

Berichte

Anmerkungen zur gegenwärtigen Feinsteu- strategie der Deutschen Bundesbank

Von Armin Rohde, Hannover

Seit der Jahreswende 1984/85 ist die Deutsche Bundesbank im Rahmen ihrer geldpolitischen Steuerung bemüht, die Kreditinstitute „nachhaltig“ von einer übermäßigen Inanspruchnahme des Lombardkredits abzubringen¹. Durch den zu verzeichnenden sehr starken Rückgriff auf den Lombardkredit durch die Kreditinstitute erfüllte das Instrument der Lombardpolitik nicht mehr seine eigentliche, ihm von der Bundesbank zugedachte Funktion, nämlich nur zur Überbrückung eines vorübergehenden Liquiditätsbedürfnisses in Anspruch genommen zu werden. Vielmehr tendierte der seiner Bestimmung nach kurzfristige Lombardkredit mehr und mehr zu einem mengenmäßig unbegrenzten Dauerlombardkredit, der von den Kreditinstituten verstärkt zur Vor- und Zwischenfinanzierung eines im Zuge der monetären Expansion entstehenden dauerhaften Refinanzierungsbedarfs genutzt wurde.

Gleichzeitig büßte die Bundesbank durch diese Entwicklung in starkem Maße an Flexibilität bei der Geldmarktsteuerung ein. Denn eine Geldpolitik mit grundsätzlich knapper Liquiditätsausstattung der Kreditinstitute, wie sie von der Bundesbank insbesondere seit 1979 betrieben wird, und gleichzeitig mit einer faktisch unbegrenzten Zugangsmöglichkeit zum Lombardkredit führt dazu, daß der Tagesgeldmarktsatz starr auf der Höhe des jeweils gültigen Lombardsatzes verharrt. Ein auftretender Liquiditätsbedarf der Banken läßt den Tagesgeldsatz nicht steigen, da der Marktausgleich jederzeit über eine Ausweitung der Lombardkreditaufnahme gewährleistet ist. Liquiditätszuflüsse werden dagegen zunächst zur Ablösung der hohen Lombardverpflichtungen herangezogen, so daß ebenfalls der Tagesgeldsatz

¹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 37. Jg. Nr. 2, Februar 1985, S. 9.

keine Änderungstendenzen, in diesem Fall Auflockerungstendenzen, am Geldmarkt signalisieren würde.

Um nun dem Instrument der Lombardpolitik wieder seine eigentliche Funktion als ganz kurzfristige Refinanzierungsquelle zukommen zu lassen und um damit eine größere Flexibilität bei der Geldmarktsteuerung zurückzugewinnen, hat die Bundesbank seit Jahresbeginn den Kreditinstituten in verstärktem Maße Wertpapierpensionsgeschäfte angeboten und zwar folgerichtig zu Konditionen, die unterhalb des Lombardsatzes lagen. Bemerkenswerterweise hat die Bundesbank dadurch aber nicht die eigentliche Technik ihrer insbesondere seit 1979 verfolgten monetären Steuerung verändert, denn sie hat lediglich eine Schwerpunktverlagerung im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie vorgenommen, nämlich von einem Feinsteuerungsinstrument (Lombardpolitik) auf ein anderes Feinsteuerungsinstrument (Wertpapierpensionsgeschäfte).

Nach wie vor geht sie also den Weg, den auch im Zuge der normalen bzw. gewünschten monetären Expansion auflaufenden dauerhaften und damit unabwendbaren Zentralbankgeldbedarf über den Einsatz von Feinsteuerungsinstrumenten zunächst nur vor- bzw. zwischenzufinanzieren und erst nachträglich auf eine dauerhafte Basis zu stellen, was sie in der Vergangenheit durch eine Reihe von Rediskontkontingenterhöhungen und Mindestreservesatzsenkungen bewerkstelligt hat². Durch die alleinige Schwerpunktverlagerung beim Einsatz ihrer Feinsteuerungsinstrumente vermag die Bundesbank die eigentlichen monetären Steuerungsprobleme jedoch nicht effizient in den Griff zu bekommen.

