

# Deutsche Geldpolitik: Verfahren und Probleme

## 1. Einführung

Ebenso wie die Schweiz gilt die Bundesrepublik Deutschland international als ein Land mit *stabiler Währung*. Dieses Urteil beruht natürlich auf einem relativen Maßstab. Denn der Binnenwert der D-Mark ist in den vergangenen vierzig Jahren fast ununterbrochen gesunken, im Durchschnitt um ca. 2,5% pro Jahr. Aber im internationalen Vergleich ist das wenig und kann daher in der Tat als grossartiger Erfolg einer Geldpolitik gewertet werden, die auch unter schwierigen wirtschaftlichen Umständen ihr vornehmstes Ziel nie ganz aus den Augen verlor, sondern es schliesslich immer wieder gegen konkurrierende Ansprüche aus dem Inland wie aus dem Ausland durchsetzte.

Im modernen, diskretionär gehandhabten Kreditgeldsystem ist der Geldwert stets latent bedroht. Es gibt keine absolute, sondern nur eine *relative Sicherung*. Die internationalen Erfahrungen der vergangenen vierzig Jahre zeigen deutlich, dass es sehr darauf ankommt, wie die Geldverfassung eines Landes im einzelnen gestaltet ist, insbesondere welche Stellung der Zentralnotenbank im Staatsgefüge eingeräumt wird. Ausser der Schweizerischen Nationalbank gibt es keine andere Zentralnotenbank, die unabhängiger gestellt wäre als die Deutsche Bundesbank. Sie hat die Wirtschaftspolitik der jeweiligen Regierung nur insofern zu unterstützen, als dies mit dem Ziel der Preisstabilität in Einklang steht. Diese wie auch einige andere Bestimmungen, auf die noch einzugehen sein wird, sichern der deutschen Geldpolitik einen relativ hohen Grad an *Autonomie*. Allerdings gibt es eine wesentliche Beschränkung: Die Wahrungshoheit nach aussen, und damit die Frage des Wechselkurssystems und bestimmter

Paritäten, fällt in die Kompetenz der Regierung. Theoretisch kann daher die Regierung der Geldpolitik ihre heimische Stabilisierungsaufgabe erschweren, indem sie unangemessene Währungsparitäten international verabredet und der Bundesbank vorgibt. Tatsächlich wäre die Rate der Geldentwertung in den vergangenen vierzig Jahren erheblich geringer gewesen, wenn die deutsche Geldpolitik auf Wechselkursbewegungen weniger Rücksicht genommen hätte.

In diesem Aufsatz wird das Grundkonzept der deutschen Geldpolitik und ihrer Implementierung diskutiert. Kapitel 2 behandelt die Geldmengenziele. Es folgt in Kapitel 3 die Umsetzung in kurz- und mittelfristige Massnahmen zur Steuerung der Reserveposition der Banken. In Kapitel 4 wird auf Probleme der aussenwirtschaftlichen Einbindung beziehungsweise Absicherung der deutschen Geldpolitik eingegangen. Der Aufsatz schliesst mit Anmerkungen zur Frage, welche Elemente der derzeitigen Notenbankverfassung als konstitutiv dafür angesehen werden können, dass die heimische Inflation bemerkenswert gering gehalten wurde.

## 2. Geldmengenziele

Seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems wird die deutsche Geldpolitik als *Geldmengenpolitik* geführt. Dies dokumentiert sich für jedermann erkennbar in der öffentlichen Bekanntgabe eines jährlichen Geldmengenziels. Die Bundesbank begann damit als erste Zentralnotenbank Ende 1974. Seitdem hat sich eine Tradition herausgebildet, die international prägend wirkte. Freilich ist die Nützlichkeit dieser Institution auch in Deutschland nicht unum-

stritten. Denn die Selbstbindung der Notenbank durch ein Geldmengenziel kann sich als ein Hemmschuh erweisen in Zeiten, da die Kontrolle des Aussenwertes der Währung als vordringlicher erscheint als die Kontrolle des Binnenwertes. So kam es, dass die Bundesbank in den vergangenen vierzehn Jahren zweimal ernsthaft prüfte, ob die Institution des üblichen Geldmengenziels nicht besser aufgegeben werden sollte. In beiden Fällen, 1978 und 1987, war die heimische Inflationsrate ungewöhnlich niedrig und gleichzeitig der US-Dollar sehr schwach.

Die Bekanntgabe eines Geldmengenziels soll die Üblichkeit über den zukünftigen Kurs der Geldmengenpolitik orientieren. Der Informationsgehalt hängt dabei von der Art der Zielformulierung ab. Wie Tabelle 1 zeigt, hat die Bundesbank mit *Durchschnitts-* und mit *Verlaufszielen* experimentiert. So gab sie für die Jahre 1976 bis 1978 jeweils nur eine Zielrate für die Änderung der jahresdurchschnittlichen Bestände ihres monetären Zielaggregats bekannt. Ein solches Durchschnittsziel orientiert über die mittelfristige Entwicklung, nicht jedoch über den kürzerfristigen monatlichen Verlauf. Denn ein Durchschnittsziel ist mit einer Vielzahl konkreter Wachstumsverläufe vereinbar. Dem entspricht, dass ein Durchschnittsziel im Verlauf eines Jahres die Handlungsfreiheit der Notenbank zunehmend einschränkt. Verhält sie

sich am Jahresanfang relativ expansiv (restriktiv), dann kann sie das Durchschnittsziel nur erreichen, indem sie sich zum Jahresende hin umgekehrt verhält, also das Geldmengenwachstum verringert (verstärkt).

