

Dickertmann, Dietrich

**Article — Digitized Version**

## Freie Liquiditätsreserven und Zentralbankgeld

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Dickertmann, Dietrich (1974) : Freie Liquiditätsreserven und Zentralbankgeld, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 54, Iss. 9, pp. 485-492

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/134734>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# WISSENSCHAFT FÜR DIE PRAXIS

## Freie Liquiditätsreserven und Zentralbankgeld

Dietrich Dickertmann, Köln

Die Deutsche Bundesbank hat bei der Ermittlung monetärer Indikatoren seit März dieses Jahres eine bedeutsame Veränderung vollzogen. Die Analyse der „freien Liquiditätsreserven“ des Bankensystems wurde durch eine modifizierte Liquiditätsrechnung ersetzt, die insbesondere auf die Veränderung der Zentralbankgeldmenge abstellt. Der Verfasser versucht, diese Umstellung vor dem Hintergrund der aktuellen geldpolitischen Entwicklung nachzuvollziehen und zeigt die bisherigen Erfahrungen mit der Regulierung der Zentralbankgeldmenge auf.

**M**onetäre Stabilisierungspolitik setzte in der Bundesrepublik bisher an zwei Aktionsparametern, dem Zins und der Liquidität, an, um das Verhalten der Wirtschaftssubjekte zu steuern:

Über die Zinspolitik versuchte die Bundesbank, Hemmnisse für zusätzliche Nachfrage, insbesondere für die Investitionsnachfrage zu setzen. Ziel war die Senkung der Investitionsneigung der Unternehmen (und des Staates) im Anschluß an die Erhöhung der Kreditkosten.

Über die Liquiditätspolitik versuchte die Bundesbank, die Möglichkeiten der Nachfrageentfaltung zu beschneiden. Ziel war eine Verengung der Investitionsfähigkeit aufgrund verschlechterter Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen und den Staat<sup>1)</sup>.

Auch wenn die Politik der Bundesbank nicht eindeutig einer der beiden Ansatzstellen allein zugeordnet werden kann<sup>2)</sup>, so mußte doch bis zum März 1973 wegen der offenen außenwirtschaftlichen Flanke als Folge der bestehenden Interventionspflicht zugunsten des Dollars im Rahmen

<sup>1)</sup> „Härtere Kreditpolitik bedeutet jedoch in einer liberalen Geldwirtschaft... vor allem eine schärfere Liquiditätsverknappung, denn der klassische Weg der Restriktionspolitik ist der indirekte, der über die Einschränkung der Bankenliquidität führt.“ (K. A n d r e a s: Kreditpolitik in unserer Zeit, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 87/1973, S. 7.)

<sup>2)</sup> Vgl. D. D u w e n d a g: Die Bundesbank betreibt keine theoriegelose Politik, in: Wirtschaftswoche Nr. 2/1972, S. 29 ff. Zudem ist anzumerken, daß eine klare Abgrenzung zwischen Zins- und Liquiditätspolitik nicht möglich ist; zinspolitische Maßnahmen haben immer auch liquiditätspolitische Effekte zur Folge und vice versa.

des IWF-Abkommens der Aktionsparameter „Zinssatzvariation“ hinter dem der „Liquiditätssteuerung“ zurücktreten. In den letzten Jahren wurde dabei immer deutlicher, daß die Bundesbank auf diesem indirekten Wege der Globalsteuerung ihre geldpolitischen Ziele nicht mehr realisieren konnte. Denn solange sich die Banken über das Ausland refinanzieren konnten, hatte die Bundesbank eine nur sehr geringe bzw. keine Kontrolle über die monetäre Entwicklung.

### Komponenten der freien Liquiditätsreserven

Die Liquiditätslage des Bankensystems aber determiniert das Kreditpotential, d. h. die Fähigkeit der Banken, auf die Kreditwünsche der Kundschaft flexibel reagieren zu können. Dafür waren Stand und Entwicklung der Zentralbankguthaben, die im Besitz der Banken sind, nur von geringer Bedeutung<sup>3)</sup>. Maßgeblich waren dagegen die Aktiva im Bankenportefeuille, bei denen die Bereitschaft der Bundesbank gegeben war, diese Aktiva

<sup>3)</sup> Vgl. dazu Deutsche Bundesbank: Längerfristige Entwicklung des Geldvolumens, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 7/1971, S. 11 ff.; D. D u w e n d a g: Was leisten monetäre Indikatoren?, in: Wirtschaftswoche Nr. 36/1971, S. 31 f.

*Dr. Dietrich Dickertmann, 32, ist wissenschaftlicher Assistent am Seminar für Finanzwissenschaft der Universität zu Köln.*

bei Bedarf in Zentralbankgeld umzuwandeln. Der Umfang dieser „freien Liquiditätsreserven“ gab also Aufschluß über die Fähigkeit der Institute, Verluste an Zentralbankgeld durch „Ausgleichsoperationen“ kompensieren zu können.

Die Bundesbank ermittelte diese freien Liquiditätsreserven, indem sie ihren Wochenausweis umgruppierte<sup>4)</sup>. Auf der einen Seite standen als zu untersuchende Größe die überwiegend exogenen, von den Banken nicht steuerbaren Faktoren, die Einfluß auf die Bewegung von Zentralbankgeld nehmen. Dabei handelt es sich um *marktmäßig* bedingte Faktoren, wie z. B. Bargeldbedarf und Nettoguthaben der öffentlichen Haushalte bei der Bundesbank, und um die *kreditpolitisch* bedingten Faktoren, wie z. B. Mindestreservepflicht und Bardepotpflicht. Auf der anderen Seite standen die freien Liquiditätsreserven als zu erklärende Größe. Umfang und Struktur der Expansionsreserven hängen von der Wirkungsrichtung der exogenen Faktoren und den daraufhin einsetzenden Ausgleichsoperationen der Banken ab. Die freien Liquiditätsreserven setzten sich dann zusammen aus:

*Überschußguthaben* (als Differenz zwischen den Zentralbankguthaben [Ist-Reserve] und dem Reserve-Soll);

*inländischen Geldmarktpapieren* (soweit sie in die Geldmarktregulierung der Bundesbank einbezogen sind, also ohne besondere Auflagen in Zentralbankgeld umgetauscht werden können);

*unausgenutztem Rediskontspielraum* (als Differenz der bankindividuellen Kontingente und der in Anspruch genommenen Rediskontkredite);

*unausgenutztem Lombardspielraum* (im Rahmen der sogenannten Warnmarke, solange die

Bundesbank grundsätzlich Lombarkredite gewährt<sup>5)</sup>);

*Geldmarktanlagen im Ausland* (mit Ausnahme der „working balances“, die von den Banken als Dispositionsreserve zur Abwicklung des laufenden Zahlungsverkehrs gehalten werden).

