

Schröder, Wolfgang

Article — Digitized Version

Flexibilisierung des Lombardsatzes?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Schröder, Wolfgang (1991) : Flexibilisierung des Lombardsatzes?,
Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 71, Iss. 2, pp. 93-97

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/136728>

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.

Wolfgang Schröder

Flexibilisierung des Lombardsatzes?

Seit Mitte 1990 oszilliert der Zins für Tagesgeld auf dem deutschen Geldmarkt um den Lombardsatz. Der Lombardkredit hat damit seine Rolle als teuerster Spitzenausgleich für temporäre Liquiditätseingänge verloren und wird zunehmend in Anspruch genommen. Sollte die Bundesbank angesichts dieser Situation dem Beispiel anderer Notenbanken folgen und zu einer automatischen Anpassung der Notenbankzinsen an die Geldmärkte übergehen?

Die gegenwärtige Diskussion in der Bundesrepublik über eine Flexibilisierung des Lombardsatzes hat neben einer aktuellen, steuerungstechnischen Dimension eine strategische Dimension, die das Zusammenspiel von Zins- und Geldmengensteuerung einerseits und von Regelbindung und diskretionärer Steuerung andererseits betrifft. Die letzte Frage wurde im Anschluß an die „monetaristische Revolution“ eindeutig zugunsten der Regelbindung an ein Geldmengenziel entschieden. Trotz einiger Schwächen dieses Konzepts, die nach und nach auch von seinen Befürwortern eingeräumt wurden, und einer dementsprechend differenzierten Beurteilung seines Nutzens, gilt das Geldmengenziel nach wie vor als die überlegene Wahl.

Eng verknüpft mit dieser strategischen Wahl ist die Wahl der geldpolitischen Instrumente, vor allem in bezug auf den Einsatz der Mengen- und Zinssteuerung. Das monetaristische Konzept befürwortete eine strikte Mengensteuerung der – von der Zentralbank zu kontrollierenden – Geldbasis. Die unvermeidbar auftretenden Schwankungen des Bedarfs an Basisgeld um den anzusteuernden Wachstumspfad würden automatisch zu Zinsänderungen führen, die den Abweichungen vom Zielpfad entgegenwirkten und so für eine zielgerechte monetäre Expansion sorgten.

In der Bundesrepublik wurde – anders als zum Beispiel in den USA¹ – nie versucht, eine strikte Mengensteuerung zu verwirklichen. Statt dessen wurde die Zinssteuerung

komplementär eingesetzt, um funktionslose Schwankungen der einen oder der anderen Größe zu vermeiden und eine stetige Entwicklung zu erreichen.

Die gegenwärtige Diskussion um eine Flexibilisierung² des Lombardsatzes dreht sich um dessen Bindung an den aktuellen Satz für Wertpapierpensionsgeschäfte. Bei einem solchen Verfahren würde mit dem marginalen Zuteilungssatz bei einem Zinstender oder mit dem Festzinsatz eines Mengentenders gleichzeitig der (höhere) Lombardsatz bestimmt, wobei die Differenz feststünde (z. B. 0,5 Prozentpunkte).

Gleichzeitig wird damit erneut die Frage aufgeworfen, ob sich die Geldpolitik mehr an einer trendorientierten Geldmengensteuerung orientieren sollte und dem Markt einen größeren Einfluß auf die Zinsentwicklung am Tagesgeldmarkt überlassen sollte oder ob die Zins- und Mengensteuerung weiterhin als gleichrangig zur Beeinflussung der monetären Prozesse eingesetzt werden sollten³.

