

Maier, Gerhard

Article — Digitized Version

## Die neue Offenmarktpolitik der Bundesbank

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Maier, Gerhard (1981) : Die neue Offenmarktpolitik der Bundesbank, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 61, Iss. 7, pp. 335-339

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135578>

**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.*

# Die neue Offenmarktpolitik der Bundesbank

Gerhard Maier, Hamburg

**In der Diskussion um die Bundesbankpolitik steht gegenwärtig die Frage im Vordergrund, inwieweit außenwirtschaftliche oder binnenwirtschaftliche Gesichtspunkte für das Ausmaß der monetären Expansion maßgebend sein sollten. Demgegenüber wurde bislang wenig beachtet, daß die Bundesbank seit dem Frühjahr 1979 neue Wege in der Offenmarktpolitik beschritt. Wie ist der Einsatz der neuen Instrumente im Lichte der Erfahrungen der letzten zwei Jahre zu bewerten?**

---

Aufmerksamen Beobachtern der Geldpolitik bot sich seit dem Frühjahr 1979 ein verändertes Bild. Die Bundesbank ging nicht nur zu einem restriktiveren Kurs über, sondern steuerte ihren Kurs auch mit anderen Instrumenten. Neben ihren herkömmlichen Werkzeugen – Veränderung der Mindestreservesätze, Wechselreiskont, Lombardkredit u. a. – benutzte die Bundesbank zunehmend Instrumente der Offenmarktpolitik. Sie entschloß sich allerdings nicht, wie dies seit langem, insbesondere von monetaristischen Theoretikern, empfohlen wird, zu einer Offenmarktpolitik nach klassischem Muster, bei der die Notenbank, um die Zentralbankgeldmenge zu steuern, am Kapitalmarkt Staatspapiere von jedermann erwirbt oder an jedermann veräußert (Outright-Transaktionen). Sie wählte vielmehr eine andere Variante, die sogenannten Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung, die sie ausschließlich mit Kreditinstituten betreibt: Wertpapier- und Wechselpensionsgeschäfte, Devisenswap- und Devisenpensionsgeschäfte.

Die Pensions- oder Swapgeschäfte sind nichts anderes als Kaufverträge, bei deren Abschluß sich der Verkäufer gleichzeitig verpflichtet, die verkauften Vermögenswerte zu einem von vornherein fixierten Preis und Zeitpunkt wieder zurückzukaufen. Diese Technik erlaubt es der Bundesbank, den Kreditinstituten für befristete Zeit Zentralbankgeld zuzuführen oder zu entziehen<sup>1</sup>. Durch Anschlußgeschäfte können diese Effekte beliebig verlängert werden. Kauft sie im Rahmen von Pensions- oder Swapgeschäften Vermögensobjekte an, so stellt sie Zentralbankgeld zur Verfügung. Sie saugt dagegen Liquidität ab, wenn sie Vermögenswerte

veräußert. Im Grunde genommen könnte sie dazu eine Vielzahl von Vermögensobjekten verwenden. Es ist jedoch leicht einzusehen, daß sich die Bundesbank auf bestimmte Vermögensobjekte beschränkt, und zwar auf solche, die in ausreichendem Maße verfügbar und leicht zu mobilisieren sind. Die verwendeten Vermögensobjekte gaben den betreffenden Instrumenten ihren Namen.

## Wertpapierpensionsgeschäfte

Wertpapierpensionsgeschäfte sind Offenmarktoperationen mit festverzinslichen Wertpapieren, die die Bundesbank bislang ausschließlich in expansiver Richtung – also zur Schaffung von Zentralbankgeld – eingesetzt hat. Sie erklärte sich bereit, für eine befristete Zeit – bislang zwischen 25 und 50 Tage – festverzinsliche, lombardfähige Wertpapiere anzukaufen. Über solche Wertpapiere verfügt nahezu jedes Kreditinstitut in ausreichendem Umfang<sup>2</sup>. Die Bundesbank experimentierte dabei im Zeitablauf mit sehr unterschiedlichen Techniken.