**Schließung der außenwirtschaftlichen Flanke**

Als sich die Bundesregierung am 19. März 1973 zusammen mit anderen europäischen Ländern entschloß, die Interventionspflicht gemäß IWF-Abkommen einzustellen und zum „Gruppen-Floating“ überzugehen, war eine entscheidende Voraussetzung für die binnenwirtschaftliche Stabilisierungspolitik geschaffen. Die vom Dollarzustrom ausgehende übermäßige Versorgung des Bankensystems mit Zentralbankgeld – die sogenannte außenwirtschaftliche Komponente der Zentralbankgeldschöpfung<sup>6)</sup> – war damit weitgehend<sup>7)</sup> geschlossen worden.

Durch diese Maßnahme verloren zunächst einmal die Geldmarktanlagen der Banken im Ausland ihre Eigenschaft als potentielles Zentralbankgeld, denn die quasi-automatische und unbegrenzte Refinanzierung bei der Bundesbank über

4) Vgl. Deutsche Bundesbank: Erläuterungen zur Liquiditätsanalyse der Bundesbank, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 7/1970, S. 28 ff.; dies.: Neuabgrenzung der „freien Liquiditätsreserven“ der Banken, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 6/1973, S. 47 f.

5) Das ist seit dem 1. Juni 1973 mit einer Ausnahme im Juli 1974 nicht der Fall.

6) Vgl. B. G a u d e : Die Mechanismen der Zentralbankgeldschöpfung und ihre Kontrollierbarkeit durch die Zentralbank, Berlin 1969, S. 35 ff.

7) Innerhalb der sogenannten Schlange (Benelux-Staaten, Bundesrepublik, Dänemark, Frankreich, Norwegen, Schweden) und später in der „kleinen Schlange“ (ohne Frankreich) bestand und besteht nach wie vor eine Interventionspflicht in den Währungen der beteiligten Länder, die die Gefahr einer erzwungenen Zentralbankgeldschöpfung in sich birgt.

**Daten zur monetären Entwicklung**

	Bestand und Veränderung der freien Liquiditätsreserven in Mrd. DM		Kreditvergabe (auch in Wertpapieren) an inländische Nichtbanken in Mrd. DM	Durchschnittliche Zinssätze auf dem Geldmarkt (Tagesgeld) in %	Geldmengenveränderung M 1 M 2 in Mrd. DM		Zentralbankgeldmengenveränderung in Mrd. DM
1971							
3. Vj.	11,3	— 3,7	+ 18,8	6,5	+ 2,1	+ 2,2	+ 1,6
4. Vj.	14,8	+ 3,5	+ 26,2	5,9	+ 2,0	+ 9,2	+ 3,5
1972							
1. Vj.	13,1	— 1,7	+ 15,2	4,1	— 4,4	— 6,6	— 0,5
2. Vj.	15,9	+ 2,8	+ 23,4	3,1	+ 8,8	+ 12,5	+ 3,0
3. Vj.	6,0	— 9,9	+ 17,7	3,9	+ 2,2	+ 5,7	+ 3,1
4. Vj.	7,3	+ 1,3	+ 32,2	6,2	+ 11,0	+ 21,8	+ 4,7
1973							
1. Vj.	2,0	— 5,3	+ 15,7	6,4	— 6,0	— 1,1	— 1,2
2. Vj.	1,8	— 0,2	+ 17,6	11,0	± 0,0	+ 10,4	+ 2,9
3. Vj.	2,8	+ 1,0	+ 13,9	12,1	— 4,3	+ 5,3	+ 0,3
4. Vj.	3,0	+ 0,2	+ 18,1	11,3	+ 12,9	+ 17,4	+ 4,9
1974							
1. Vj.	2,2	— 0,8	+ 7,3	10,4	— 10,0	— 10,1	— 3,3

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 7/1974.

den Verkauf von Devisen (Dollars) war nun nicht mehr möglich. Die erste Konsequenz der Bundesbank war es dann auch, diese Geldmarktanlagen im Ausland aus der Analyse der freien Liquiditätsreserven der Banken herauszunehmen. „Seit der Beschränkung der Interventionspflicht der Bundesbank auf dem Devisenmarkt . . . können die Kreditinstitute zusammengenommen ihre Zentralbankguthaben nicht mehr durch den Aufbau oder Abbau von kurzfristigen Auslandsanlagen vermindern oder erhöhen<sup>8)</sup>.“

### Verändertes Bankenverhalten

Nachdem diese Quelle der Liquiditätsversorgung also nahezu abgeschottet war, war es für die Bundesbank nicht mehr allzu schwer, mittels ihres Instrumentariums die binnenwirtschaftlichen Quellen der Zentralbankgeldschöpfung zum Versiegen zu bringen. Sie kürzte rigoros die Refinanzierungsmöglichkeiten des Bankensystems über Wechsel- und Lombardkredite – die sogenannte Refinanzierungskomponente der Zentralbankgeldschöpfung<sup>9)</sup>.