Um diese Fessel zu lockern, ging die Bundesbank ab 1979 zur Formulierung von Verlaufszielen über. Seitdem wird bekanntgegeben, um wieviel Prozent das monetäre Zielaggregat vom vierten Quartal eines Jahres bis zum vierten Quartal des folgenden Jahres wachsen soll. Im Grunde wird mit einer solchen Formulierung nur festgelegt, welches Niveau für das Zielaggregat nach vier Quartalen erreicht worden sein soll, aber nicht der Wachstumsverlauf von Monat zu Monat. Daher kann eine Zentralbank Verlaufsziele in sinnentleender Weise handhaben. Im Rückblick über vierzehn Jahre kann aber der Bundesbank bescheinigt werden, dass sie ihre Verlaufsziele prinzipiell im Sinne eines kontinuierlichen Wachstums interpretiert hat.

Um sich dennoch einen gewissen Variationspielraum um den Zielwert eines stetigen Geldmengenwachstums zu erhalten, formuliert die Bundesbank seit 1979 ihr Verlaufsziel als *Zielkorridor*. In den Jahren 1979 bis 1983 betrug der Zielkorridor 3 Prozentpunkte und von 1984 bis 1986 2 Prozentpunkte. Seitdem bewilligt sich die Bundesbank wieder die komfortablere Korridorbreite.

Der Zielwert für die mittlere Verlaufsrate wird in einfacher Weise anhand der Quantitatsgleichung bestimmt als die Summe von erwarteter Wachstumsrate des realen Produktionspotentials und einer zu tolerierenden, maximalen Preissteigerungsrate abzüglich der vermuteten Trendrate der Geldumlaufgeschwindigkeit. Damit sind die Geldmengenziele der Bundesbank sinnvollerweise potentialorientiert; das heisst, Änderungen im Auslastungsgrad der Wirtschaft werden von der Geldpolitik nicht akkommodiert.

Ein Streitpunkt betrifft die *Breite des Zielkorridors*. Einerseits ist klar, dass der Informationsgehalt eines Geldmengenziels mit zunehmender Breite des Korridors abnimmt. Andererseits ist zu beachten, dass Geldaggregate nicht mit einer konstanten Rate gesteuert werden können, weil sie in der Regel nicht täglich, sondern nur einmal im Monat beobachtet werden können. Es gibt daher einen technisch-institutionell bedingten Unsicherheitsbereich. Untersuchungen haben ergeben, dass dieser

**Tabelle 1: Zwischenziel Zentralbankgeldmenge\*** (Prozent p.a.)

Jahr	Zielrate		Realisierte Rate	
	Verlauf	Durchschnitt	Verlauf	Durchschnitt
1975	8		7,4	( 7,8)
1976		8	( 8,9)	9,2
1977		8	( 9,5)	9,0
1978		8	(11,7)	11,4
1979	6–9		6,4	( 9,1)
1980	5–8		4,8	( 4,8)
1981	4–7		3,5	( 4,4)
1982	4–7		6,0	( 4,9)
1983	4–7		7,0	( 7,3)
1984	4–6		4,7	( 4,8)
1985	3–5		4,5	( 4,6)
1986	3,5–5,5		7,7	( 6,4)
1987	3–6		8,0	( 8,0)

\* *Zentralbankgeldmenge*: Bargeldumlauf beim Publikum plus Mindestreserven auf Sicht-, Termin- und Spareinlagen inländischer Nichtbanken zu konstanten Reservesatzen; *Verlaufsrate*: durchschnittliche Rate von viertem zu viertem Quartal gemessen; für 1975: von Dezember zu Dezember; *Durchschnittsrate*: Änderungsrate jahresdurchschnittlicher Bestände.

Unsicherheitsbereich nicht mehr als 1 Prozentpunkt beträgt (VON HAGEN, 1986; NEUMANN und VON HAGEN, 1987). Tatsächlich dienen die breiten Korridore der Bundesbank dem politischen Zweck, von Fall zu Fall auch Nebenziele der Geldpolitik verfolgen zu können, vor allem die Stützung fremder Währungen. So heisst es im Geschäftsbericht der Bundesbank für 1987 (S. 42): Mit der Bandbreite von 3 Prozentpunkten soll «in erster Linie den weiterhin bestehenden äusseren Unsicherheiten im Geldschöpfungsprozess Rechnung getragen werden».

Weniger wichtig als die Art und Weise der Zielformulierung erscheint die Frage, welches monetäre Aggregat als (Zwischen-)Zielvariable gewählt wird, jedenfalls so lange wie die Geldpolitik auf das mittelfristige Hauptziel der Preisstabilität konzentriert wird. Bis Ende 1987 bezogen sich die Geldmengenziele der Bundesbank weder auf eine der gebräuchlichen Geldmengenabgrenzungen  $M_1$  bis  $M_3$  noch auf die direkt kontrollierte Geldbasis (Bargeldumlauf plus Bankeinlagen bei der Bundesbank), sondern auf ein sehr speziell definiertes Konstrukt, die sogenannte *Zentralbankgeldmenge*.