So verbleiben auch nach der Rückgewinnung einer gewissen Flexibilität bei der Geldmarktsteuerung noch gravierende Schwachstellen, deren eigentliche Ursachen in der dominierenden Stellung zu suchen sind, die die Bundesbank der Feinsteuerung einräumt. Die starke Präferenz für die Feinsteuerung ist nämlich die logische Konsequenz einer Geldpolitik, die den Banken möglichst keine selbständig ausübbareren Rückgriffsmöglichkeiten auf Zentralbankgeld zugestehen möchte. Das Problem ist nun, daß die Bundesbank bei einer derartigen Politik ohne freie Liquiditätsreserven, die ja bei adäquater Abgrenzung weitgehend den Umfang der eigenständigen Rückgriffsmöglichkeiten auf Zentralbankgeld abstecken, kurzfristige Liquiditätsschwankungen im Bankensystem unmittelbar ausgleichen muß. Da nun beispielsweise „... einem aktuellen Refinanzierungsbedarf nicht ohne weiteres anzusehen ist, ob er nur kurzfristig besteht oder auf Dauer,

² Vgl. Deutsche Bundesbank, Die Wertpapierpensionsgeschäfte der Bundesbank, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 35. Jg. Nr. 5, Mai 1983, S. 27.

muß die Zentralbank im Prinzip alle Refinanzierungsbegehren erfüllen. Und sie hat es in der Vergangenheit auch getan. Nachteilig ist hieran, daß bei den Banken auf die Dauer die Einschätzung entstehen wird, als seien die Refinanzierungsmöglichkeiten faktisch mehr oder weniger unbegrenzt³. Diese Vorstellung wird im übrigen auch von der Bundesbank selbst genährt, die hinsichtlich der speziellen Handhabung ihrer Feinsteuerungsinstrumente die Meinung vertritt, daß „... das Bankensystem als Ganzes die Zuführung von Notenbankgeld in den meisten Situationen, wenn auch mit einer gewissen Unsicherheit über Menge und Zinskosten antizipieren (kann)“⁴.

Vor dem Hintergrund der seit Jahresbeginn eingeschlagenen geldpolitischen Linie wird für die Banken die „gewisse Unsicherheit“ sogar noch etwas gemildert bzw. kalkulierbarer, da die Bundesbank nun einen Refinanzierungsbedarf entweder über Wertpapierpensionsgeschäfte zu günstigeren Konditionen, verglichen mit dem Lombardsatz, deckt oder andernfalls zusehen muß, wie die Banken wieder vermehrt auf den Lombardkredit zum Lombardsatz zurückgreifen. Damit wird aber auch ersichtlich, daß der verstärkte Einsatz von Wertpapierpensionsgeschäften letztlich keine Gewähr dafür bietet, daß die Banken dauerhaft von einem umfangreichen Rückgriff auf den Lombardkredit Abstand nehmen werden. Dies ist eben nur solange der Fall, wie die Bundesbank die Refinanzierungswünsche der Banken über die Pensionsgeschäfte erfüllt.

Im Rahmen einer Geldpolitik, die im Wege der Feinsteuerung den Zentralbankgeldbedarf in einem ersten Schritt nur vor- bzw. zwischenfinanziert kommt die Bundesbank deshalb fast zwangsläufig in eine Lage, in der sie nurmehr entscheiden kann, ob sie eine erneute Prolongation bzw. Aufstockung der kurzfristigen Refinanzierung vornimmt, bzw. einen zunehmenden Rückgriff auf den Lombardkredit duldet, oder ob sie bereits den aufgelaufenen Refinanzierungsbedarf dauerhaft konsolidiert. Faktisch läuft diese Vorgehensweise auf eine nachträgliche Alimentierung jeglicher vorangegangener monetärer Expansion hinaus.

Daneben birgt diese geld- und kreditpolitische Feinsteuerungsstrategie der Bundesbank auch noch ein weiteres, nachdenkenswertes Problem in sich, weil eine Fortsetzung dieser Politik wie bisher, zunehmend die Gefahr

³ Pohl, Rüdiger, Geldpolitik weiter auslandsorientiert – Geldpolitische Analyse Frühjahr 1982 –, Veröffentlichung des Instituts für Empirische Wirtschaftsforschung Berlin, März 1982, S. 9.