Beim Debüt, im Juni 1979, erklärte sie sich bereit, pro Kreditinstitut und Tag lombardfähige Wertpapiere bis zu einem Volumen von 250 Mill. DM unter der Bedingung anzukaufen, daß die beteiligten Institute die „in Pension“ gegebenen Papiere nach Ablauf von 30 Tagen wieder zurücknahmen. Die Bundesbank legte dabei die Verzinsung fest, die sich aus der Differenz zwischen Ankaufs- und Rückkaufspreis ergab. Bereits am ersten Geschäftstag flossen ihr Wertpapiere im Gegenwert von 7,6 Mrd. DM zu. Die Menge dürfte die Erwar-

---

<sup>1</sup> Aufgrund der Befristung bezeichnet die Bundesbank selbst die genannten Operationen einschränkend als „Offenmarktgeschäfte auf Zeit“. Deutsche Bundesbank: Die währungspolitischen Institutionen und Instrumente in der Bundesrepublik Deutschland, Nr. 1, Frankfurt 1980, S. 68 ff.

<sup>2</sup> Die Bundesbank hatte seit 1973 gelegentlich im Rahmen von Wechselpensionsgeschäften befristet Liquidität zur Verfügung gestellt. Deren Nachteil lag allerdings darin, daß nur Banken, die entsprechende Handelswechsel im Bestand hatten, teilnehmen konnten. Dies dürfte die Bundesbank dazu bewogen haben, solche Operationen Ende 1979 einzustellen.

---

*Gerhard Maier, 32, Dipl.-Volkswirt, ist Referent der Forschungsgruppe Monetäre Analysen, Grundsätze der Geldpolitik in der Abteilung Konjunktur, Geld und öffentliche Finanzen des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

tungen der Bundesbank übertroffen haben, setzte sie doch ihre Offerte bereits am nächsten Tag wieder aus. Beim zweiten Einsatz im August desselben Jahres beschränkte sie ihr Angebot pro Institut auf 100 Mill. DM. Das Volumen – 11 Mrd. DM bereits am ersten Tag – scheint die Bundesbank erneut überrascht zu haben; jedenfalls stellte sie auch diese Aktion schon nach Ablauf des ersten Geschäftstages wieder ein und schöpfte einen Großteil der geschaffenen Liquidität gleich mit anderen Instrumenten wieder ab.

Der Nachteil dieser Technik lag darin, daß die Bundesbank den Zins fixiert hatte und nicht das Gesamtvolumen. Die jeweiligen Kontingente beließen den Kreditinstituten einen – für die Geldmengensteuerung – zu großen Spielraum. Deshalb ist die Bundesbank zu Verfahren übergegangen, die es ihr ermöglichen, den Liquiditätseffekt besser in den Griff zu bekommen. Ab Frühjahr 1980 führte sie Wertpapierpensionsgeschäfte nur noch im Ausschreibungsverfahren (Tenderverfahren) durch. Nun mußten die Banken, die an diesem Verfahren teilnehmen wollten, Gebote einreichen, ohne vorab zu wissen, wieviel Zentralbankgeld sie schließlich zugeteilt bekamen. Von März 1980 bis April 1981 legte die Bundesbank insgesamt zehn Tender auf, durch die sie jeweils Liquidität zwischen 2,6 Mrd. DM und 9,9 Mrd. DM zur Verfügung stellte. Zur Bestimmung des Zinses benutzte sie zwei Varianten. In einigen Fällen legte sie den Zinssatz bereits bei der Ausschreibung fest und teilte, nachdem die Zeichnungen eingegangen waren, den Banken nur soviel des Zeichnungsbetrages zu, daß insgesamt das von ihr gewünschte Volumen erreicht wurde. Dabei läuft sie allerdings Gefahr, Zentralbankgeld zu billig abzugeben, falls zu dem festgesetzten Zinssatz eine zu große Nachfrage besteht, oder wenn sie den Zins zu hoch ansetzt, das gewünschte Volumen nicht unterzubringen. In anderen Fällen verzichtete die Bundesbank darauf, den Zinssatz von vornherein zu fixieren. Sie nannte zur Orientierung lediglich einen Mindestzins und überließ es den Banken, bei Abgabe ihrer Gebote den Zins in Abständen von 0,05 % zu steigern. Die Zuteilung erfolgte dann zu dem Zinssatz, bei dem das von der Bundesbank gewünschte Volumen realisiert wurde.

