mag eine Kombination verschiedener Instrumente optimal sein[9].

Der theoretische Rigorismus, mit dem die Alternative Mengen- oder Zinssteuerung mitunter in der einen oder anderen Richtung begründet wird, kann jedenfalls diesen Überlegungen nicht gerecht werden.

Das Zinsniveau am Geldmarkt bestimmt bei globaler Betrachtung nur einen Teil der Refinanzierungskosten der Banken. Ein anderer Teil hingegen ist von der Zinsentwicklung am Geldmarkt weitgehend unabhängig. Abgesehen von der Beeinflussung der Refinanzierungskosten durch Änderung der Notenbanksätze, scheint es den Banken jedoch leichter möglich zu sein, Änderungen der Konditionen im Aktivgeschäft unter Hinweis auf entsprechende zinspolitische Maßnahmen der Bundesbank durchzusetzen. Diese Verhaltensmuster der Banken werden im abstrahierenden ökonomischen Modell von Angebot und Nachfrage nicht berücksichtigt. Gleichwohl müssen sie in der Frage, ob ein zins- oder liquiditätspolitisches Instrument eingesetzt werden soll, berücksichtigt werden, wenn man eine möglichst kurze Wirkungsverzögerung anstrebt.

Die Forderung nach Intensivierung der Mengensteuerung ist häufig mit dem Vorschlag verknüpft, Geldmengen- und Geldmarktsteuerung überwiegend mit Hilfe der Offenmarktpolitik in Wertpapieren zu be-

---

[9] Vgl. Der Zins als kreditpolitische Steuerungsgröße, Vortrag von Prof. Dr. *C. Köhler,* Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank, auf dem 5. Symposium zur Bankengeschichte des Instituts für bankhistorische Forschung in Frankfurt/M. am 6. 10. 1978. Abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 77 vom 11. 10. 1978, S. 1 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

treiben[10]. Diese Empfehlung übersieht, daß es bei den in der Bundesrepublik Deutschland gegebenen Marktverhältnissen schwierig sein dürfte, einen solchen offenen Markt überhaupt „herzustellen".[11] Der von der Bundesbank praktizierte instrumentale Pluralismus ist dagegen eher auf die gestellten Steuerungsanforderungen und die nun einmal vorhandenen institutionellen Gegebenheiten abgestimmt. Dabei ist zu beachten, daß fast alle neueren Instrumente den Charakter von Offenmarktgeschäften haben, bei denen verschiedene Aktiva auf Initiative der Bundesbank und zu den von ihr gesetzten Konditionen gehandelt werden. Insoweit ist das Werben für mehr Offenmarktpolitik durchaus fruchtbar gewesen.

V. Geldmarktsteuerung und Verstetigung der Geldpolitik

Mit der Formulierung von Geldmengenzielen hat die Bundesbank ihre Entschlossenheit zur Verstetigung der Geldpolitik unterstrichen. Gelegentlich wird die Frage gestellt, ob und inwieweit diese Verstetigungspolitik mit konkreten Einzelmaßnahmen der Geldmarktsteuerung zu vereinbaren sei. Dabei schwingen mitunter monistische Modellüberlegungen mit, die darauf hinauslaufen, daß — in der Hoffnung auf selbsttätig regulierende Kräfte — selbst angesichts besonders schwieriger Rahmenbedingungen von Einzelmaßnahmen abgeraten wird. Hier werden die Grenzen wissenschaftlicher Modellüberlegungen als Beratungskriterien für die praktische Politik deutlich sichtbar. Tatsächlich werden durch die Geldmarktsteuerung diejenigen Voraussetzungen geschaffen, die eine Politik der Verstetigung erst möglich machen.

Für die Steuerung des Geldmarktes mit Hilfe eines flexiblen Instrumentariums folgt daraus, daß die Aufgabenstellung anspruchsvoller und komplexer geworden ist. Im Rahmen des geldpolitischen Grundkonzeptes bedeutet dies, daß das geldpolitische Instrumentarium ziel- und sachgerecht weiterentwickelt werden muß, was unter den gegebenen Umständen auf einen Pluralismus der Instrumente und ihren relativ häufigen Einsatz hinausläuft. Dabei kann so weit wie möglich

[10] So z. B. der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Vollbeschäftigung für morgen, Jahresgutachten 1974/75, Stuttgart und Mainz, S. 152 ff.

[11] Vgl. *H. Wertz,* Bundesbank-Instrumentarium. Sollte die Bundesbank die Offenmarktpolitik nach amerikanischem Vorbild stärker einsetzen als bisher? in: Das Wirtschaftsstudium, Jg. 8 (1979), S. 265 ff.