Zwar gelang es der Bundesbank auf diese Weise, die freien Liquiditätsreserven der Banken bis auf „nahezu Null“ zu reduzieren; der Restbestand von etwa 2 Mrd. DM solcher mobilisierbarer Aktiva ist zahlungstechnisch bedingt. Dennoch wurde die Kreditexpansion nicht in einem entsprechenden Maße eingeschränkt. Abgesehen davon, daß den Banken die von der Liquiditätslage her gebotene Zurückhaltung bei den Kreditengagements aufgrund bestehender hoher Kreditzusagen kurzfristig oftmals nicht möglich war, schien das auch auf einem veränderten liquiditätspolitischen Verhalten der Banken zu beruhen<sup>10)</sup>. Sichtbares Kennzeichen für die veränderte Liquiditätsversorgung war die Entwicklung der Zinssätze auf dem Geldmarkt, die im Jahre 1973 vorübergehend Spitzenwerte von 20 % (März), 30 % (April), 40 % (August) und 22 % (November) für Tagesgeld erreichten (vgl. Tabelle).

Nach diesen einschneidenden Veränderungen, nach denen eine Analyse der freien Liquiditätsreserven keine Aussagen mehr liefern konnte, waren folgende Fragen zu stellen:

Welchen monetären Indikator setzt die Bundesbank an die Stelle der „freien Liquiditätsreserven“?

Wie brauchbar ist dieser Indikator?

<sup>8)</sup> Deutsche Bundesbank: Neuabgrenzung der . . . , a. a. O., S. 47; siehe auch Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1973, S. 3.  
<sup>9)</sup> Vgl. B. G a u d e , a. a. O., S. 55 ff.

<sup>10)</sup> Die Banken hatten augenscheinlich ihre Einstellung – vertrauensvoll auf die voll entwickelten nationalen und internationalen Geldmärkte – zu Art und Umfang ihrer Liquiditätsreserven geändert. Sie wichen von dem bis dahin eingehaltenen relativ hohen Umfang an jederzeit refinanzierungsfähigen Aktiva ab und rechneten auch Interbankforderungen dazu.

Wie reagieren die Banken auf die veränderte Situation?

Muß die Bundesbank ihr geldpolitisches Konzept ändern?

### Neuer Indikator Zentralbankgeldmenge

Die Bundesbank hatte bereits bei der Anpassung ihrer Liquiditätsanalyse an die veränderte Situation im Juni 1973 angedeutet, auf welche monetäre Größe sie in Zukunft ihr Hauptaugenmerk richten wollte. „Nun . . . wird sich die Aufmerksamkeit stärker als früher auf das Ausmaß der laufenden Zentralbankgeldschöpfung richten<sup>11)</sup>.“ Neuer Indikator für die Geldpolitik wurde also die Zentralbankgeldmenge; er soll „die Bereitstellung von Zentralbankgeld für die monetäre Expansion, also für den Anstieg des Bargeldumlaufs und den Anstieg des Reserve-Solls, in der Liquiditätsrechnung ausdrücklich sichtbar . . . machen“<sup>12)</sup>.

Welche Hoffnung die Bundesbank in diese neue monetäre Politik setzte, wird aus einem Vortrag von H. Schlesinger, Direktionsmitglied der Bundesbank, deutlich, wenn er formuliert: „Der Gegensatz zu früher ist darin zu sehen, daß die Initiative, ob, wie und zu welchen Kosten Zentralbankgeld bereitgestellt wird, nun in erster Linie bei der Bundesbank liegt und nicht – wie früher durch Rückgriff auf die freien Liquiditätsreserven – bei den Banken<sup>13)</sup>.“

Die Bundesbank definiert nun die Zentralbankgeldmenge als Summe von Bargeld im Besitz von Banken und Nichtbanken sowie von Zentralbankguthaben der Banken in Form der Mindestreserve-Guthaben auf Inlandsverbindlichkeiten<sup>14)</sup>. Auf den ersten Blick überraschend ist die enge definitorische Abgrenzung der Zentralbankgeldmenge; schließlich gibt es weitere Einlagen auf der Passivseite der Bundesbankbilanz:

Oftmals unterhalten gerade die öffentlichen Hände beträchtliche Guthaben bei der Bundesbank. Auch wenn man von den Sondereinlagen

<sup>11)</sup> Deutsche Bundesbank: Neuabgrenzung der . . . , a. a. O., S. 48. Das hatte der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR): Gleicher Rang für den Geldwert (Jahresgutachten 1972/73), Stuttgart, Mainz 1972, Tz. 401, bereits gefordert: „Wenn die außenwirtschaftliche Absicherung der monetären Politik besser gelöst wäre, dann wäre es nur folgerichtig (Sperrung v. Verf.), wenn sich die Bundesbank von der Bankenliquidität als wichtigster Steuerungsgröße der Geld- und Kreditpolitik trennt; statt bloß auf die Entwicklung des potentiellen Zentralbankgeldes einzuwirken, wäre an der Quelle die Menge des entstehenden Zentralbankgeldes zu kontrollieren.“

<sup>12)</sup> Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven der Banken, in: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Nr. 7/1974, S. 15.

<sup>13)</sup> H. Schlesinger: Die Geldpolitik als Mittel der Inflationsbekämpfung, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 54/1973, S. 7 f.

<sup>14)</sup> In diese Größe wird nur das Reserve-Soll aufgrund des Wachstums der Bankenverbindlichkeiten einbezogen; eine Änderung des Reserve-Solls aufgrund veränderter Reservesätze würde die Aussagekraft der Angaben im Sinne der angestrebten Zielsetzung verfälschen.

– den in verschiedenen Formen und auf verschiedenen Wegen gebildeten Konjunkturausgleichsrücklagen mit besonderen Verfügungsbindungen – absieht, kann doch über diese Einlagen auf den laufenden Konten entgegen der geldpolitischen Zielsetzung disponiert werden. Die Bundesbank begründet ihr Vorgehen, diese Einlagen aus der Analyse auszuklammern, wie folgt: „Die öffentlichen Haushalte sind nicht in erster Linie Objekte der Geldpolitik, sondern tragen auch selbst geldpolitische Verantwortung<sup>15)</sup>.“

□ Die methodische Parallele zur Geldmengenanalyse erscheint stichhaltiger bei der Ausklammerung des Mindestreserve-Solls auf Auslandseinlagen. So wie dort auf die potentiell nachfragewirksam werdenden Einlagen der inländischen Nichtbanken abgestellt wird, muß dementsprechend hier auf das Mindestreserve-Soll dieser Verbindlichkeiten abgestellt werden. Bei floatenden Wechselkursen dürften Auslandseinlagen, die nicht als „working balances“ von ausländischen Banken unterhalten werden, zum Zwecke einer direkten Nachfrage nach Gütern und Diensten in nennenswertem Umfang kaum auszuweisen sein.