### Devisenswapgeschäfte

Devisenswapgeschäfte sind im Prinzip ebenfalls Offenermarktoperationen mit Rückkaufsvereinbarung<sup>3</sup>. Die Bundesbank setzte sie sowohl zur Schaffung von Zentralbankgeld als auch zur Abschöpfung ein. Wollte sie dem Geldmarkt befristet Zentralbankgeld zur Verfügung stellen, so erwarb sie Dollar am Kassamarkt, die sie gleichzeitig wieder per Termin veräußerte. Wollte

sie den Banken dagegen für eine bestimmte Zeit Zentralbankgeld entziehen, so verkaufte sie Dollar zum Kassakurs, die sie zugleich per Termin wieder zurückkaufte. Die Differenz zwischen Kassa- und Terminkurs entsprach dabei den marktüblichen Swapsätzen, die wiederum mit dem Abstand zwischen Dollar- und DM-Zinsen identisch waren. De facto laufen Devisenswapgeschäfte darauf hinaus, daß die Bundesbank den Kreditinstituten im expansiven Fall Zentralbankgeld und im restriktiven Fall Anlagemöglichkeiten zu Geldmarktkonditionen gewährt<sup>4</sup>. Die Laufzeiten der von der Bundesbank getätigten Devisenswaps betragen meistens nur wenige Tage, gelegentlich aber auch einige Monate.

In restriktiver Richtung, also um Liquidität kurzfristig einzufrieren, benutzte die Bundesbank statt der Devisenswaps zunehmend Devisenpensionsgeschäfte – eine weitere Variante der Offenermarktgeschäfte auf Zeit. Dazu gab die Bundesbank aber keine Dollartitel aus ihrem Devisenbestand in Pension, wie es der Name vermuten ließe; die Kreditinstitute erhielten lediglich einen Herausgabeanspruch auf US-Schatzwechsel an die Deutsche Bundesbank. Sowohl die Devisenbestände der Bundesbank als auch der Geschäftsbanken blieben davon unberührt. Die Verzinsung errechnete sich – wie bei allen Pensionsgeschäften – aus der Differenz zwischen Verkaufs- und Rückkaufspreis. Der Vorteil gegenüber den Devisenswaps liegt in den geringeren Transaktionskosten, denn es erübrigt sich für die Bundesbank, Geldmarktanlagen in den USA aufzulösen, deren Gegenwert wiederum von den beteiligten Geschäftsbanken am US-Geldmarkt oder am Eurodollarmarkt investiert würde. Wie die Devisenswaps lassen sich die Devisenpensionsgeschäfte beliebig dosieren; im Gegensatz zu den Wertpapierpensionsgeschäften müssen sie nicht ausgeschrieben werden, erfordern keine technisch bedingten Abwicklungszeiten und können folglich – auch weil sie keines besonderen Beschlusses des Zentralbankrats bedürfen – Tag für Tag eingesetzt werden. Im Jahr 1980 hat die Bundesbank durch Devisenswap- und Devisenpensionsgeschäfte insgesamt 19,1 Mrd. DM Zentralbankgeld bereitgestellt und 12,2 Mrd. DM Zentralbankgeld abgeschöpft.

<sup>3</sup> Die Bundesbank teilt zwar diese Auffassung, rechnet Devisenswapgeschäfte formal aber nicht zu den Offenermarktinstrumenten; vgl. Deutsche Bundesbank, a. a. O., S. 74 f.