Entsprechend müssen bei einer Entscheidung über eine Flexibilisierung des Lombardsatzes zwei Stoßrich-

¹ Der Versuch der amerikanischen Zentralbank, das zur Verfügung gestellte Zentralbankgeld einer strikten quantitativen Begrenzung zu unterwerfen, hat dazu geführt, die Anpassung auf andere wirtschaftliche Größen zu verlagern und hat damit dort einen sehr hohen Anpassungsdruck erzeugt. Sehr starke Fluktuationen der Zinsen und – in ihrem Gefolge – des Dollarkurses waren die unerwünschte Folge dieser Steuerungstechnik. Sie wurde daraufhin nach einiger Zeit aufgegeben, um den monetären Märkten zu größerer Stetigkeit zu verhelfen.

² Das Stichwort „Flexibilisierung“ bringt dieses automatische, regelgebundene Verfahren vielleicht nicht ganz auf den Begriff. Dennoch soll hier dieser eingeführten Begriffsbildung gefolgt werden.

³ Vgl. zu den unterschiedlichen Positionen der instrumentellen Handhabung der Geldpolitik z. B. N. Kloten: Die Steuerung des Geldmarktes als Reflex monetärer Konzeptionen, in: W. Filc, L. Hübl, R. Pohl (Hrsg.): Herausforderungen der Wirtschaftspolitik, Festschrift für Claus Köhler, Berlin 1988, S. 192 f.

Dr. Wolfgang Schröder, 43, ist Mitarbeiter der Landeszentralbank in Berlin. Der Autor vertritt in diesem Artikel seine persönliche Meinung.

tungen unterschieden werden: Zum einen kann die Technik der geldpolitischen Steuerung ansonsten im wesentlichen unverändert bleiben und lediglich die automatische Anpassung des Lombardsatzes an Änderungen des marginalen Zuteilungssatzes für Wertpapierpensionsgeschäfte vorgenommen werden. Zum anderen kann damit der Gedanke verknüpft werden, den diskretionären Einfluß der Geldpolitik auf die Entwicklung am Geldmarkt zurückzunehmen zugunsten eines stärkeren Markteinflusses, der über Zinstender wirksam werden soll. Das hieße, die Geldpolitik ausgeprägter über Geldmengenvorgaben zu steuern und weniger über die von der Bundesbank zu kontrollierenden Zinsen.

In beiden Fällen würde mit einer solchen Flexibilisierung eine „Lombardfalle“⁴ vermieden, wie sie die deutsche Geldpolitik zuletzt seit Mitte 1990 begleitet hat. Seither oszillierte der Tagesgeldsatz und auch der Zuteilungssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte um den Lombardsatz. Dadurch wurden die Kreditinstitute weitgehend indifferent zwischen den Refinanzierungsalternativen Lombardkredite und Wertpapierpensionsgeschäfte, und die Lombardentnahmen stiegen von weniger als einer Mrd. DM im Tagesdurchschnitt des ersten Halbjahres 1990 auf über fünf Mrd. DM in den Monaten Juli bis Oktober 1990. Eine Flexibilität des Tagesgeldsatzes nach oben war unter diesen Bedingungen nicht mehr gegeben.

Die seit dem Frühjahr 1985 verfolgte Politik einer flexiblen Steuerung des Tagesgeldsatzes in einem Korridor zwischen dem Abgabesatz für Schatzwechsel als Untergrenze und dem Lombardsatz als Obergrenze ließ sich unter diesen Bedingungen nicht mehr fortführen. Ein Steigen des Tagesgeldsatzes als Reaktion auf kurzfristige Anspannungen am Geldmarkt war kaum mehr möglich, so daß ein Teil des Signal- und Sanktionssystems der deutschen Geldpolitik außer Kraft gesetzt war. Es stand der Bundesbank – anders als zuvor – auch nicht mehr offen, die kurzfristige Linie der Geldpolitik z. B. mit Hilfe einer erhöhten Anspannung am Geldmarkt zu signalisieren: Differenzen zwischen der aktiven Bereitstellung von Zentralbankgeld (durch die Rediskontierung von Wechseln, durch Wertpapierpensionsgeschäfte oder durch Feinsteuerungsmaßnahmen) auf der einen Seite und einem größeren Bedarf an Zentralbankgeld auf der anderen Seite führten kaum mehr zu Zinssteigerungen am Geldmarkt, sondern lediglich zu erhöhten Lombardentnahmen.