Auch wenn die Zentralbankgeldmenge nun die entscheidende Komponente der Liquiditätsrechnung ist, können die verbliebenen freien Liquiditätsreserven aus der Analyse nicht eliminiert wer-

– Schema –

**Entstehung und Verwendung der Zentralbankgeldmenge und der freien Liquiditätsreserven**

Bestimmungsfaktoren	Zentralbankgeldmenge und freie Liquiditätsreserven
<p><b>Brutto-Zentralbankgeldschöpfung bzw. -vernichtung (B I)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Netto-Währungsreserven</li> <li>Netto-Zentralbankguthaben von Nichtbanken</li> <li>Floaf</li> <li>Sonstige Positionen</li> <li>Offenmarktgeschäfte                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– mit Nichtbanken und in N-Papieren</li> <li>– Wechsel mit Rückkaufvereinbarung</li> </ul> </li> <li>Sonder lombardkredite</li> </ul> <p><b>Angeordnete besondere Reserve- und Depothaltung bei der Bundesbank (B II)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Inlandsreserve-Soll</li> <li>Auslandsreserve-Soll</li> <li>Bardepot</li> </ul> <p><b>Netto-Zentralbankgeldschaffung (B III)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Zwischensumme (B I + B II)</li> </ul> <p><b>Unmittelbare Beeinflussung der freien Liquiditätsreserven (B IV)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Rediskontkontingente</li> <li>Geldmarktverschuldung von Nichtbanken gegenüber dem Bankensystem                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Bestand der Bundesbank an Geldmarktpapieren</li> <li>– Bestand der Banken an Geldmarktpapieren (ohne Mobilisierungstitel)</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>Zentralbankgeldmenge (A I)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Bargeldumlauf</li> <li>Inlandsreserve-Soll</li> </ul> <p><b>Freie Liquiditätsreserven (A II)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Überschußguthaben</li> <li>Geldmarktpapiere                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– marktregulierte Mobilisierungs- und Liquiditätspapiere</li> <li>– sonstige</li> </ul> </li> <li>Unausgenutzte Rediskontkontingente (gesamte Rediskontkontingente <math>\cdot</math> Rediskontkredite der Bundesbank)</li> </ul>

Quelle: Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und . . . , a. a. O., S. 17.

den. Während nämlich die Veränderung der Zentralbankgeldmenge eine bereits vollzogene Expansion bzw. Kontraktion anzeigt, können von vorhandenen freien Liquiditätsreserven möglicherweise zusätzliche monetäre Impulse ausgehen. Insofern ändert sich an den oben abgegrenzten freien Liquiditätsreserven (Überschußguthaben, in die Marktregulierung einbezogene Geldmarktpapiere und gegebenenfalls freie Refinanzierungskontingente) und ihrer grundsätzlichen Bedeutung für die Versorgung mit Zentralbankgeld nichts.

**Komponenten der Brutto-Zentralbankgeldschöpfung**

Um nun die auf diese Weise definierte Zentralbankgeldmenge und die freien Liquiditätsreserven zu ermitteln und die Durchgriffsmöglichkeiten auf diese beiden Stellen des Bedarfs an Zentralbankgeld zu verdeutlichen, gruppiert die Bundesbank ihren Wochenausweis ähnlich wie bei der Liquiditätsanalyse um (vgl. Schema).

Auf der einen Seite werden demnach die Zentralbankgeldmenge und die freien Liquiditätsreserven als zu erklärende Größe ausgewiesen. Auf der anderen Seite stehen als zu untersuchende Größe die Bestimmungsfaktoren, die zur Entstehung und Verwendung der Zentralbankgeldmenge bzw. der freien Liquiditätsreserven beigetragen haben.

Zur Brutto-Zentralbankgeldschöpfung (Vernichtung bzw. Stilllegung von Zentralbankgeld) kommt es im wesentlichen durch<sup>16)</sup>:

□ den Ankauf (Verkauf) von Devisen: Auch wenn die Pflicht zur Intervention gegenüber dem Dollar aufgekündigt worden ist, bleibt es der Bundesbank – gegebenenfalls nach vorheriger Abstimmung mit anderen Notenbanken – unbenommen, in das Marktgeschehen auf den Devisenmärkten einzugreifen. Darüber hinaus besteht – wie schon angedeutet – die Interventionspflicht im Rahmen der „kleinen Schlange“;

□ Ausgaben (Einnahme-)Überschüsse der öffentlichen Hand: Der Bund, die Länder und die Sondervermögen sind nach § 17 Bundesbankgesetz (BBkG) gehalten, ihre Konten bei der Bundesbank zu führen (Einlagenverpflichtung). Von Bedeutung sind dabei auch Kreditaufnahmen dieser Körperschaften bei der Bundesbank zur Überbrückung von Liquiditätsschwierigkeiten im Sinne von § 20 BBkG. Da die Transaktionen (Einlagen bzw. Kreditaufnahmen) über getrennte Konten abgewickelt werden, ist für die Analyse nur die Entwicklung des Saldos der entsprechenden Konten von Relevanz. Von volumensmäßig geringer Bedeutung sind in diesem Zusammenhang die Kontenbewegungen anderer öffentlicher und privater Kontoinhaber bei der Bundesbank.

<sup>15)</sup> Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und . . . , a. a. O., S. 19. Dieses Vorgehen entspricht methodisch dem bei der Geldmengenanalyse (Deutsche Bundesbank: Längerfristige Entwicklung . . . , a. a. O., S. 13), bei der die Sichtguthaben der öffentlichen Haushalte mit der gleichen Argumentation bei der Geldmenge nicht mit erfaßt werden. Die Begründung ist jedoch kaum haltbar; sie ist allenfalls damit zu rechtfertigen, daß die öffentlichen Haushalte auf diese Weise „moralisch“ in die stabilitätspolitische Pflicht genommen werden. Ob das aber gelingt, ist eine andere Frage.