<sup>4</sup> Angenommen, der Dollarzins beträgt 16 % und der DM-Zins 10 %, dann verzichten die Banken im expansiven Fall durch den Verkauf von Dollar auf einen möglichen Zinsertrag von 16 %. Statt dessen gewinnen sie aus der Kursdifferenz, dem Swapsatz, einen Ertrag von 6 %, so daß sie die gegen die Dollar erworbenen Zentralbankguthaben per Saldo 10 % Zins kosten. Im restriktiven Fall können die Kreditinstitute durch den Kauf von Dollar einen Zinsertrag von 16 % erzielen, müssen dafür aber einen Kursverlust von 6 %, den Swapsatz, hinnehmen, so daß sie für den vorübergehenden Verzicht auf Zentralbankguthaben 10 % Zinsen erhalten.

Die neuen Offenmarktinstrumente ermöglichen es der Bundesbank, Stärke, Wirkungsrichtung und Dauer des Liquiditätseffekts festzulegen. Eine Kombination von – wenn nötig auch einander entgegengesetzten – Operationen mit zum Teil unterschiedlichen Fristen erlaubt es, die Liquiditätseffekte beliebig abzuschwächen oder zu verstärken. Gleichzeitig hat die neue Offenmarktpolitik den Vorzug, daß sie nicht im öffentlichen Rampenlicht steht, dem die Mindestreserve- und die Rediskontpolitik ausgesetzt sind: unerwünschte Signaleffekte treten nur gedämpft auf. Nicht zu übersehen ist allerdings auch der Nachteil von Offenmarktgeschäften dieser Art: Aufgrund der kurzen Fristen tragen sie Unruhe in den Markt, verursachen Unsicherheit, zugleich belasten Prolongationen alle Beteiligten mit zusätzlichen Transaktionskosten. Die neue Offenmarktpolitik verkörpert somit noch nicht das Nonplusultra der Geldpolitik; eine angemessene Beurteilung ist jedoch erst dann möglich, wenn man sich vergegenwärtigt, wie die Bundesbank diese Instrumente im Rahmen der monetären Steuerung einsetzt und welche Alternativen ihr sonst offenstünden.

### Steuerung der Geldmenge

Die Offenmarktoperationen dienen – wie auch die anderen geldpolitischen Instrumente – dazu, das Angebot an Zentralbankgeld zu steuern, das die Nichtbanken für die Bargeldhaltung und die Kreditinstitute für die Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht nachfragen. Die Bundesbank steuert die Zentralbankgeldmenge vorwiegend über den Geldmarkt. Dort programmiert sie quasi die monetäre Entwicklung, indem sie Bedingungen setzt, die die von ihr gewünschten Anpassungsmaßnahmen der Banken und Nichtbanken auslösen sollen. Will sie die monetäre Expansion beschleunigen, so sorgt sie für eine Auflockerung am Geldmarkt; will sie die monetäre Expansion dämpfen, so führt sie eine Anspannung herbei.

Die Bundesbank hat allerdings die Expansion der Zentralbankgeldmenge auf kurze Sicht nicht voll im Griff. Zentralbankgeld entsteht und verschwindet unter den gegebenen institutioneilen Verhältnissen auch durch Marktfaktoren. Hierzu gehören Bewegungen auf den Konten, die Bund und Länder bei der Bundesbank halten<sup>5</sup>, der Aufbau oder Abbau von freien Liquiditätsreserven oder der Lombardverschuldung durch die Kreditinstitute oder Interventionen am Devisenmarkt, zu denen die Bundesbank im Rahmen des EWS gezwun-