Die Bundesbank definierte dieses Aggregat als die gewichtete Summe von Bargeldhaltung ausserhalb des Bankensystems und mindestreservspflichtigen Sicht-, Termin- und Spareinlagen inländischer Nichtbanken. Die Komponenten wurden dabei nicht gleich gewichtet, sondern die Gewichte betragen 1 für Bargeld, 0,166 für Sichteinlagen, 0,124 für Termineinlagen und 0,082 für Spareinlagen. Die Bundesbank vertrat lange Zeit die Auffassung, dieses Aggregat stelle eine Geldmenge im Sinne der Kassenhaltung von Nichtbanken dar, wobei die Gewichte der Komponenten ihre relativen «Geldgrade» spiegelten. Wenn man den Grundgedanken akzeptiert, so würde man aber kaum diese Gewichte wählen. Denn warum sollte Bargeld einen sechsmal so hohen Geldgrad aufweisen wie Sichteinlagen? Und warum sollten die Geldgrade konstant sein, statt mit den relativen Ertragsraten der Einlagen zu variieren?

Mit ihrer Zielformulierung für 1988 hat die Bundesbank nun die Zentralbankgeldmenge durch die weit definierte *Geldmenge  $M_3$*  als Zielaggregat ersetzt. Dies war ein geschickter Schachzug. Er ermöglicht es der Bundesbank, sich vorerst in bezug auf die Frage bedeckt zu halten, ob die Aussenwert- oder die Binnen-

wertorientierung Vorrang haben soll. Dies wird deutlicher, wenn man betrachtet, welche alternativen Zielformulierungen für 1988 in Frage kamen, sofern das Zielaggregat nicht gewechselt worden wäre. Dabei sind zwei Umstände zu berücksichtigen: Zum einen war in den Jahren 1986 und 1987 die Zentralbankgeldmenge mit 6,4 bzw. 8,1% weit stärker als angekündigt gestiegen (1986: 3,5 bis 5,5%; 1987: 3 bis 6%), weil die Bundesbank dem Ziel eines Abbremsens der Aufwertung der D-Mark Vorrang eingeräumt hatte. Zum anderen wollte man sich Ende 1987 die Option für eine Fortführung dieses Kurses weiter offenhalten. Damit ergaben sich folgende Alternativen:

1. Man hätte im Einklang mit dieser Option den Zielkorridor für 1988 anheben können, beispielsweise auf 4 bis 7%. Aber dann wäre eine merkliche Belebung der Inflationserwartungen nicht auszuschliessen gewesen, weil die Anhebung des Zielkorridors von der Öffentlichkeit als Signal einer dauerhaft höheren monetären Expansionsrate hätte interpretiert werden können.

2. Man hätte andererseits das Geldmengenziel von 1987 unverändert für 1988 übernehmen können. Aber das wäre nur glaubwürdig gewesen, wenn die Bundesbank gleichzeitig sehr betont hätte, dass eine erneute Zielüberschreitung nicht zugelassen werden würde. Damit wäre die Option der Aussenwertorientierung faktisch beseitigt worden, und entsprechende Reaktionen der Devisenmärkte hätten nicht ausgeschlossen werden können.

In dieser schwierigen Situation bot sich der Ausweg an, die Zentralbankgeldmenge durch die Geldmenge  $M_3$  als Zielaggregat zu ersetzen. Denn die Geldmenge  $M_3$  übertraf im Durchschnitt des letzten Quartals von 1987 ihren Vorjahresstand nur um 6% und wies damit eine um 2 Prozentpunkte geringere Expansion aus als die Zentralbankgeldmenge. Wenn daher die Bundesbank schon für 1987 ihr Geldmengenziel von 3 bis 6% auf  $M_3$  bezogen hätte, so hätte sie Ende 1987 keinen Misserfolg konstatieren müssen. Daher lag es nahe zu argumentieren, dass die Zentralbankgeldmenge «die Grundtendenz der monetären Expansion» überzeichnete\*, und das Zielaggregat zu wechseln.

\* Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Februar 1988, S. 9.

So erreichte es die Bundesbank, mit dem  $M_3$ -Ziel für 1988 von 3 bis 6% weder die Devisenmärkte noch die heimischen Finanzmärkte zu beunruhigen. Man muss sich allerdings darüber im klaren sein, dass dieses Geldmengenziel unter längerfristigem Aspekt problematisch ist. Denn sollte die Bundesbank statt der Korridormitte den oberen Rand des Zielkorridors realisieren – und die bisherige Entwicklung spricht dafür –, dann wird die Geldmenge  $M_3$  im Jahresdurchschnitt um ca. 7% expandieren, bei einem von der Bundesbank auf nicht mehr als 2% veranschlagten Anstieg des realen Produktionspotentials. Ein solch fortgesetztes, überschüssendes Geldmengenwachstum kann auf Dauer nicht inflationsneutral sein. Natürlich gibt es die Hoffnung, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes hinreichend fallen könnte, so dass das überschüssige Geldmengenwachstum neutralisiert wird. Aber es ist unklar, worauf diese Hoffnung gegründet werden könnte.