⁴ Deutsche Bundesbank, Zentralbankgeldbedarf der Banken und liquiditätspolitische Maßnahmen der Bundesbank. Anmerkungen zur Neugruppierung der Liquiditätsrechnung, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 34. Jg. Nr. 4, April 1982, S. 22.

heraufbeschwört, daß das Instrument der Mindestreserverpolitik mehr und mehr zur Bedeutungslosigkeit herabgestuft wird⁵. So ist der durchschnittliche Mindestreservesatz (Mindestreserve-Soll gemessen an den gesamten Einlagen) in den vergangenen Jahren, nicht zuletzt im Zuge der häufigen Konsolidierungsaktionen, ständig gesunken. Bei einem Mindestreserve-Soll von rund 48 Mrd. DM im Jahresdurchschnitt 1974 ergab sich noch ein durchschnittlicher Mindestreservesatz von 5,4%. Bis 1979 ist dieser Wert, trotz eines Mindestreserve-Solls von 59 Mrd. DM, auf 3,8% gesunken. 1983 betrug dieser Satz nur noch ungefähr 2,6%, bei einem Mindestreserve-Soll von 51,4 Mrd. DM im Jahresdurchschnitt⁶. Das heißt, einer weiteren dauerhaften Zentralbankgeldbereitstellung auf diesem Weg sind deutliche Grenzen gesetzt. Vor allem aber gerät eine wirksame Begrenzung des Kreditschöpfungsprozesses zunehmend in Gefahr⁷.

Auf der anderen Seite käme die Bundesbank bei Fortsetzung ihrer Vorgehensweise für den Fall einer beabsichtigten Mindestreservesatzerhöhung in das Dilemma, daß sie den Geschäftsbanken das daraufhin von diesen benötigte Zentralbankgeld zur Aufstockung des Mindestreserve-Solls gleichsam erst in vollem Umfang zur Verfügung stellen müßte; und zwar dauerhaft, um wiederholte Prolongationen zu umgehen. Ein verfolgter restriktiver Effekt einer Mindestreservesatzerhöhung würde auf diese Weise stark unterlaufen, und bei den Kreditinstituten müßte sich erneut der Eindruck verfestigen, daß Zentralbankgeldbeschaffungsprobleme im Rahmen einer solchen Steuerungsstrategie an sich nicht existent sind.

Schließlich sind bei der angewendeten Feinststeuerungsstrategie der Bundesbank wesentliche Effizienzeinbußen bei der Umsetzung der zinspoliti-

⁵ Eine derartige Entwicklung wird allerdings zum Teil ausdrücklich begrüßt. Vgl. z.B. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 1974/75, Ziffer 384, bzw. *Engels, Wolfram*, Notenbanktechnik, Instrumente und Verfahren der monetären Stabilisierungspolitik, Frankfurt, New York 1979, S. 13ff. oder *Maier, Gerhard*, Die Mindestreserve – eine Störgröße der Geldpolitik, in: Sparkasse, 99. Jg. Heft 7, Juli 1982, S. 301 - 304.

⁶ Bezieht man das Mindestreserve-Soll im Jahresdurchschnitt jeweils auf die reservspflichtigen Einlagen, so ergeben sich die folgenden durchschnittlichen Mindestreservesätze: 1974 in Höhe von 11%, 1979 in Höhe von 8,6% und 1983 in Höhe von 5,9%. Berechnet anhand der Bankenstatistik der Deutschen Bundesbank.

⁷ Je geringer die Mindestreservebelastung desto umfangreicher ist der mögliche Kreditschöpfungsprozeß, der mit einer Einheit an Zentralbankgeld betrieben werden kann. Der Hinweis Maiers auf eine mögliche Kreditschöpfungsbegrenzung auch ohne Mindestreserven, z.B. auf der Basis der Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute oder aufgrund allgemeiner Risikoerwägungen der Geschäftsbanken, würde letztlich bedeuten, daß sich die Bundesbank jeglicher Einflußnahme auf die monetäre Expansion enthalten könnte. Vgl. dazu *Maier, Gerhard*, Die Mindestreserve ..., a.a.O., S. 302, Anm. 2.

schen Intentionen zu verzeichnen. Zwar kann die Bundesbank durch die Schwerpunktverlagerung beim Einsatz ihrer Feinsteuerungsinstrumente eine gewisse Flexibilität bei der Steuerung der Geldmarktzinsen zurück-erlangen, jedoch ist damit nicht gewährleistet, daß sich die zinspolitischen Vorstellungen optimal auf den monetären Märkten, insbesondere auf dem Bankenkreditmarkt ausbreiten. Ursächlich dafür ist der Umstand, daß sich im Zuge einer der Feinsteuerungsstrategie zugrunde liegenden Geldpolitik mit knapper Liquiditätsausstattung des Bankensystems, der Tagesgeldsatz bzw. allgemein die Geldmarktsätze nach oben vom Diskontsatz lösen.