gen ist. Aber selbst dann, wenn die Bundesbank diese Kanäle unter Kontrolle hätte, könnte sie wegen der in der Bundesrepublik geltenden Regelungen der Mindestreservepflicht das Angebot an Zentralbankgeld auf kurze Sicht nicht beliebig einschränken. Das Mindestreservesoll eines Monats richtet sich für jede Bank nach der Höhe der mindestreservepflichtigen Einlagen im Zeitraum vom 15. des Vormonats bis zum 15. des jeweiligen Monats. Das Mindestreservesoll ist auch nicht von Tag zu Tag einzuhalten, sondern nur im Durchschnitt des Monats. Es kann für eine Bank sinnvoll sein, ihr Mindestreservesoll kurzfristig in der Hoffnung zu unterschreiten, sie könne das notwendige Zentralbankgeld gegen Ende des Monats über den Geldmarkt beschaffen. Diese Strategie muß allerdings dann scheitern, wenn sie von vielen Kreditinstituten durchgeführt wird, denn der Handel mit Zentralbankgeld hat den Charakter eines Nullsummenspiels: Eine Bank kann nur dann ein Defizit über den Geldmarkt ausgleichen, wenn eine andere Bank einen Überschuß aufweist. Hat das Bankensystem als Ganzes am Ende des Monats ein Defizit, so muß die Bundesbank es durch Hergabe von Zentralbankgeld ausgleichen, da die Banken die Einlagenexpansion nicht mehr rückgängig machen können.

Die Bundesbank kann aber bestimmen, unter welchen Bedingungen, insbesondere zu welchem Zins sie Zentralbankgeld zur Verfügung stellt. Sie benötigt dazu Instrumente, die schnell durchschlagen und die sie präzise dosieren kann. Mit Hilfe solcher „Feinsteuerungsinstrumente“, wie den Devisenswaps oder den Devisenpensionsgeschäften, kann die Bundesbank für kurze Zeit Zentralbankguthaben entziehen oder bereitstellen, um die von den Marktfaktoren verursachten Ausschläge der Geldmarktzinsen, die sonst unerwünschte Signalwirkungen und damit ungewollte Reaktionen von Banken und Nichtbanken auslösen können, zu unterbinden – es sei denn, es geht bewußt darum, auf dem Geldmarkt die Signaleffekte auszulösen, die eine Verschärfung oder Lockerung des monetären Kurses ankündigen.

Für die Feinsteuerung sind die von der Bundesbank verwendeten Offenmarktinstrumente der traditionellen Rediskont- und Mindestreservepolitik überlegen. Beide Instrumente sind zu wenig flexibel; da die Rediskontkontingente und die Mindestreservesätze für die Kreditinstitute eine wichtige Dispositionsgrundlage sind, können sie nur in größeren zeitlichen Abständen geändert werden. Außerdem rufen Änderungen der Rediskontkontingente und der Mindestreservesätze Signalwirkungen hervor, die oft unerwünscht sind. Änderungen der Rediskontkontingente führen zudem nur dann zu einem monetären Impuls, wenn die Bundesbank gleich-

<sup>5</sup> Allerdings erlaubt der § 17 des Bundesbankgesetzes, öffentliche Gelder – mit Zustimmung der Bundesbank – wieder am Geldmarkt anzulegen. Diese sog. § 17-Verlagerungen dienen häufig dazu, den Liquiditätseffekt zu neutralisieren, den Transaktionen mit Bund und Ländern verursachen.

zeitig einen markträumenden Diskontsatz wählt. Ist der Diskontsatz hingegen zu hoch, dann schöpfen die Banken ihre Kontingente nicht aus.