### 3. Verfahren und Probleme der Geldmengensteuerung

Die praktische Ausführung von Geldpolitik ist immer durch vielfältige Einflussfaktoren bestimmt, vor allem durch institutionelle Rahmenbedingungen und durch sich wandelnde Vorstellungen über Transmissionskanäle und Wirkungszusammenhänge, aber eben auch durch tagespolitische Ereignisse, von denen sich der Theoretiker nichts träumen lässt. Hier sollen nur einige Aspekte der Vorgehensweise der Bundesbank in stilisierter Weise skizziert werden, die bei anderer Gelegenheit eingehender behandelt worden sind (NEUMANN, 1989).

Die Logik der Geldmengenpolitik erfordert zunächst, dass das jährliche Geldmengenziel in *monatliche Vorgaben* übersetzt und mit den verschiedenen Aktionsmöglichkeiten verknüpft wird. Wie andere Zentralbanken lässt sich die Bundesbank von einer einfachen Version des Geldmarktansatzes leiten, in dem die verhaltenstheoretische Verknüpfung von Geldmenge, Volkseinkommen und (Kredit- oder Bond-) Zinsniveau letztlich durch die Eigenschaften einer aggregierten Geldnachfragefunktion bestimmt wird (DUDLER, 1983). Auf diese Weise lassen sich – für gegebene Projektionen des Volkseinkommens – Vorstellungen darüber ge-

winnen, wie sich das Bondzinsniveau entwickeln muss, damit die Geldmenge zielgerecht wächst. Über die Zinsstruktur ist dann abzuleiten, welche durchschnittliche Entwicklung für den Geldmarktzins anzustreben ist.

Damit ist klar, dass die Geldmengenpolitik der Bundesbank sich in der konkreten Ausführung in eine Steuerung der Geldmarktbedingungen übersetzt. Weil die Zwischenzielvariable Geldmenge nicht täglich beobachtet werden kann, werden die täglichen Geschäfte an einem durchschnittlichen Geldmarktsatz ausgerichtet, der als Operationsziel dient. Das Kontrollregime ist also ein *Geldmarktregime*. Dennoch handelt es sich konzeptionell um Geldmengenpolitik und nicht um Zinspolitik. Denn das Geldmarktregime der Bundesbank bedeutet, dass aus vierteljährlichen oder monatlichen Geldmengenzielen eine Zielvorstellung für das durchschnittliche Niveau des Satzes für Tagesgeld abgeleitet wird und an diesem Operationsziel alle täglichen Liquiditätsoperationen ausgerichtet werden. Es muss nicht betont werden, dass in der Realität «trial and error» eine größere Rolle spielen, als man nach dieser Skizze vermuten würde.

Ein Geldmarktregime – auch wenn es wie in der Bundesrepublik der Ausführung von Geldmengenpolitik dient – ist nicht unproblematisch. Denn zum einen bedeutet es, dass unerwartete Veränderungen der Geldnachfrage, die kurzfristig nicht direkt beobachtet werden können, von der Zentralbank automatisch akkommodiert werden. Es kann daher zu unerwünschten, kurzfristigen Schwankungen der Liquiditätsversorgung und des Geldmengenwachstums kommen, wenn das Regime in mechanischer Weise auf eine Stabilisierung des Tagesgeldzinses ausgerichtet wird. Zum zweiten besteht bei einem Geldmarktregime immer die Gefahr, dass es in der Öffentlichkeit absichtlich oder unabsichtlich als ein Zinsregime missdeutet wird und daher sich die Zentralbank mit entsprechenden Forderungen nach Zinsstabilisierung und Zinssenkung auseinandersetzen muss.

Im Unterschied zur amerikanischen Geldpolitik der siebziger Jahre hat daher die Bundesbank immer die dienende Rolle der Liquiditäts- und Zinspolitik betont. Und sie hat darauf geachtet, eine unnötig engherzige Steuerung der Geldmarktsätze zu vermeiden. Im Vergleich zu den frühen achtziger Jahren hat die Varianz der Geldmarktsätze sogar zugenommen, nachdem

die Bundesbank seit Ende 1984 die Attraktivität des Lombardkredits als Dauerquelle von Refinanzierung beseitigt und durch ein regelmässiges Angebot von Refinanzierung über Wertpapierpensionsgeschäfte ersetzt hat.

Das Geldmarktregime der Bundesbank muss allerdings auch in Zusammenhang mit dem Problem der monatlichen Erfüllung der *Mindestreservspflicht* gesehen werden. Zu Beginn eines Monats kennen die Banken ihr Mindestreservesoll noch nicht, weil dieses vom durchschnittlichen Stand ihrer (Nichtbanken-)Einlagen zwischen der Mitte des Vormonats und der Mitte des laufenden Monats bestimmt wird. Die Gesamtnachfrage der Banken nach Reserven verhält sich daher in der ersten Hälfte der monatlichen Reserveerfüllungsperiode wesentlich elastischer als in der zweiten Hälfte. Für die Steuerung im Rahmen des Geldmarktregimes bedeutet dies, dass die Geldmarktsätze um so stärker auf Kontrollfehler reagieren, je weniger Tage bis zum Ultimo verbleiben.