<sup>16)</sup> Die folgenden Ausführungen orientieren sich an Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und . . . , a. a. O., S. 20 f.

Offener Posten im Zahlungsverkehr mit der Bundesbank (Float): Aus technischen Gründen können Belastungen und Gutschriften bei den am Zahlungs- und Verrechnungsverkehr beteiligten Instituten oftmals nicht an einem Tage von der Bundesbank abgewickelt werden. Es ergeben sich „offene Posten“, aus denen sich je nach Konstellation eine Kreditgewährung (Gutschrift vor Belastung) bzw. ein Mittelabzug (Belastung vor Gutschrift) ergeben kann;

Offenmarktgeschäfte: Der Ankauf von Wertpapieren durch die Bundesbank auf eigene Rechnung aus dem Besitz von Nichtbanken und Banken<sup>17)</sup> führt zur Zentralbankgeldschöpfung; die Rücknahme von marktregulierten bzw. die Tilgung von nicht marktregulierten Geldmarktpapieren im Besitz von Nichtbanken und Banken macht eine vorher erfolgte Stilllegung von Zentralbankgeld wieder rückgängig. Zu einer Zentralbankgeldvernichtung kommt es bei einem Verkauf solcher Wertpapiere an Nichtbanken und Banken oder zu einer Stilllegung von Zentralbankgeld auf dem Konto „Verbindlichkeiten aus abgegebenen Mobilisierungs- und Liquiditätspapieren“ bei einem Verkauf von markt- und nicht marktregulierten Geldmarktpapieren. Zu entsprechenden Zuführungs- bzw. Entzugseffekten von Zentralbankgeld kommt es bei den Wechselgeschäften mit Rückkaufsvereinbarung; diese sogenannten Wechselpensionsgeschäfte gehören bereits in den Bereich der Feinststeuerung der Zentralbankgeldmenge<sup>18)</sup>;

Sonderlombard: Zu dieser Feinststeuerung gehört gleichermaßen der Sonderlombardkredit, bei dem die Bundesbank bei entsprechender Bereitschaft zur Versorgung mit Zentralbankgeld den Banken auf der Grundlage von verpfändeten Wertpapieren einen „Tageskredit“ zur Verfügung stellt. Die Kreditbereitschaft kann täglich zurückgenommen, die Zinssätze für den Kredit können täglich der Lage auf dem Geldmarkt angepaßt werden.

### Ergänzende Transaktionen

Mit den auf diesen Transaktionen beruhenden Vorgängen der Zentralbankgeldschöpfung, -vernichtung bzw. -stilllegung sind die Zentralbankgeldbewegungen, die sich aus besonderen Depothaltungsanweisungen der Bundesbank ergeben, zu verrechnen, um die Netto-Zentralbankgeldschöpfung bzw. Netto-Zentralbankgeldvernichtung ausweisen zu können.

Während beim Ausweis der Zentralbankgeldmenge eine Veränderung des Mindestreservesolls auf eine Variation der reservepflichtigen Verbindlichkeiten zurückzuführen ist, gehört eine Mindestreservesatzvariation zu den geldpolitisch motivierten Bestimmungsfaktoren. Diese Verfahrensweise bei der Liquiditätsrechnung ist erforderlich, weil anderenfalls die beiden Komponenten der Mindestreservehaltung nicht voneinander zu trennen wären und sich insofern ein falsches Bild über die monetäre Entwicklung ergeben würde. Zu den geldpolitischen Bestimmungsfaktoren gehören ebenfalls die Veränderung der Mindestreservebedingungen für Auslandsverbindlichkeiten sowie die Veränderungen bei den von Unternehmen bei der Bundesbank zu unterhaltenden Bardepots.

Diesen Bestimmungsfaktoren entsprechen Positionen im Wochenausweis der Bundesbank. Sie werden durch Regelungen bzw. Transaktionen ergänzt, die Einfluß auf die freien Liquiditätsreserven der Banken nehmen, jedoch aus dem Bundesbankausweis nicht ersichtlich werden:

Den Banken werden von der Bundesbank Rediskontkontingente (gegebenenfalls auch Lombardkontingente) für Refinanzierungszwecke eingeräumt, die je nach geldpolitischer Zielsetzung durch Entscheidung des Zentralbankrates vermindert oder aufgestockt werden können.

Während bei diesem Vorgang die Handlungsalternative bei der Bundesbank liegt, kann sie bei der Schuldaufnahme der öffentlichen Hand in kurzfristigen Titeln nur versuchen, ihren geldpoli-

<sup>17)</sup> Die Analyse der Bundesbank erscheint an dieser Stelle nicht ganz vollständig, wenn sie Offenmarktgeschäfte in langfristigen Wertpapieren mit Banken, die in der Vergangenheit wiederholt abgewickelt wurden, ausklammert. Das wäre dann nicht von Bedeutung, wenn der Ankauf der Titel im Auftrage und auf Rechnung des Bundes (der Länder) zur Kurspflege öffentlicher Emissionen durchgeführt würde. Dann verringern sich nämlich die Guthaben der öffentlichen Hand bei der Bundesbank, sofern für diesen Zweck nicht vorübergehend ein Notenbankkredit in Anspruch genommen wird.

<sup>18)</sup> Vgl. dazu Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1973, S. 4.

**Friedrich Wilhelm Fröhlich**  
**Multinationale Unternehmen.**  
**Entstehung, Organisation**  
**und Management.**

1973, 207 S., 15,3 x 22,7 cm,  
 Salesta kart., 51,60 DM  
 Band 71  
 Schriftenreihe Europäische Wirtschaft



Konkrete, vergleichende Darstellung des Internationalisierungsprozesses, der Organisations- und Operationsschemata der größten Unternehmen. Der Autor versteht es, die aktuelle Diskussion mit einer Fülle von Informationen zu einer anregenden Lektüre zu verweben. Besonders wertvoll ist die konkrete und vergleichende Darstellung von Organisations- und Operationsschemata der größten multinationalen Unternehmen. (Heidack, Buchanzeiger für Öffentliche Büchereien, Heft 317, Juli 1974)

**NOMOS VERLAGSGESELLSCHAFT · 7570 Baden-Baden · Postfach 610**

tisch motivierten Einfluß geltend zu machen. Diese Finanzierungspapiere, die mit einer Refinanzierungszusage der Bundesbank ausgestattet sind, erweitern den Bestand der Banken an freien Liquiditätsreserven und eröffnen bei ihrem Einsatz für Refinanzierungszwecke dem Staat einen indirekten Zugang zum Notenbankkredit und damit zur Zentralbankgeldschöpfung.