Es läßt sich allerdings fragen, ob nicht die virtuose Feinsteuerung entbehrlich ist, weil bereits der Lombardkredit oder der Sonderlombard, den die Bundesbank täglich kündigen kann, als Puffer völlig ausreichen könnten. Unerwünschte Liquiditätsschwankungen können einfach dadurch ausgeglichen werden, daß die Geschäftsbanken den Lombardkredit mehr oder weniger stark in Anspruch nehmen. Es kann jedoch dann, wenn die Bundesbank Zentralbankgeld knapp halten will, ein Konflikt entstehen, weil sie beim Lombardkredit – von Ausnahmefällen abgesehen – nur den Zins fixiert, die Menge aber den Entscheidungen der Kreditinstitute überläßt. Diese aber haben den Lombard häufig als Dauerkredit beansprucht. Die Bundesbank hat deshalb, um ihr Geldmengenziel durchzusetzen, den Zugang zum Lombardkredit häufig erschwert und ihn im Februar 1981 sogar zeitweilig ausgesetzt. Sie mußte dann die Pufferfunktion mit Hilfe der Offenmarktpolitik ersetzen. Dies geschah beispielsweise, wenn die Bundesbank ein Zuviel an Zentralbankgeld mit Hilfe von Swapgeschäften abschöpfte, die genau dann ausliefen, wenn ein Steuertermin den Banken wieder Zentralbankgeld entzog.

Die Feinsteuerung des Geldmarktes ist indessen nur eine der Aufgaben der Bundesbank. In einer wachsenden Wirtschaft besteht ein kontinuierlich steigender Bedarf an Zentralbankgeld, den die Bundesbank dauerhaft und nicht nur befristet befriedigen muß. In der Vergangenheit war vor allem der Ankauf von Devisen die wichtigste Quelle hierfür. In den letzten 2 1/2 Jahren hat die Bundesbank dagegen Zentralbankgeld aus inländischen Quellen dauerhaft bereitgestellt, und zwar vor allem durch die Senkung der Mindestreserven und durch die Erhöhung der Rediskontkontingente. Dabei verwob sie diese beiden Instrumente mit der Offenmarktpolitik. Mit Hilfe von Offenmarktoperationen glättete sie die Geldversorgung und stellte in kleineren Schritten die steigende Menge an Zentralbankgeld zur Verfügung. Bemerkenswert war dabei: die Bundesbank ersetzte auslaufende Wertpapierpensionsgeschäfte zeitweise – von September 1980 bis Mai 1981 – gleich durch neue Abschlüsse; die Offenmarktoperationen wurden damit gleichsam nahtlos verkettet. In größeren Abständen wurde die Zuführung von Zentralbankgeld durch Mindestreservenenkungen und Rediskonterhöhungen konsolidiert.

Der Einsatz der neuen Offenmarktinstrumente stand in engem Zusammenhang mit einem Problem, das für

die Bundesrepublik neu war, der anhaltenden Schwäche der D-Mark, insbesondere gegenüber dem Dollar, zeitweise auch gegenüber den Währungen der Partnerländer im EWS. Die Bundesbank ließ zwar zu, daß der Kurs der D-Mark gegenüber dem Dollar fiel, bemühte sich aber immer wieder, die Geschwindigkeit des Kursverfalls zu bremsen. Dabei ging sie zweigleisig vor: direkt, indem sie am Devisenmarkt intervenierte, und indirekt, indem sie die monetäre Expansion verlangsamte.

### Interventionen am Devisenmarkt

Im Grunde genommen kann die Bundesbank den Kurs der D-Mark stützen, ohne auch nur einen einzigen Dollar auszugeben, und zwar einfach durch Verknappung der Zentralbankgeldmenge am heimischen Geldmarkt. Kurzfristig steigt dann der Zins im Inland, wodurch sich die Attraktivität der inländischen Geldanlagen im Vergleich zu ausländischen erhöht. International operierende Kapitalanleger werden somit angeregt, mehr D-Mark-Titel zu erwerben, als sie es sonst täten. Gleichzeitig trägt die relative Knappheit an Zentralbankgeld direkt dazu bei, dessen Preis am Devisenmarkt, also den D-Mark-Kurs, zu stabilisieren. Unter Umständen ist dazu allerdings eine äußerst restriktive Geldpolitik erforderlich.