Die Steuerung des Geldmarktgeschehens erfolgt seit einigen Jahren prononciert über *Wertpapierpensionsgeschäfte*, die in Tenderverfahren dreimal pro Monat angeboten werden. Bei *Zinstendern* setzt die Bundesbank einen Mindestzinssatz für die Gebote der Banken. Die Zuteilung erfolgt dann nach der holländischen Methode zu einem einheitlichen Pensionsatz für alle Banken, die diesen oder einen höheren Zinssatz geboten hatten. Will eine Bank sicher sein, eine Zuteilung zu erhalten, so braucht sie nur einen hinreichend hohen Bietungssatz zu nennen. Im Durchschnitt der Jahre 1985 bis 1987 hat die Bundesbank den Zuteilungssatz um 0,1 Prozentpunkte über dem jeweiligen Mindestzinssatz festgesetzt, mit dem Ergebnis, dass dem Volumen nach fast 40% der Gebote nicht zum Zuge kamen.

Im Unterschied zu *Zinstendern* setzt die Bundesbank bei *Mengentendern* von vornherein den Pensionsatz fest, zu dem sie Gebote entgegennimmt. Dabei ist es Praxis, dass die Bank sämtliche Gebote repartiert. Im Durchschnitt der Jahre 1985 bis 1987 betrug die Repartierungsquote 50%, und es kommt durchaus häufig vor, dass die Quote sprunghaft auf 80% herauf- oder auf 10% herabgesetzt wird. Dies ist ein interessantes Phänomen, das auf eine gewisse Ineffizienz des deutschen Geldmarktes hindeuten scheint.

Man kann davon ausgehen, dass es für die

Bundesbank keine rationale Begründung gibt, die Refinanzierungsnachfragen der Banken bei Mengentendern in arbiträrer Weise zu rationieren. Daher ist die Erklärung dieses Phänomens in strategischem Verhalten der Banken zu suchen. Da immer repartiert wird, besteht für eine Bank grundsätzlich der Anreiz, ein Gebot abzugeben, das den tatsächlich gewünschten Refinanzierungskredit übersteigt. Sie läuft dabei das Risiko, dass sie aufgrund einer falschen Erwartung über die Repartierungsquote Verluste erleidet. Dies wird insbesondere dann der Fall sein, wenn sich die Bank in der gleichen Richtung über die Repartierungsquote irrt wie die mit ihren Geboten gewichtete Mehrheit der Marktteilnehmer. Kleinere, auf Geldmarkthandel nicht spezialisierte Banken dürften sich daher bei Mengentendern vorsichtiger verhalten als bei Zinstendern. Umgekehrt werden sich grosse Banken, die über entsprechende Expertise im Geldmarkthandel und in der Beobachtung der Bundesbank verfügen, um so stärker engagieren, weil es prinzipiell möglich ist, ein profitables Spiel auf Kosten von Nettoschuldern des Geldmarktes zu spielen. Indem diese Banken ihre Gebote erhöhen, erreichen sie, dass die Repartierungsquote (Zuteilungen in Prozent der Gebote) niedriger festgesetzt wird als andernfalls nötig und daher die übrigen Banken geringere Zuteilungen von der Bundesbank erhalten. Natürlich handelt es sich um ein strategisches Spiel unter Unsicherheit. Verluste sind möglich, aber sie sind dadurch begrenzt, dass die Bundesbank kurzlaufende Schatzwechsel zu einem etwas unter dem Pensionsatz liegenden Zinssatz anbietet. Unsere Überlegungen erklären die Beobachtung der Deutschen Bundesbank (1983), wonach grosse Geldmarktteilnehmer sich stärker bei Mengentendern als bei Zinstendern engagieren.

Das Geldmarktregime der Bundesbank lässt sich wie folgt charakterisieren:

1. Die Bundesbank ermöglicht es den Banken grundsätzlich, ihr monatliches Mindestreservesoll zu erfüllen. Sie trägt damit dem institutionellen Umstand Rechnung, dass die Banken in der zweiten Hälfte eines Monats ihr Reservesoll nicht mehr beeinflussen können. Statt des Reservenangebots dient daher der durchschnittliche Geldmarktzins als Operationsziel.

2. Die Bank signalisiert dem Markt das jeweilige Zielniveau über die Tenderbedingun-

gen der in regelmässigen Abständen angebotenen Wertpapierpensionsgeschäfte, insbesondere über die festen Pensionssätze von Mengentendern.

3. Die Bank ergreift zwar Feinsteuerungsmassnahmen, wenn es gilt, extreme Schwankungen des Tagesgeldsatzes zu begrenzen. Aber sie versucht nicht, die Varianz zu minimieren. Das Geldmarktregime der Bundesbank vermeidet damit den Kardinalfehler des «Federal funds regime» der siebziger Jahre in den USA.