⁴ Börsenzeitung vom 1. November 1990.

⁵ Dies war für die Schweizerische Nationalbank das entscheidende Argument für die Koppelung ihres Lombardsatzes an den Tagesgeldsatz, und zwar zunächst mit einem Aufschlag von 1 Prozentpunkt und seit Dezember 1989 von 2 Prozentpunkten auf den Durchschnitt der Tagesgeldsätze der beiden vorangegangenen Tage.

Ein eindeutiger Vorteil der Flexibilisierung des Lombardsatzes liegt darin, die Rolle des Lombardkredits als teuerstem Spitzenausgleich für temporäre Liquiditätsengpässe zu unterstreichen⁵. Der Lombardsatz bliebe bei dieser Regelung in jedem Fall oberhalb anderer Refinanzierungssätze. Damit könnte sich der Tagesgeldsatz wieder freier als bisher bewegen, wobei überdies die Obergrenze variabel wäre.

Wenn sich – bei einem Verzicht auf Flexibilisierung – der Lombardsatz nicht mehr vom Satz für die Wertpapierpensionsgeschäfte unterscheidet, verliert die Liquiditätssteuerung, d. h. die Mengenbeschränkung für die Bereitstellung von Zentralbankgeld, entscheidend an Wirkung. Das Geschäftsbankensystem kann das Kredit- und Einlagenvolumen mit Hilfe zusätzlicher Lombardentnahmen ausweiten, ohne auf eine Liquiditätsschranke oder auf steigende marginale Refinanzierungskosten zu stoßen, solange keine dezidierten geldpolitischen Gegenmaßnahmen erfolgen. Die Einführung eines flexiblen Lombardsatzes würde dagegen zumindest das automatische Sanktionssystem mit der Möglichkeit automatisch steigender Refinanzierungssätze reaktivieren.

Die Signalfunktion variierender marginaler Refinanzierungskosten muß genauer betrachtet werden: Ein einfaches Modell mit einem geldpolitisch festgelegten Wachstumspfad für die Geldmenge und faktischen Abirungen von diesem zielgerechten „Tugendpfad“ reicht zur Beurteilung der Signalfunktion nicht aus. Die Entwicklung der Geldmenge in den verschiedenen Abgrenzungen und die Zinsentwicklung besonders am Tagesgeldmarkt sind gleichermaßen marktbestimmten wie geldpolitischen und sonstigen Einflüssen unterworfen. Zu den marktbestimmten und sonstigen Einflüssen zählen zum Beispiel saisonale Schwankungen des Bargeld- und Liquiditätsbedarfs im monatlichen und im jahreszeitlichen Verlauf, Einflüsse vom Devisenmarkt, von den Überweisungszeiten (Float) im Zahlungsverkehr und durch Transaktionen des privaten Sektors mit den Kassen von Bund und Ländern.

Mindestreservpolitik

Eine weitere, institutionell vorgegebene Bestimmungsgröße der Nachfrage nach Zentralbankgeld ist die Mindestreservpflicht. Sie erschwert die geldpolitische Nutzung von Marktreaktionen am Markt für Tagesgeld. Das Mindestreservesoll wird durch die Einlagenhöhe während eines Kalendermonats bestimmt. Zwei Wochen nach dem Beginn dieser Ermittlungsperiode für das Mindestreservesoll beginnt die Erfüllungsperiode. Durch diese Überlappung haben die Kreditinstitute in der zweiten Hälfte der Erfüllungsperiode keine Möglichkeit, das

Mindestreservesoll zu ändern und etwa auf eine mengenmäßige Verknappung des Zentralbankgeldes durch eine Einwirkung auf die mindestreservspflichtigen Einlagen zu reagieren. Kurzfristig ist dieser wesentliche Teil des Zentralbankgeldbedarfs der Kreditinstitute nicht durch ihr eigenes Verhalten zu beeinflussen. Das heißt für die Bundesbank zum einen, daß sie eine monetäre Restriktionspolitik nicht mit einer mengenmäßigen Beschränkung des Zentralbankgeldes einleiten und durchsetzen kann und zum anderen, daß sie den Kreditinstituten das kurzfristig benötigte Zentralbankgeld bereitstellen muß, um ihnen die Erfüllung der Mindestreservpflicht zu ermöglichen.