So läßt sich nämlich empirisch zeigen, daß unter normalen Gegebenheiten der Diskontsatz bzw. Diskontsatzänderungen eine sehr unmittelbare Ausstrahlung auf die Sollzinsen am Bankenkreditmarkt aufweisen, während eine ganz enge Beziehung zwischen den Geldmarktzinsen und den Habenzinsen und hier insbesondere den Termineinlagenzinsen am Bankeneinlagenmarkt besteht⁸. In einer Situation mit freien Liquiditätsreserven orientieren sich die Geldmarktsätze am Diskontsatz, und der Diskontsatz ist dann auch jeweils repräsentativ für die Zinsvorstellungen der Bundesbank. Diskontsatzanhebungen signalisieren folglich Zinserhöhungsabsichten der Notenbank. Solche Diskontsatzanhebungen ziehen unmittelbar die Geldmarktsätze mit nach oben, und es kommt dadurch zu einer sofortigen Ausstrahlung auf die Sollzinsen und die Habenzinsen, und zwar vom Diskontsatz auf die Sollzinsen und von den Geldmarktsätzen auf die Habenzinsen.

In einer Situation ohne freie Liquiditätsreserven lösen sich die Geldmarktsätze nach oben vom Diskontsatz. Der Diskontsatz ist daraufhin nicht mehr repräsentativ für die Zinsvorstellungen der Notenbank. Die repräsentative Funktion geht in diesem Fall von einem über dem Diskontsatz liegenden Refinanzierungskostensatz aus; etwa vom Lombardsatz, vom Sonderlombardsatz bzw. vom Satz für die zur Anwendung gelangenden Wertpapierpensionsgeschäfte. Die Geldmarktsätze orientieren sich dann an diesen Refinanzierungskostensätzen, und Zinserhöhungsabsichten der Notenbank laufen deshalb über eine Anhebung des relevanten Refinanzierungskostensatzes.

Jedoch löst in einem ersten Schritt eine derartige Refinanzierungskostenanhebung über die sofort mitsteigenden Geldmarktsätze nur bei jenen Kreditinstituten unmittelbar Druck auf die Sollzinsen aus, die einen relativ hohen Anteil an Termineinlagen auf der Passivseite ihrer Bilanzen aufweisen, bzw. die ihr Aktivgeschäft in starkem Umfang aus Termineinlagen refi-

⁸ Zu Einzelheiten vgl. *Rohde, Armin, Zinssteuerung und Mengensteuerung – Eine Analyse monetärer Steuerungsstrategien*, Berlin 1985, S. 105 ff.

nanzieren. Falls nun der Wettbewerb diesen Instituten nicht eine sofortige Anpassung ihrer Sollkonditionen ermöglicht, etwa weil die Zinsspannen anderer Institutsgruppen im Bankgewerbe durch einen nur geringen Anteil von Termineinlagen auf deren Passivseite nicht oder nur wenig herabgedrückt werden, bzw. weil diese ihr Aktivgeschäft aus Mitteln refinanzieren, deren Konditionen nicht so eng an den Geldmarktsätzen orientiert sind und die deshalb keinen Zwang verspüren, ihre Sollkonditionen sofort anzuheben, dann kommt es zu Wirkungsverzögerungen, bis sich die zinspolitischen Absichten der Zentralbank auf breiter Front durchgesetzt haben.

Ebenso kann eine Zinspolitik über einen Tagesgeldsatz, der von der Notenbank oberhalb des Diskontsatzes gehalten wird, die Ursache für Zeitverzögerungen sein, wenn die steuerungspolitischen Maßnahmen auf Zinssenkungen ausgerichtet sind. Dies ist der Fall, wenn über sinkende Geldmarktsätze und damit sofort nachgebende Termineinlagenzinsen die Zinsspanne steigt und eine solche verbesserte Zinsspanne von den betreffenden Institutsgruppen zur Kompensation ihrer in der Phase eines vorangegangenen Zinsaufschwungs erlittenen Ertragseinbußen verwendet wird und eine schnelle Anpassung der Sollkonditionen folglich unterbleibt.