□ Bestimmte Refinanzierungszusagen mit ähnlichen Wirkungen gelten auch für Vorratsstellenwechsel, Privatdiskonten und für bestimmte Wechselkredite der Ausfuhrkredit AG.

### Gedämpfte Euphorie

Ist nun der Handlungsspielraum bzw. die Effizienz der Notenbank aufgrund des sich zwangs-läufig ergebenden Übergangs von den „freien Liquiditätsreserven“ zur „Zentralbankgeldmenge“ als monetärem Indikator<sup>19)</sup> vergrößert worden?

Die Bundesbank scheint die Kontrolle über die Bereitstellung von Zentralbankgeld direkter als bisher auszuüben. Die monetären Steuerungsmöglichkeiten haben beispielsweise dadurch gewonnen, daß

□ die Banken stärker als bisher Verluste an Zentralbankgeld vermeiden müssen, indem sie bisherige Einleger zu halten und neue Einleger zu gewinnen suchen und die Einlagen möglichst mindestreservesparend terminieren. Das aber führt bei einem mehr oder weniger geschlossenen System und bei gleichgerichteten Verhaltensweisen der Institute zu steigenden Zinssätzen bei den Passivgeschäften;

□ die Banken die Expansion ihres Kreditgeschäfts einschränken, weil sie bei steigenden Einlagenzinsen höhere Kreditzinsen in Rechnung stellen müssen. Damit wachsen aber die Bonitätsrisiken.

Der Euphorie, die sich bei manchen Beobachtern der monetären Szene aufgrund solcher Wirkungszusammenhänge ausgebreitet hat<sup>20)</sup>, setzt die Bundesbank selbst jedoch einen Dämpfer auf, wenn sie schreibt: „Prinzipiell (Sperrung v. Verf.) steuert nun die Notenbank unmittelbar die Schaffung von Zentralbankgeld“<sup>21)</sup>. Diese zurückhaltende Stellungnahme der Bundesbank mag auf die Frage nach der tatsächlichen Steuerbarkeit der Zentralbankgeldmenge und auf die bisherigen Erfahrungen bei der Regulierung der Zentralbankgeldmenge zurückzuführen sein.

### Begrenzte Steuerbarkeit der Geldmenge

Wenn wir die einzelnen Komponenten der Zentralbankgeldschöpfung einmal unter diesem Aspekt durchgehen, kommen wir zu folgenden Ergebnissen:

□ Die außenwirtschaftliche Flanke ist durch das Floaten weitgehend abgesichert. Jedoch ist eine vollkommene Beruhigung in diesem Bereich noch nicht eingetreten; eine erzwungene Zentralbankgeldschöpfung ist ja aufgrund der Interventionspflicht innerhalb der „kleinen Schlange“ oder aufgrund einer beschäftigungspolitisch erwünschten Stabilisierung des Dollarkurses nach wie vor möglich. Die Bundesbank hat seit März 1973 immerhin Devisen im Wert von rund 9 Mrd. DM ankaufen müssen. „Denn es ist inzwischen klar geworden, daß es kein völlig freies Schwanken ohne Intervention der Währungsbehörden . . . geben wird und geben kann“<sup>22)</sup>.

□ Die Refinanzierungsbedingungen der Banken sind über die Reduzierung der Rediskontkontingente und die Aussetzung der Lombardkredite wesentlich verschärft worden; diese Komponente hat die Bundesbank im Griff.

□ Fraglicher erscheint die Rolle des Staates, auch wenn er sich zur Zeit eine monetäre Selbstdisziplin auferlegt hat. Gefahren können einmal von der Auflösung der öffentlichen Sondereinlagen bei der Bundesbank ausgehen; sie belaufen sich gegenwärtig auf 10,2 Mrd. DM. Darüber hinaus sollten die Probleme einer wachsenden staatlichen Verschuldung nicht übersehen werden. Die Schwierigkeiten bei der Unterbringung von Neuemissionen seit Anfang dieses Jahres<sup>23)</sup> könnten, sollten sie weiter anhalten, die Bundesbank zunehmend unter Druck setzen, durch Offenmarktoperationen Kurspflege für öffentliche Titel zu betreiben<sup>24)</sup>. Auch eine kurzfristige Verschuldung des Staates bei der Bundesbank direkt oder indirekt via Bankensystem würde in die gleiche Richtung wirken.

□ Solche Transaktionen würden dazu beitragen, daß die Banken in die Lage versetzt werden, sich ein neues Expansionspotential in Form der freien Liquiditätsreserven aufzubauen, mit dem sie zu einem geldpolitisch unerwünschten Zeitpunkt die Politik der Bundesbank konterkarieren könnten<sup>25)</sup>. Denn „nur wenn die freien Liquiditäts-

19) Vgl. dazu im einzelnen M. J. M. Neumann: Zwischenziele und Indikatoren der Geldpolitik, in: Kredit und Kapital 1971, S. 398 ff.

20) Vgl. beispielsweise Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin: Ein Jahr „neue“ Geldpolitik (Wochenbericht vom 2. März 1974), abgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 26/1974, S. 4 ff.; SVR: Mut zur Stabilisierung (Jahresgutachten 1973/74), Stuttgart, Mainz 1973, Tz. 170 ff.

21) Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1973, S. 4.

22) O. Emminger: Aktuelle Fragen der Geld- und Währungspolitik, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 45/1974, S. 2.

23) Vgl. dazu o. V.: Der Fuchs muß aus dem Bau, in: Wirtschaftswoche Nr. 18/1974, S. 64 f.

24) Insofern scheint es auch nicht angebracht, die Finanzpolitik von stabilitätspolitischen Pflichten zu entlasten. Siehe dazu SVR: Mut zur Stabilisierung, a. a. O., Tz. 280, 383.