Um dies zu vermeiden, gab die Bundesbank gelegentlich aus ihren Devisenreserven Dollar ab und trug damit direkt zum Marktausgleich bei. Mit Rücksicht auf ihr Geldmengenziel ersetzte die Bundesbank jedoch die am Devisenmarkt abgeschöpfte Geldmenge durch entsprechende liquiditätsanreichernde Gegenoperationen am heimischen Geldmarkt. Werden die Dollarverkäufe und die expansiven Geldmarktgeschäfte gleichzeitig und in gleichem Gegenwert durchgeführt, bleibt deren monetärer Nettoimpuls gleich Null. Für derartige Kompensationen schienen die Wertpapierpensionsgeschäfte und Devisenswaps sehr hilfreich zu sein, denn die Bundesbank konnte mit diesen Instrumenten schnell und flexibel reagieren, mußte nicht damit rechnen, daß ihre Maßnahmen mit einer grundsätzlichen geldpolitischen Lockerung verwechselt wurden und konnte zudem die Mittelbereitstellung befristen, weil nicht auszuschließen war, daß sich die unerwünschten außenwirtschaftlichen Einflüsse alsbald wieder abschwächen oder in ihr Gegenteil verkehren. Als es im Frühjahr 1981 zu beträchtlichen Devisenzuflüssen – aufgrund von Interventionen im EWS – kam, verwendete die Bundesbank Devisenpensionsgeschäfte, um den Liquiditätseffekt zu neutralisieren. Aus dem gleichen Grund ließ sie die lange Zeit prolongierten Wertpapierpensionsgeschäfte auslaufen.

Man kann aber im Zweifel sein, ob geldmengenneutrale Devisenmarktinterventionen überhaupt eine ins Gewicht fallende Wirkung haben: Wenn die Bundesbank den Effekt der Interventionen auf die Geldmenge kompensiert, läuft sie Gefahr, den Erfolg ihrer Wechselkurspolitik abzuschwächen oder gar aufzuheben. Im Grunde genommen nimmt sie ja nur einen Portfoliotausch vor, z. B. Dollarforderungen gegen Forderungen in D-Mark. Dies läßt nur dann den Wechselkurs unverändert, wenn die Bundesbank damit gerade die Überschußnachfrage nach Dollaranlagen und das Überschußangebot von D-Mark-Anlagen im Markt ausgleicht. Sie kann damit aber kein anhaltendes Ungleichgewicht am Devisenmarkt ausgleichen, das durch höhere amerikanische Zinsen oder durch einen Vertrauensgewinn der amerikanischen Währung verursacht ist. Dies gilt um so mehr, je stärker die Märkte auf diese Interventionen mit Mißtrauen reagieren.

#### Klassische Politik als Alternative

Die Bundesbankpolitik anhand einzelner Maßnahmen zu beurteilen hieße, sie an der falschen Elle zu messen. Wichtig ist stets, den Nettoimpuls der Notenbankmaßnahmen – die Änderung der Zentralbankgeldmenge – im Auge zu behalten. Nur daran ist abzulesen, ob die Bundesbank einen expansiven oder restriktiven Kurs fährt<sup>6</sup>. Der monetäre Impuls ergibt sich allerdings erst als Saldo aller Operationen – unabhängig davon, ob sie am Geld-, Kapital- oder am Devisenmarkt stattfinden. Langfristig bestimmt die Bundesbank die monetäre Entwicklung, welches Instrument sie auch immer verwendet. Will sie jedoch den Verlauf der Zentralbankgeldmenge auch kurzfristig kontrollieren, muß sie sich flexibler, gut dosierbarer Instrumente bedienen, die zudem jederzeit einsetzbar sind. Die neue Offenmarktpolitik kommt diesen Anforderungen nach. Für die Deckung des langfristigen Grundbedarfs an Zentralbankgeld wäre es dagegen effizienter, das heißt mit geringeren Kosten verbunden, wenn die Bundesbank verstärkt die klassische Offenmarktpolitik verwenden würde<sup>7</sup>.