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

den autonom wirkenden Ausgleichsmechanismen am Geldmarkt Raum gegeben werden. Die möglichen „Grenzerträge" zusätzlicher Aktivitäten am Geldmarkt sind immer sorgfältig zu analysieren.

Schließlich ist für eine realistische Einschätzung der Möglichkeiten der Geldpolitik auf ihre Einordnung in den wirtschaftspolitischen Gesamtzusammenhang hinzuweisen. Die Geldpolitik ist ein Teilbereich der allgemeinen Wirtschaftspolitik. Als solcher kann sie nur in Koordination und Kooperation mit den anderen Bereichen und den wirtschaftspolitisch relevanten Akteuren im In- und Ausland zu einer optimalen Erfüllung gesamtwirtschaftlicher Ziele beitragen. Dies wird um so eher möglich sein, je mehr der Grundkonsens in wichtigen wirtschaftspolitischen Fragen zwischen den wirtschaftspolitischen Akteuren zum Tragen kommt. Dies schließt jedoch keineswegs aus, daß geldpolitische Maßnahmen immer wieder einer kritischen Betrachtung unterzogen werden, wie auch umgekehrt die Bundesbank ihren Beitrag zur Meinungsbildung in wichtigen wirtschaftspolitischen Fragen leistet und leisten muß, um ihrem Auftrag gerecht werden zu können.

Zusammenfassung

Aspekte der Geldmarktsteuerung

Veränderte Rahmenbedingungen, insbesondere Umfang und Flexibilität internationaler Kapitalbewegungen, haben die geldpolitischen Steuerungsanforderungen an die Bundesbank erhöht und zu einer Weiterentwicklung des geldpolitischen Instrumentariums geführt. Von den jeweiligen Geldmengenzielsetzungen ausgehend, muß die Bundesbank am Geldmarkt ein solches Spannungsverhältnis herstellen und aufrechterhalten, das zum Geldmengenziel paßt. Dabei kommen verschiedene Instrumente zum Einsatz, die in ihrer Gesamtheit den Anforderungen der Grob- und Feinsteuerung genügen und sich — entsprechend dem jeweils gegebenen Steuerungsbedarf — in ihrer Flexibilität, Reversibilität und Kontrollierbarkeit unterscheiden. Eine Priorität für zins- oder liquiditätspolitische Maßnahmen läßt sich dabei nicht konstituieren. Diese — nach den bisherigen Erfahrungen erfolgreiche — „pluralistische" Steuerungskonzeption beruht auf den gegebenen rechtlichen und institutionellen Rahmenbedingungen und unterscheidet sich insofern von „monistischen" Modellüberlegungen.

Summary

Some Aspects about the Control of the Money Market

Changed framework expecially the volume and flexibility of international capital flows made high demands on the Federal Reserve Bank (Deutsche

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/

Bundesbank) concerning the control of the money market and called for a modification of the monetary management. Basing on the respective target of the money supply, the Federal Reserve Bank has to produce and maintain such a field of tension which fits to the target of money supply. Thereby some various monetary instruments came to use, which in their entirety meet the requirements of the precise control and of the coarse control and which, according to the respective demand of control, distinguish between their flexibility, reversibility and their controlling measures. A priority for measures relating to interest rate or to liquidity is not to be constituted. This "pluralistic" conception of control, successful in the former experiences, is based on the prevailing legal and institutional framework and therefore differs from "monistic" models policy.

Résumé

Les aspects de règlement du marché monétaire

Des conditions de cadre changées, notamment le volume et la flexibilité des mouvements internationales de capitaux, ont augmenté les exigences de règlement financiers envers la Banque Fédérale et ont mené à une évolution du dispositif financier. En partant de la fixation de la masse monétaire respective, la Banque Fédérale doit créer et soutenir un rapport tendu qui soit convenable au but de la masse monétaire. A cette occasion, de différent dispositifs entrent en ligne, qui dans leur totalité correspondent aux exigences du règlement approximatif et du règlement fin et qui se distinguent suivant leur flexibilité, leur réversibilité et leur possibilité de vérification. A ce propos, on ne peut pas constituer une priorité pour des mesures de politique du taux d'intérêt ou du point de vue de la liquidité. Cette conception de règlement «pluraliste» qui, suivant des expériences, est couronnée de succès, se base sur les conditions de cadre du droit et des institutions données et se distingue ainsi des pensées de modèle «monistiques».

DOI https://doi.org/10.3790/ccm.13.3.323 | Generated on 2025-07-27 01:41:27
OPEN ACCESS | Licensed under CC BY 4.0 | https://creativecommons.org/about/cclicenses/