Wenn man in die Mitte der siebziger Jahre zurückblickt, als das Konzept der Geldmengenpolitik eingeführt wurde, so wird deutlich, wie sehr sich das Kontrollregime der Bundesbank seitdem verändert hat. Damals hatten *Änderungen des Diskontsatzes* grosse Bedeutung für die Entwicklung der Geldmarktsätze und der monetären Expansionsrate. Heute dagegen ist der Diskontsatz vom Geldmarktgeschehen abgetrennt, weil der Diskontkredit faktisch durch entsprechend enge Rediskontkontingente rationiert wird. Änderungen des Diskontsatzes haben keine geldpolitische Signalfunktion mehr. Der Tagesgeldsatz folgt stattdessen der Entwicklung der Pensionssätze und liegt daher in der Regel in einem Zinsintervall, das von unten durch den Satz für kurzlaufende Schatzwechsel und von oben durch den Lombardsatz begrenzt wird. Damit hat auch der Lombardkredit die geldpolitische Bedeutung verloren, die ihm in der ersten Hälfte der achtziger Jahre zukam.

#### 4. Aussenwirtschaftliche Absicherung

Wie auch andere Zentralbanken hat die Bundesbank in ihrer Politik immer wieder Wechselkursbewegungen berücksichtigt. Dies folgt zum einen aus direkten Handlungszwängen im Rahmen des Europäischen Währungssystems, zum anderen aber auch aus der Grundvorstellung, dass eine gewisse Glättung von Bewegungen des Dollarkurses nützlich sei. Interventionen an den Devisenmärkten sind mit Geldmengenpolitik zu vereinbaren, sofern das geldpolitische Instrumentarium eine hinreichende Kapazität zur kürzerfristigen *Sterilisation* der induzierten Geldbasiswirkungen bietet und nicht versucht wird, mittelfristige Bewegungen des realen Wechselkurses aufzuhalten. Was die kürzer-

fristigen Sterilisierungsmöglichkeiten angeht, so hat sich die derzeitige Kontrolltechnik der Bundesbank auch bei extremen Devisen-«Zulüssen» bewährt. Dies zeigte sich, als beispielsweise im Oktober 1987 die Devisenreserven innerhalb einer Woche um 9 Milliarden D-Mark stiegen oder – vor der Anpassung der EWS-Währungsparitäten im Januar 1987 – innerhalb weniger Tage sogar um 14 Milliarden D-Mark.

Die Sterilisationstechnik der Bundesbank ist zweistufig. Sehr kurzfristig werden Devisenpensionsgeschäfte und kurzlaufende Schatzpapiere angeboten, und vor allem wird das Refinanzierungsvolumen der Banken gekürzt. In diesem Zusammenhang hat sich der Ausbau der Wertpapierpensionsgeschäfte zu einer Hauptquelle der Refinanzierung als sehr nützlich erwiesen. Die Laufzeitstruktur der ausstehenden Pensionsgeschäfte ist so angelegt, dass regelmässig innerhalb von ein bis zwei Wochen grössere Teilbeträge auslaufen. Daher lässt sich die gewünschte Sterilisierung im allgemeinen über einen Mengentender bewirken, der entsprechend stark repartiert wird. Reicht das nicht aus, so kann auch einfach auf die nächstfällige Tenderausschreibung verzichtet werden, wie das beispielsweise im Januar 1987 geschah.

Der unmittelbar kurzfristigen Sterilisierung folgt in der zweiten Stufe eine Konsolidierung in dem Sinne, dass die Kürzung des ausstehenden Volumens der Wertpapierpensionsgeschäfte rückgängig gemacht und durch eine Kürzung der Rediskontkontingente oder eine Heraufsetzung der Mindestreservesätze ersetzt wird. Damit wird der für die Funktionsfähigkeit des Geldmarktregimes unerlässliche kurzfristige Dispositionsspielraum wiederhergestellt.

Ein eindrucksvolles Beispiel dafür, welche Belastungen für die Geldmengensteuerung durch die Rücksichtnahme auf unerwünschte Wechselkursbewegungen entstehen können, bildet das Jahr 1987. Wie Tabelle 2 zeigt, stiegen damals die Nettoauslandsaktiva der Deutschen Bundesbank per Saldo um fast 39 Milliarden D-Mark. Das war das Zweieinhalbfache dessen, was schliesslich als Basisgeldschöpfung zugelassen wurde (16 Milliarden D-Mark.) Um die Differenz von 23 Milliarden D-Mark sterilisieren zu können, musste die Bundesbank auf alle übrigen Geschäftsarten zurückgreifen. Die quantitativ bedeutendsten Massnahmen bildeten eine Kürzung der Rediskontkontingente, eine Heraufsetzung der Mindestreservesätze

**Tabelle 2: Basisgeldschöpfung 1987** (Millionen D-Mark)

<i>Gesamt</i>	+ 16 050
<i>Vorgegebene Transaktionen</i>	
Devisenzugänge	+ 38 672
Andere (zum Beispiel Float)	+ 194
<i>«Grobsteuerung»</i>	
Änderung der Rediskontkontingente	– 7 637
Änderung von Mindestreservesätzen	– 5 697
Erwerb öffentlicher Anleihen	– 730
<i>Refinanzierungskredite</i>	
Wertpapierpensionsgeschäfte	– 5 467
Lombard	– 881
<i>«Feinststeuerung»</i>	
Verlagerung öffentlicher Einlagen	– 1 561
Andere Massnahmen (zum Beispiel Devisenswaps)	– 1 019

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistischer Teil, Tab. I. 3.

und eine Verringerung des ausstehenden Volumens der Wertpapierpensionsgeschäfte.