Demgegenüber lassen sich durch eine Geldpolitik mit freien Liquiditätsreserven, und damit über die Bindung der Geldmarktsätze an den Diskontsatz, solche Wirkungsverzögerungen, auch bei unterschiedlichen Geschäftsstrukturen der verschiedenen, in starkem Wettbewerb stehenden Bankengruppen, wesentlich besser vermeiden. So hat nämlich eine auf Zinssteigerungen ausgerichtete Geldpolitik, die im Ausgangspunkt über eine Diskontsatzerhöhung die Geldmarktsätze anhebt, einen wesentlich größeren Ankündigungseffekt in der Öffentlichkeit verglichen mit einer Politik, die eine Steigerung der Geldmarktsätze über einen nicht derart im Bewußtsein der Nichtbanken verankerten Refinanzierungskostensatz auslöst⁹. Eine Erhöhung der Sollkonditionen stößt nach einer Diskontsatzerhöhung deshalb bei den Kunden auf größeres Verständnis und ist somit leichter durchsetzbar, zumal viele Kreditgeschäfte über Vereinbarungen mit den Kunden ohnehin noch an die Höhe des Diskontsatzes gekoppelt werden.

Auf der anderen Seite ist der öffentliche Druck auf die Banken größer, auch die Habensätze auf breiter Front anzupassen, so daß sich für alle Ban-

⁹ Diese Verankerung des Diskontsatzes im Bewußtsein der Nichtbanken geht zurück auf die erst durch Rechtsverordnung vom 21. 3. 1967 (Bundesgesetzblatt I 352) aufgehobene Zinsverordnung, die ihrerseits am 1. 3. 1965 das seit dem 1. 1. 1937 geltende Soll- und Habenzinsabkommen abgelöst hat. Danach war die Zinsgestaltung der Kreditinstitute unmittelbar an den Diskontsatz gebunden, d.h. der Diskontsatz hat mehr als 30 Jahre eine echte Leitzinsfunktion ausgeübt.

ken, unabhängig von der Struktur der Passivseite ihrer Bilanzen, ein Druck auf die Zinsspannen ergibt. Gleichsam ist damit eine generelle Verteuerung der Refinanzierungsmittel für das jeweilige Aktivgeschäft zu verzeichnen. Auch von daher besteht ein größerer Zwang für alle Bankengruppen, ihre Aktivakonditionen ohne wesentliche Zeitverzögerungen anzupassen.

Remsperger weist nun mit Recht darauf hin, daß man zwischen dem Zwang der Kreditinstitute zu Sollzinserhöhungen und der Fähigkeit, diese auch tatsächlich durchzusetzen, deutlich unterscheiden muß: „Niedrigere Zinsspannen und Gewinne erhöhen zwar die Neigung – vielleicht sollte man besser sagen: den Zwang – zur Weitergabe gestiegener Geldbeschaffungskosten, sie sagen aber (...) nichts über die Anpassungsmöglichkeiten aus“¹⁰.

Für die Effizienz der Zinspolitik ist es deshalb entscheidend, daß die von der Notenbank ergriffenen zinspolitischen Maßnahmen nicht nur möglichst bei allen Bankengruppen einen Zwang zur Anpassung der Sollkonditionen auslösen, sondern insbesondere müssen die Kreditinstitute durch diese Maßnahmen in die Lage versetzt werden, die notwendige Anpassung auch zu realisieren, und das erfordert, daß die Notwendigkeit der Sollzinsanpassung für die Kunden unmittelbar plausibel erscheint. Genau in dieser Hinsicht erweist sich nun eine Zinspolitik, die ihre zinspolitischen Vorstellungen durch den tief im Bewußtsein der Nichtbanken verankerten Diskontsatz repräsentiert sieht, einer zinspolitischen Strategie überlegen, die auf einen in der Öffentlichkeit kaum beachteten und wenig bekannten Refinanzierungskostensatz zurückgreift.