Eine andere Regelung der Mindestreserve oder auch ein Verzicht auf dieses Instrument würde den geldpolitischen Bremsweg nicht im monetaristischen Sinne verkürzen und ebenfalls keine Beschränkung der Geldpolitik auf die Mengensteuerung erlauben. Um geldpolitisch wirksam steuern zu können, muß erstens das Geschäftsbankensystem vom Zentralbankgeld abhängig bleiben. Dann hängt zweitens auch der Zahlungsverkehr von der Versorgung mit Zentralbankgeld ab. Auf eine Verringerung der Expansion des Zentralbankgeldes muß sich die gesamte Wirtschaft durch ein gedrosseltes Kredit- und Einlagenwachstum einstellen können. Dieser Prozeß braucht Zeit, wenn unnötige Friktionen mit realwirtschaftlichen Kosten vermieden werden sollen. Er wird erleichtert durch die Kombination von Zinssignalen, auf die vor allem die Nichtbanken ansprechen, mit liquiditätspolitischen Signalen, die vor allem von den Kreditinstituten aufgenommen werden⁶.

Die Kreditinstitute können bei tagesaktuellen geschäftspolitischen Entscheidungen nicht unterscheiden, worin die Ursachen für Anspannungen und Auflockerungen am Geldmarkt liegen. Es wäre nicht gerechtfertigt, beobachtete Fluktuationen am Geldmarkt ausschließlich mit einer nicht zielgerechten Expansion des Einlagen- und Kreditvolumens zu erklären und eine entsprechende Verhaltensänderung daraus abzuleiten. Die Marktteilnehmer können auch erst im nachhinein erkennen, ob ihre Einlagen- und Kreditexpansion etwa ihren eigenen Marktanteil erhöht habe oder ob dieser Teil einer gesamtwirtschaftlich zu starken monetären Expansion sei. Darüber hinaus können sie nicht von sich aus zwischen Änderungen des Tagesgeldsatzes, die zufallsbedingt sind und sich wieder zurückbilden und den relevanten, dauerhaften Änderungen unterscheiden, die aus Abweichungen der monetären Expansion vom geldpolitischen Zielpfad resultieren. Diese Einschätzung muß die Geldpolitik

leisten und dem Markt eine entsprechende Führung geben. Daraus entsteht die paradoxe Situation, daß eine Befolgung der Geldmengenregel die diskretionäre Steuerung des Marktes für Zentralbankgeld verlangt, weil anders die Vermittlung zwischen täglichen Schwankungen und mittelfristiger Stetigkeit der monetären Entwicklung nicht zu verwirklichen ist.

Es steht der Bundesbank überdies frei, mit ihren liquiditätspolitischen Instrumenten unerwünschten Liquiditäts- und Zinsschwankungen am Tagesgeldmarkt entgegenzuwirken. Diese Fähigkeit hat die Bundesbank häufig eingesetzt, um gezielt eine Anspannung oder Lockerung zu erzeugen und behutsam auf eine expansivere oder restriktivere Linie der Geldpolitik hinzuarbeiten. Wenn sie sich (im Sinne der beiden oben genannten Alternativen) mit der Flexibilisierung gleichzeitig für eine stärker trendorientierte Geldmengensteuerung und damit für eine Verringerung der liquiditätspolitischen Feinsteuerung entscheiden würde, dann würde der D-Mark-Geldmarkt wegen der Zufallsschwankungen weniger verhaltenssteuernde Signale vermitteln als bei einer Fortsetzung der bisherigen Steuerung.