Trotz diesen umfangreichen Sterilisierungsoperationen kam es zu einer erheblichen Beeinträchtigung der Geldmengenpolitik. Der Zielkorridor für das Wachstum der Zentralbankgeldmenge von 3 bis 6% wurde mit 8,1% weit übertroffen. Dies ist aber nicht als ein partielles, technisches Versagen des Kontrollregimes zu interpretieren. Vielmehr handelte es sich um eine *politische Entscheidung*. Eine auf unbestimmte Dauer angelegte, bewusste Unterordnung des Geldmengenziels unter Wechselkursgesichtspunkte erschien angesichts eines erheblichen innen- und aussenpolitischen Drucks als politisch geboten und zugleich als ökonomisch vertretbar, da praktisch Preisstabilität herrschte und die D-Mark gegenüber dem Dollar real weiter aufzuwerten drohte.

Die prononcierte Aussenwertorientierung der deutschen Geldpolitik in den Jahren 1986 und 1987 könnte den Eindruck erwecken, dass die Konzeption einer *binnenwertorientierten Geldmengenpolitik* in der Bundesbank allmählich an Rückhalt verliert. Dies lässt sich natürlich nicht ausschliessen. Aber es ist auch zu berücksichtigen, dass die Bank immer die Auffassung vertreten hat, eine aktive Interventionspolitik sei in Phasen grosser Unsicherheit zur Stabilisierung der Devisenmärkte notwendig und sie sei nützlich, solange nicht versucht werde, gegen reale Wechselkursrends anzugehen. So gesehen, ist nicht davon auszugehen, dass sich an der Grundlinie der Bundesbank Wesentliches

geändert hat. Allerdings ist nicht zu verkennen, dass die Bundesbank in den letzten Jahren durch formelle und informelle Absprachen mehrfach zu sehr in einen Zugzwang zugunsten der Wechselkursstabilisierung geriet. Wenn die Bundesbank Preisstabilität auf Dauer bewahren will, dann muss zugelassen werden, dass sich kumulative Änderungen der realen Wechselkurse in entsprechende Veränderungen der nominalen Kurse übersetzen. Dieser Grundsatz wäre gleichermassen durchzusetzen, sowohl gegenüber dem Dollar wie gegenüber den Mitgliedswährungen des Europäischen Währungssystems.

### 5. Das Ziel der Preisstabilität und die Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank

Im modernen Kreditgeldsystem gibt es keine systemimmanente Schranke, die eine Nutzung der Emission von Basisgeld zur «geräuschlosen» Finanzierung von Staatsausgaben verhindern könnte. So wurde in Deutschland die Geldemission der Notenbank innerhalb weniger Jahrzehnte zweimal massiv zur Staatsfinanzierung eingesetzt, zuerst 1922/23 im Wege einer offenen Hyperinflation und dann ab 1936 in Form einer zurückgestauten Inflation. Auf diese Erfahrung einer zweimaligen Zerrüttung der Währung ist es zurückzuführen, dass der deutschen Notenbank – von 1948 bis 1955 als Bank deutscher Länder, ab 1956 als Deutsche Bundesbank – eine relativ *unabhängige Stellung* eingeräumt worden ist.

Die Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank beruht im wesentlichen auf drei Elementen, und zwar erstens einer Beschränkung des Notenbankkredits an öffentliche Haushalte, zweitens einer allgemeinen Weisungsungebundenheit von Zentralbankrat und Direktorium und drittens einem Auswahl- und Anstellungsverfahren für die geldpolitische Elite, das persönliche Unabhängigkeit fördert.

Das erste Element verhindert den klassischen Fall einer auf Geldwertverfall abzielenden direkten Staatsfinanzierung durch Geldemission. Die Obergrenze für Bundesbankkredite an die öffentlichen Haushalte beträgt rund 10 Milliarden D-Mark; das entspricht etwa 5% der Geldbasis und ist damit vernachlässigbar gering.

Das zweite Element verhindert eine direkte Einmischung der jeweiligen Bundesregierung

in die Formulierung und die Durchführung der Geldpolitik. Die Bundesbank hat die gesetzliche Aufgabe, «die Währung zu sichern». Zwar ist sie auch verpflichtet, die Wirtschaftspolitik der Regierung zu unterstützen, aber «unter Wahrung ihrer Aufgabe» der Währungssicherung. Deshalb ist gesetzlich festgelegt, dass sie «von Weisungen der Bundesregierung unabhängig» ist. Der Regierung bleibt nur die Möglichkeit, im Zentralbankrat eine abweichende Auffassung über die einzuschlagende geldpolitische Linie vorzutragen und zu verlangen, dass ein ihr nicht genehmer Beschluss für bis zu zwei Wochen ausgesetzt wird. Jedoch hat ein solches Veto nur aufschiebenden Charakter und bedeutet daher keine nennenswerte Einschränkung der Unabhängigkeit der Bundesbank. Tatsächlich hat in den vergangenen vierzig Jahren keine Bundesregierung von der Möglichkeit eines aufschiebenden Vetos Gebrauch gemacht.