Insofern sind von der Feinsteuerungsstrategie der Bundesbank auch für den Fall Effizienzeinbußen bei der Umsetzung der zinspolitischen Intentionen zu erwarten, wenn nicht nur die Termineinlagen in einem ersten Schritt, sondern auch wenn sämtliche Habenzinsen auf den verschiedenen strukturierten Passivseiten der Bankengruppen in gleicher Weise und ohne zeitliche Verzögerung berührt werden. Darauf deuten denn auch die empirischen Zinszusammenhänge hin. Immer wenn in der Bundesrepublik Deutschland der Diskontsatz nicht die zinspolitischen Absichten repräsentierte, sondern diese Funktion von anderen Refinanzierungskostensätzen ausgeübt wurde, kam es in Zinsaufschwungsphasen zu Verringerungen der Zinsspannen zwischen Soll- und Habenzinsen, d.h. zu einer unmittelbaren Anpassung der eng an den Geldmarktsätzen ausgerichteten Habenzinsen, während die Sollzinsen erst verzögert angehoben wurden; in den darauf folgenden Zins-

¹⁰ *Remsperger, Hermann*, Geldpolitik und Bankenwettbewerb, in: *Die Bank, Zeitschrift für Bankpolitik und Bankpraxis*, Nr. 12, Dezember 1984, S. 571.

abschwungsphasen war dagegen eine Vergrößerung der Zinsspannen festzustellen, da die Habenzinsen wieder unmittelbar mit den Geldmarktsätzen sanken, die Sollzinsen aber nicht sofort nachgezogen wurden¹¹.

Insgesamt legen die beschriebenen Steuerungsprobleme der von der Bundesbank bevorzugten Feinsteuerungsstrategie eine Neubelebung der freien Liquiditätsreserven nahe. Dies würde, verglichen mit der derzeitigen Vorgehensweise, die Effizienz der geldpolitischen Steuerung wesentlich verbessern. Durch die Einräumung freier Liquiditätsreserven und hier insbesondere durch die Bereitstellung entsprechender offener Rediskontkontingente, stellt die Bundesbank das im Zuge der normalen und anvisierten monetären Expansion erforderliche Zentralbankgeld – also den sogenannten Grundbedarf – von vornherein in dauerhafter Form zur Verfügung¹². Dadurch umgeht sie das Problem der permanenten Vor- und Zwischenfinanzierung eines jeglichen Refinanzierungsbedarfs, wodurch letztlich die Einschätzung der Kreditinstitute gefördert wird, als seien die Refinanzierungsmöglichkeiten unbegrenzt.

Darüber hinaus sichert einzig eine derartige Bereitstellung des Grundbedarfs an Zentralbankgeld in dauerhafter Form, daß die Flexibilität bei der Geldmarktsteuerung auch längerfristig garantiert ist, d. h. der Lombardkredit, entsprechend seiner Intention, nur kurzfristig in Anspruch genommen wird. Schließlich führt die auf diese Weise mögliche Bereitstellung von Zentralbankgeld zum Diskontsatz zu einer Reaktivierung der Leitzinsfunktion dieser Bundesbankrate und damit zu einer Effizienzsteigerung bei der Umsetzung der zinspolitischen Intentionen auf den monetären Märkten.

Im Rahmen einer derartigen geldpolitischen Strategie, in der den Banken die Basisversorgung an Zentralbankgeld durch die Gewährung von freien Liquiditätsreserven garantiert wird, werden die Feinsteuerungsinstrumente nicht mehr für eine Vor- oder Zwischenfinanzierung eines Refinanzierungsbedarfs benötigt, vielmehr gelangen diese dann nur noch fallweise bzw. situationsbedingt zum Einsatz. Beispielsweise um eine als zielgerecht erachtete Zentralbankgeldversorgung aufrechtzuerhalten und um kurzfristige Geldmarktschwankungen sowie daraus resultierende Zinsfluktuationen

¹¹ Vgl. *Deutsche Bundesbank*, Zinsentwicklung und Veränderung der Zinsstruktur in der Bundesrepublik seit 1967, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 30. Jg. Nr. 4, April 1978, S.13, bzw. dieselbe, Die Zinsentwicklung seit 1978, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 35. Jg. Nr. 1, Januar 1983, S. 18.

¹² Alternativ könnte man auch die Einräumung sogenannter Refinanzierungskontingente in Betracht ziehen, in deren Rahmen sich die Kreditinstitute Zentralbankgeld nicht nur über die Einreichung von Wechseln verschaffen könnte, sondern ebenfalls durch die Hergabe anderer refinanzierungsfähiger Wertpapiere.

zu verhindern. D. h. in einer solchen Strategie erfüllen die Feinsteuermassnahmen dann ihre eigentliche Funktion als reversible Ausgleichsoperationen.