Höheres Zinsrisiko

Falls mit einer Flexibilisierung gleichzeitig der Übergang zu einer stärker trendorientierten Geldmengensteuerung verbunden sein sollte, würde die geldpolitische Verantwortung in Richtung auf die Bereitstellung der Zentralbankgeldmenge verengt. Dies würde den Anpassungsdruck, der aus den vielfältigen Ursachen für Schwankungen des Zentralbankgeldbedarfs resultiert, stärker auf die Zinsen verlagern. Mit der daraus folgenden Volatilität der Tagesgeldzinsen nähme auch die der Geldmarktzinsen für längere Fristen zu. Dies wirkte sich – wenn auch abgeschwächt – auf die gesamte Zinsstruktur aus. Unsicherheit über den Zins am Tagesgeldmarkt übertrüge sich auf die anderen Geld-, Kapital- und Kreditmärkte. Auf Unsicherheit wird am Markt mit Risikoaufschlägen und mit Absicherungsmaßnahmen reagiert. Das heißt, bei einem gleichen durchschnittlichen Niveau der Zinssätze, aber höherem Zinsrisiko, reagierte der Markt mit einer Erhöhung der Zinsmargen und einer Erhöhung von Finanzierungskosten für die Wirtschaft. Die reale Aktivität der Wirtschaft wird also bei gleichem Geldmarktzinsniveau durch ein höheres Zinsrisiko abgebremst.

Eine entscheidende Wirkung entfaltet die Flexibilisierung des Lombardsatzes auch bei einer sonst unveränderten Steuerungstechnik durch die erhöhte Unsicherheit der marginalen Refinanzierungskosten für die Kreditinstitute. Der Lombard- und der Diskontsatz wurden bis-

⁶ Claus Köhler: Geldwirtschaft, Dritter Band, Wirtschaftspolitische Ziele und wirtschaftspolitische Strategien, Berlin 1983, S. 173 ff.

lang nicht häufig verändert. Sie gehören zu den Mitteln der geldpolitischen Grobsteuerung. Häufiger änderte sich dagegen der Zuteilungssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte. Würde der Lombardsatz mit einem bestimmten Aufschlag an diesen Satz gebunden, veränderte er sich mit gleicher Häufigkeit und um die gleichen Prozentpunkte. Er erhielte bei einem Zinstender die gleiche Marktnähe wie der marginale Zuteilungssatz und bei einem Mengentender würde er gleichzeitig mit dem dazugehörigen Festzins festgelegt.

Um die geldpolitische Bedeutung einer so gearteten Flexibilisierung des Lombardsatzes einzuschätzen, muß die Wirkung dieses Schrittes auf den Tagesgeldmarkt bewertet werden. Dabei sind empirische und grundsätzliche Argumente abzuwägen.

Die weitgehend positiven Erfahrungen anderer Notenbanken (z. B. der Schweiz, Kanadas, Belgiens und Frankreichs) mit flexiblen, sich automatisch anpassenden Notenbankzinsen, sind nur eingeschränkt auf die deutsche Geldpolitik übertragbar, weil ihre Währungen – anders als die D-Mark – keine dominierende internationale Rolle spielen, sondern im Gegenteil mit einer dominierenden Währung in enger Beziehung stehen. Die kanadische Notenbank hat ihre Notenbankzinsen an Marktbewegungen gekoppelt, um ohne einen geldpolitischen Entscheidungs-Lag der Entwicklung in den USA folgen zu können und Friktionen zu vermeiden, die aus einer verzögerten Zinsanpassung folgen würden. Die D-Mark setzt ihrerseits die Maßstäbe im Europäischen Währungssystem (und für andere nicht formell an die D-Mark gebundene Währungen wie den Österreichischen Schilling). Dieser Ankerfunktion wurde sie durch eine Geldpolitik der ruhigen Hand gerecht, mit der eine Kombination von stetiger Liquiditäts- und Zinsentwicklung verwirklicht wurde.