Das dritte Element schliesslich setzt Bedingungen, die ein möglichst unabhängiges Verhalten der Mitglieder des Zentralbankrats sichern sollen. Dazu gehört die Bestellung für einen Zeitraum von in der Regel acht Jahren, was zwei parlamentarischen Wahlperioden entspricht. Eine Abberufung vor Ablauf der Amtsperiode ist nicht möglich. Dazu gehört des weiteren das föderale Vorschlagsverfahren, wonach mehr als die Hälfte der Mitglieder des Zentralbankrats nicht von der Bundesregierung, sondern von Länderregierungen vorgeschlagen wird.

Solche gesetzlichen Vorgaben schaffen wichtige Voraussetzungen für die Unabhängigkeit einer Notenbank; sie können sie aber nicht garantieren. Für den tatsächlichen Grad der Unabhängigkeit kommt es darauf an, ob es im Selbstinteresse der gewählten geldpolitischen Elite liegt, die Aufgabe der Währungssicherung gegen konkurrierende politische Interessen durchzusetzen. Nach den über Jahrzehnte gesammelten Erfahrungen zu urteilen, trifft dies im Falle der Bundesbank zu. Dafür spricht erstens das Ergebnis einer Inflationsrate von nur 2,5% im Durchschnitt über vierzig Jahre, zweitens der bewusste Verzicht der Bank auf an sich wünschbare Verbesserungen des Bundesbankgesetzes, um eine faktische Unantastbarkeit dieses Gesetzes zu erreichen, drittens die Einführung des jährlichen Geldmengenziels als monetäre Rahmenvorgabe nicht allein für den priva-

ten Sektor, sondern ebenso für die öffentlichen Haushalte und viertens die Tatsache, dass die Bundesbank Konflikten mit der jeweiligen Bundesregierung nie ausgewichen ist. Insbesondere wenn der Status der Bank bedroht erschien, hat die Bundesbank die jeweilige Regierung zu entsprechenden Klarstellungen gezwungen, so zum Beispiel bei der Gründung des Europäischen Währungssystems oder jüngst nach der überfallartigen Einrichtung des deutsch-französischen Wirtschaftsrates.

Es liegt in der Natur des Geldes, dass die Unabhängigkeit einer Notenbank stets latent bedroht ist. Sie lässt sich nur so lange erhalten, wie es einen *sozialen Grundkonsens* über den Primat der Geldwertstabilität gibt. Wenn daher die jeweilige Elite durch die Art des Bestellungsverfahrens, die Amtsdauer und die Bezüge hinreichend unabhängig gestellt ist, so wird sie aus Selbstinteresse – in Tat und Wort – darauf hinarbeiten, dass dieser soziale Grundkonsens nicht verlorenght. Insgesamt gesehen deuten die bisherigen Erfahrungen darauf hin, dass hinreichende Bedingungen für ein persönlich unabhängiges Verhalten der Mitglieder des Zentralbankrats gegeben sind. Dieser «Thomas-Beckett-Effekt» gilt auch für jene Persönlichkeiten, die einer politischen Partei angehören oder ihr nahestehen.

Wer langfristig denkt, wird allerdings die Sorge nicht völlig von der Hand weisen, dass die seit Beginn der siebziger Jahre zu beobachtende «parteilpolitische Durchdringung» (WOLL, 1988) der Lenkungsorgane der Bundesbank zu einer Erosion ihrer Unabhängigkeit führen könnte. Aus heutiger Sicht ist das zwar nicht sehr wahrscheinlich, aber es ist eben auch nicht auszuschliessen. Insofern wäre es zweckmässig, zumindest bei ihrer Erstberufung die Amtsdauer der Mitglieder des Zentralbankrats erheblich zu verlängern.

### Literaturverzeichnis

- DEUTSCHE BUNDESBANK (1983): «Die Wertpapierpensionsgeschäfte der Bundesbank», *Monatsberichte*, Mai, 23–31.
- DUDLER, H.J. (1983): «The Implementation of Monetary Objectives in Germany – Open Market Operations and Credit Facilities». In: Federal Reserve Bank of New York, Hrsg.: *Central Bank Views on Monetary Targeting*, 18–29.
- HAGEN, J. VON (1986): *Strategien kurzfristiger Geldmengensteuerung*. Verlag Weltarchiv.



NEUMANN, M.J.M. (1989): «Implementation of Monetary Policy in Germany», erscheint in: Board of Governors of the Federal Reserve System, Hrsg.: *Monetary Aggregates and Financial Sector Behavior in Interdependent Economies*.

NEUMANN, M.J.M., und HAGEN, J. VON (1987) «Theoretische und empirische Grundlagen von Geldmengen-

zielen und ihrer Realisierung». In: A. GUTOWSKI, Hrsg.: *Geldpolitische Regelbindung: Theoretische Entwicklungen und empirische Befunde*. Duncker & Humblot.

WOLL, A. (1988): «Die Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank muss gesichert werden!», *Wirtschaftsdienst*, 122–124.