Zusammenfassung

Anmerkungen zur gegenwärtigen Feinsteuersstrategie der Deutschen Bundesbank

Seit der Jahreswende 1984/85 ist die Deutsche Bundesbank bemüht, die Kreditinstitute nachhaltig von einer übermäßigen Inanspruchnahme des Lombardkredits abzubringen, um eine verlorengegangene Flexibilität bei der Geldmarktsteuerung zurückzugewinnen. Zu diesem Zweck hat die Bundesbank jedoch ihre eigentliche, seit 1979 verfolgte monetäre Steuerungsstrategie nicht geändert, sondern nur eine Schwerpunktverlagerung beim Einsatz ihrer Instrumente vorgenommen, nämlich von einem Feinsteuersinstrument (Lombardpolitik) auf ein anderes Feinsteuersinstrument (Wertpapierpensionsgeschäfte).

Trotz Rückgewinnung einer gewissen Flexibilität bei der Geldmarktsteuerung verbleiben aber dennoch Schwachstellen in der gegenwärtigen monetären Steuerung, die ihre Ursachen in der dominierenden Stellung haben, die die Bundesbank generell den Feinsteuersmassnahmen einräumt. So birgt die starke Präferenz für die Feinsteuersstrategie die Gefahr in sich, daß bei den Kreditinstituten die Einschätzung gefördert wird, als seien die Refinanzierungsmöglichkeiten praktisch unbegrenzt. Darüber hinaus droht das Instrument der Mindestreservpolitik mehr und mehr ins Abseits zu geraten. Schließlich sind wesentliche Effizienzeinbußen bei der generellen Umsetzung der zinspolitischen Intentionen der Bundesbank zu verzeichnen. Deshalb wird in diesem Zusammenhang für eine Neubelebung der Rolle der freien Liquiditätsreserven plädiert, wodurch die aufgezeigten Schwierigkeiten wesentlich wirksamer umgangen werden könnten.

Summary

Observations on the Current Fine-Control Strategy of the German Bundesbank

Since the turn of the year 1984/85 the German Bundesbank has endeavoured to effectively dissuade the banks from resorting excessively to Lombard loans in order to regain lost flexibility in money market control. To this end, however, the Bundesbank has not changed its actual monetary control strategy that it has pursued since 1979, but has only made a shift in priorities in applying its instruments, namely from one fine-control instrument (Lombard policy) to another fine-control instrument (security sale and repurchase transactions).

Despite the regaining of a certain degree of flexibility in money market control, however, there still remain weak points in current monetary control, which have their cause in the dominant position generally assigned by the Bundesbank to fine-control

measures. For instance, the marked preference for fine-control involves the risk of encouraging among the banks the view that refinancing possibilities are practically unlimited. Over and above this, the instrument of minimum reserve policy runs the risk of being pushed into the background. Lastly, considerable losses in efficiency must be recorded in the general interpretation of the interest rate policy of the Bundesbank. For this reason, a plea is made in this connection for a revival of the role of free liquidity reserves, by which means the indicated difficulties could be avoided substantially more effectively.

Résumé

Remarques sur la stratégie de contrôle actuelle de la Deutsche Bundesbank

Depuis la fin de l'année 1984/début 1985, la Deutsche Bundesbank s'efforce de dissuader de façon durable les instituts de crédit d'utiliser excessivement le crédit garanti par nantissement mobilier afin de regagner la flexibilité qu'elle a perdue dans son contrôle du marché monétaire. La Bundesbank n'a cependant pas changé à cette fin sa propre stratégie de contrôle monétaire, poursuivie depuis 1979, mais elle a seulement déplacé les accents de ses instruments, à savoir en passant d'une politique lombard à des opérations de mise en consignation de titres.

Bien qu'elle ait regagné une certaine flexibilité dans son contrôle du marché monétaire, celui-ci continue à connaître actuellement des points faibles, dûs à la position dominante que la Bundesbank accorde en général aux mesures de contrôle. Le danger en est que les instituts de crédit sont incités à croire que les possibilités de refinancement sont pratiquement illimitées. En outre, l'instrument de la politique des réserves obligatoires menace de plus en plus d'être mise à l'écart. Il faut enfin indiquer des pertes d'efficacité importantes dans la réalisation générale des intentions de la politique des taux d'intérêt de la Bundesbank. C'est pourquoi, on plaide ici pour la reprise du rôle des réserves de liquidité libres qui permettrait d'éviter beaucoup plus efficacement les difficultés montrées.