25) Deswegen kann auf die Einbeziehung der freien Liquiditätsreserven in die Liquiditätsrechnung auch nicht verzichtet werden. Vgl. Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und . . . , a. a. O., S. 17.

reserven nahe bei Null sind, ist gewährleistet, daß die Transaktionen und Maßnahmen der Notenbank im restriktiven Sinne auf die Zentralbankgeldmenge durchschlagen<sup>26)</sup>."

□ Ferner ist darauf hinzuweisen, daß es durch Strukturverschiebungen innerhalb der ausgewiesenen Zentralbankgeldmenge zu unerwünschten Wirkungen kommen kann: Wenn nämlich die privaten Haushalte vermehrt Bargeld zu halten wünschen, so haben die Banken entsprechende Bargeldabzüge mit kontraktivem Effekt zu verzeichnen, die durch ein parallel laufendes vermindertes Mindestreserve-Soll jedoch längst nicht ausgeglichen werden können. Entsprechende Überlegungen gelten auch für eine verminderte Bargeldhaltung der privaten Haushalte mit daraus sich ergebenden expansiven Effekten. Auch wenn die Angabe von saisonbereinigten Zahlen hier eine erste Fehlerquelle ausschalten kann, bleibt festzuhalten, daß die Bargeldhaltung ein vom Nichtbankenverhalten bestimmter Marktfaktor ist, der von der Bundesbank nicht gesteuert werden kann<sup>27)</sup>.

□ Schließlich sei unter längerfristigem Aspekt darauf hingewiesen, daß die neue Geldpolitik konzentrationsfördernde Wirkungen haben kann<sup>28)</sup>. Zeigte es sich doch, daß Großbanken und Girozentralen weit weniger von dem restriktiven Kurs der Bundesbank betroffen waren als kleine Institutgruppen und Privatbankiers. Solange nämlich die Geldbewegungen im eigenen Filialnetz abgewickelt werden können, ist eine besondere Bereitstellung von Zentralbankgeld nicht erforderlich. Auch unter diesem liquiditätspolitischen und nicht nur unter dem rentabilitätspolitischen Aspekt können die vielfach kritisierten langen Bearbeitungszeiten von Überweisungsträgern im Bankensystem gesehen werden<sup>29)</sup>. Welche Folgewirkungen sich aus einer solchen Konzentration für die Effizienz der Geldpolitik ergeben würden, müßte geprüft werden.

### Dilemma der Bundesbank

Wenn wir die Erfahrungen hinsichtlich der Regulierung der umlaufenden Zentralbankgeldmenge aus den vergangenen eineinhalb Jahren zugrunde legen, ist festzuhalten, daß die Bundesbank die Steuerung der Zentralbankgeldmenge nicht in dem Maße bzw. nicht mit den Wirkungen handhaben konnte wie es wohl ihren Intentionen entsprochen hätte. Das beruhte auf dem bis dahin nicht gegebenen bzw. nicht signifikant gewordenen Auseinanderfallen von gesamtwirtschaft-

lichem und einzelwirtschaftlichem Liquiditätsstatus<sup>30)</sup>. Obwohl die freien Liquiditätsreserven auf nahezu Null zurückgeschraubt waren, zeigte es sich nämlich, „daß die Banken gleichwohl in der Lage sind, ihre betriebswirtschaftliche Liquidität ausreichend zu sichern“<sup>31)</sup>.

An dieser Stelle wird jedoch auch das Dilemma offensichtlich, vor dem die Bundesbank steht. Eine einzelne Bank kann nicht mehr an Krediten vergeben als sie an Mitteln verfügbar hat<sup>32)</sup>. Das Bankensystem kann Geldschöpfung betreiben, jedoch nur mit einem ausreichenden Puffer an freien Liquiditätsreserven. Insofern bewegt sich die Steuerung der Zentralbankgeldmenge auf einem schmalen Grat<sup>33)</sup>: Auf der einen Seite geht es um die Alimentation des einzelwirtschaftlich motivierten und liquiditätsmäßig abgesicherten Expansionsstrebens; der gewonnene Handlungsspielraum könnte dabei verloren gehen. Auf der anderen Seite besteht die Gefahr einzelner Bankenzusammenbrüche, wenn nämlich einzelne Banken aufgrund der Expansionsmöglichkeiten anderer Banken eine hinreichende Liquiditätsvorsorge nicht mehr sicherstellen können. Die aus einem Vertrauensschwund der öffentlichen Meinung gegenüber dem Bankensystem resultierenden Folgen für die Geldversorgung der Wirtschaft wären unabsehbar; die bisher gewährleistete autonome Stellung der Bundesbank würde in Frage gestellt werden.

### Im Schlepptau der Banken?

Die Bundesbank steht also einerseits vor dem Problem, sicherzustellen, „daß sich die Banken nicht in dem Glauben wiegen können, der Liquiditätsbedarf, der aus einer hohen Kreditexpansion herrührt, werde jederzeit von der Notenbank gedeckt“<sup>34)</sup>. Zwar deuteten die exotischen Geldmarktsätze im vorigen Jahr auf einen derart durchgehaltenen Kurs hin. Als ein Erfolgskriterium sind sie jedoch nicht zu werten<sup>35)</sup>, weil sich die Bundesbank wegen der hohen Zinssätze veranlaßt sah, durch verschiedene Maßnahmen der

30) Vgl. C. Köhler: Kreditpolitik gerät in das Schlepptau der Banken, in: WSI-Mitteilungen Nr. 6/1974, S. 210 f.

31) Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1973, S. 3.

32) Insofern ist C. Köhler, a. a. O., S. 210, zuzustimmen, der eine Verhaltensänderung der Kreditinstitute hinsichtlich ihrer einzelwirtschaftlichen Liquiditätspolitik bestreitet. Die Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und . . . a. a. O., S. 15, sieht in dem Verhalten der Banken „eine Abkehr von traditionellen Vorstellungen im deutschen Bankwesen, aber es war einzelwirtschaftlich, sofern es mit genügender Umsicht geschah, durchaus vertretbar.“ Offen bleibt die Frage, inwieweit die Banken ihre Kreditexpansion in „blindem“ Vertrauen auf die Refinanzierungsmöglichkeit bei der Bundesbank als „lender of last resort“ ausgereizt haben.