Dieser Archetypus der Offenmarktpolitik spielt im Konzept der Bundesbank – von gelegentlichen Ausnahmen abgesehen – keine große Rolle. Häufig wird als Begründung genannt, er löse am Kapitalmarkt erhebliche Zinsschwankungen aus. Wäre die Notenbank zum Beispiel gezwungen, Staatspapiere zu verkaufen, ließe der Angebotsdruck die Kurse am Markt für öffentli-

che Anleihen stark fallen. Diese These ist jedoch nicht stichhaltig. Abgesehen davon, daß monetäre Impulse stets den Kapitalmarkt tangieren, mit welchen Aktiva die Notenbank auch operiert, sind Wertpapierverkäufe in einer wachsenden Wirtschaft auch dann nicht notwendig, wenn eine restriktive Geldpolitik beabsichtigt ist. Diese bestünde schon darin, weniger Papiere als bisher zu kaufen – allein dadurch fiel die Zuwachsrate der Zentralbankgeldmenge.

Schwerwiegender erscheint der Einwand, die Bundesbank trüge, da Offenmarktkäufe nach klassischem Muster identisch mit einer direkten Finanzierung der Staatsschuld durch die Notenbank sind, in jedem Falle zur Inflation bei. Diese Folgerung ist jedoch nicht schlüssig. Nur dann, wenn Notenbankkredite an den Staat eine monetäre Expansion hervorrufen, die weit über dem Wachstum des Produktionspotentials liegt, tritt der gefürchtete Effekt ein. Kündigt die Notenbank dagegen ein potentialorientiertes Wachstum der Zentralbankgeldmenge an und hält sie es auch ein, behält sie auf lange Sicht den Geldwert im Griff – unabhängig davon, ob sie Forderungen an den Staat (zum Beispiel durch die klassische Offenmarktpolitik), an das Ausland (zum Beispiel durch Devisenkäufe) oder an die Privaten (zum Beispiel durch den Wechselrediskont) erwirbt.

Subtiler wirkt dagegen die These, die klassische Offenmarktpolitik könne die Autonomie der Bundesbank untergraben; denn finanzierte sie die Verschuldung des Staates direkt, weckte sie dessen Begehrlichkeit; ein wachsender Druck, steigende Defizite durch die Notenpresse zu finanzieren, müsse entstehen, dem sich die Bundesbank letztlich nicht entziehen könne. So gesehen, ließen sich Wertpapierkäufe auf Zeit als Ausweg verstehen: An die Stelle von Outright-Wertpapierkäufen treten Termingeschäfte – es käme nicht so leicht zu einem psychologischen Kurzschluß zwischen Geldschöpfung und Staatsfinanzierung. Auf Dauer gesehen müssen allerdings die Wertpapierpensionsgeschäfte ständig prolongiert und aufgestockt werden. Damit wären aber wachsende Transaktionskosten verbunden, ein Mangel, der jedoch auch anderen Instrumenten der Geldpolitik anhaftet: der Rediskontpolitik, weil sich der durchschnittliche Wechselbestand der Bundesbank alle zwei Monate erneuert; den Devisenreserven, weil sie vorwiegend aus (kurzfristigen) US-Schatzwechseln bestehen, graduell auch der klassischen Offenmarktpolitik, sofern dazu Staatspapiere mit der heute in der Bundesrepublik üblichen Laufzeit von sechs bis zehn Jahren verwendet werden. Ein Kompromiß wäre, die Fristen der Pensionsgeschäfte zu verlängern. Der Unterschied zur klassischen Offenmarktpolitik wäre dann rein formaler Natur.

<sup>6</sup> Das Indikatorproblem soll in diesem Zusammenhang einmal ausgeklammert sein.

<sup>7</sup> Dies gilt auch deswegen, weil die Senkung der Mindestreservesätze als Geldquelle spätestens dann erschöpft ist, wenn Notenbankguthaben auf den Stand abgeschmolzen sind, den die Banken ohnehin halten würden.