33) Vgl. auch SVR: Mut zur Stabilisierung, a. a. O., Tz. 384.

34) Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1973, S. 4.

35) Vgl. auch H. Bockelmann: Die Rolle der Banken in der Geldpolitik, in: Kredit und Kapital 1974, S. 156; positiv beurteilt der SVR: Mut zur Stabilisierung, a. a. O., Tz. 298, diese Zinsentwicklung.

26) Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und . . . a. a. O., S. 16 f.

27) Vgl. SVR: Mut zur Stabilisierung, a. a. O., Tz. 383.

28) Vgl. ebenda, Tz. 182 und 298.

29) Vgl. dazu o. V.: Ein Stempel sichert Geldüberweisungen, in: Handelsblatt Nr. 141 vom 26./27. 7. 1974, S. 2.

„Feinststeuerung“ den Banken mit Liquiditätsspritzen unter die Arme zu greifen.

Claus Köhler sieht aus diesem Grunde die Kreditpolitik der Bundesbank — da praktisch nur die Einbahnstraße der Alimentation der Bankenexpansion übrig bleibt — im „Schlepptau der Geschäftspolitik der Banken“<sup>36)</sup>. Die Bundesbank bestreitet dies, wenn sie schreibt: „Eine Notenbank, die keinem ‚Zugzwang‘ bei einzelnen Aktiv- oder Passivgeschäften unterliegt... und zusätzlich über Korrekturmöglichkeiten durch geldpolitische Maßnahmen verfügt, ist — das kann nicht zweifelhaft sein — in der Lage, diejenige Zentralbankgeldmenge für die monetäre Expansion bereitzustellen, die ihr angemessen erscheint. Sie ist also *n i c h t* (Sperrung v. Verf.) im Schlepptau der Banken“<sup>37)</sup>.“ Die dann folgende Einschränkung sollte jedoch nicht übersehen werden: „Richtig ist allerdings, daß die Bundesbank zur Vermeidung übermäßiger Geldmarktanspannungen im Wege des Sonderlombards oder durch Offenmarktgeschäfte mit Wechseln den Banken von Zeit zu Zeit kurzfristig Zentralbankgeld zuführt, um ihnen die Erfüllung des Mindestreserve-Solls zu ermöglichen“<sup>38)</sup>.“

#### Suche nach der rechten Mitte

Aus dieser Argumentation wird deutlich, daß sich die Verantwortung der Bundesbank für die monetäre Steuerung vergrößert hat. Fehlsteuerungen wirken sich wegen des direkteren Zugriffs in der einen wie der anderen Richtung gravierender aus, da die verbliebenen Liquiditätsreserven nicht mehr die Pufferfunktion erfüllen können wie bisher. Der volkswirtschaftliche „Overkill“ scheint eher möglich. Der angeblich erweiterte Handlungsspielraum ist also mit neuen Schwierigkeiten erkaufte worden.

„Die Steuerung der Liquidität bei ‚Liquiditätsquote Null‘ ist nun für die Banken und die Bundesbank gleichermaßen un bequem. Praktisch bedeutet sie, daß die Banken stets bereit und in der Lage sein müssen, ihre Mindestreserveverpflichtungen auch

ohne Inanspruchnahme von Lombardkredit zu erfüllen. Das erschwert zweifellos ihre Gelddisposition und zwingt sie zu einer möglichst reichlichen Mindestreserve-Vorsorge, um nicht am Monatsende etwaige Mindestreserve-Fehlbeträge zu hohen Zinssätzen decken zu müssen. Auch für die Bundesbank ist die „Liquiditätsquote Null“ im operationalen Sinne keine reine Freude. Mittels einer technisch recht schwierigen ‚Feinststeuerung‘ der Zentralbankgeldmenge muß die Bank versuchen, die *r e c h t e M i t t e* (Sperrung v. Verf.) zu finden zwischen der Erhaltung des hohen, kreditpolitisch gebotenen Knappheitsgrades der Liquidität einerseits und der Abwendung spektakulärer Fehlentwicklungen am Geldmarkt andererseits“<sup>39)</sup>.“

Was aber ist die rechte Mitte? Aufgabe der Bundesbank wird es sein müssen — nachdem die Übergangsschwierigkeiten der neuen monetären Steuerung überwunden sind —, ein Konzept eindeutiger Orientierungsgrößen für die monetäre Stabilisierungspolitik zu entwerfen. Das Schwerkraft der Überlegungen wird dabei auf die Steuerung der Zentralbankgeldmenge gelegt werden müssen, da die Bundesbank bei konsequent durchgehaltener Konzeption auf die Zinspolitik verzichten muß: Bei einem stabilitätspolitisch motivierten Geldangebot entscheidet die vom Markt kommende Nachfrage über die Höhe des Zinses, der Zins wird also eine allein vom Markt her bestimmte Variable sein. Hohe Zinssätze sind unter dieser Betrachtung kein Grund zur Beunruhigung, sondern ein Kennzeichen geldpolitischer Effizienz. Damit wäre dann zugleich auch eine erste Voraussetzung zu der von den „Monetaristen“ geforderten regelgebundenen Geldmengensteuerung geschaffen. Ob aber die Bundesbank weitere Schritte in dieser Richtung unternimmt, bleibt abzuwarten.

<sup>36)</sup> C. Köhler, a. a. O., S. 211.

<sup>37)</sup> Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und ... a. a. O., S. 19; siehe auch H. Bockelmann, a. a. O., S. 153.

<sup>38)</sup> Deutsche Bundesbank: Zentralbankgeldmenge und ... a. a. O., S. 19.

<sup>39)</sup> K. Andreas, a. a. O., S. 8.

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

**REDAKTION:**

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

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

**HERSTELLUNG UND VERTRIEB:**

Verlag Weltarchiv GmbH, Hamburg

**Anzeigen:** Generalvertretung Dr. Hans Kiemen

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

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

**Erscheinungsweise:** monatlich

**Druck:** Otto Schwitzke, Hamburg

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

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