Dementsprechend hielten sich bisher die Fluktuationen der Geldmarktzinsen in engen Grenzen. Dies schützt die Teilnehmer am Geldmarkt vor Überraschungen und bremst vom Geldmarkt ausgehende Störungen anderer Finanzmärkte, vor allem des Devisenmarktes. Diese stetige Entwicklung hing auch mit dem engen und relativ stabilen Korridor zusammen, den der Abgabesatz für Schatzwechsel und der Lombardsatz bildeten. Die Frage ist, ob sich diese geldpolitisch erwünschte Stetigkeit bruchlos in die Zukunft fortsetzen wird. Die Flexibilisierung des Lombardsatzes setzt veränderte Bedingungen, weil die Obergrenze des Korridors für Tagesgeldzinsen stärker fluktuieren wird und sich vermutlich außerdem das Bietverhalten bei Zinstendern verändern wird.

Um zu einem optimalen Gebot bei Zinstendern zu gelangen, müssen die Kreditinstitute ihren individuellen Zentralbankgeldbedarf und die Geldmarktentwicklung

während der Zuteilungsperiode abschätzen. Ist der Lombardsatz flexibel, so kann er sich während der Zuteilungsperiode für ein Wertpapierpensionsgeschäft stärker vom jeweiligen Zuteilungssatz entfernen und damit die Obergrenze für den Tagesgeldsatz verschieben. Dadurch werden Wertpapierpensionsgeschäfte gegenüber einer Refinanzierung am Tagesgeldmarkt attraktiver. Sie bieten Zentralbankgeld für rund einen oder zwei Monate zu einem festen Zins. Einer Kernaussage der klassischen Portfoliotheorie folgend, wären die Kreditinstitute bereit, gleichsam als Prämie für die Versicherung gegen die größere Schwankungsbreite des Tagesgeldsatzes, einen höheren Zinssatz für die gleiche Menge Zentralbankgeld zu bieten. Diese Aussage gilt unabhängig davon, ob eher steigende, fallende oder gleichbleibende Zinssätze erwartet werden. Bei gleichem Zuteilungsvolumen wird sich demnach bei Zinstendern mit der Flexibilisierung ein höherer marginaler Zuteilungssatz und damit ein höherer Lombardsatz einstellen. Nach meiner Auffassung werden sich die Kreditinstitute jedoch nur in einer Richtung, nämlich in der steigender Zinsen, absichern. Sie werden sich kaum mit einer vier bis acht Wochen festen Zinsbindung gegen möglicherweise sinkende Refinanzierungskosten „schützen“ wollen. Denkbar ist lediglich ein stärkeres Interesse an Wertpapierpensionsgeschäften, um trotz tendenziell sinkender Zinsen in einer Art Arbitrage Kredite mit kongruenter Laufzeit zu refinanzieren.

Einfluß von Erwartungen

Diese isolierten Betrachtungen des Risikos müssen ergänzt werden um die des Einflusses von Zinserwartungen auf das Bietverhalten. Die Erwartung steigender (oder sinkender) Tagesgeldzinsen impliziert die Erwartung steigender (bzw. sinkender) Zinsgebote und damit eines steigenden (bzw. sinkenden) Lombardsatzes. Einen vorläufigen Schutz gegen das erwartete Steigen der Tagesgeldzinsen bietet wiederum der Abschluß ein- oder zweimonatiger Wertpapierpensionsgeschäfte. Mit einem bestimmten Gebotszins werden die Kreditinstitute höhere Liquiditätsmengen verbinden oder für gleiche Gebotsmengen höhere Zinsen bieten als bei einem festen Lombardsatz. Das Umgekehrte gilt bei erwarteten Zinssenkungen. Eine Flexibilisierung des Lombardsatzes wird durch den Zinserwartungseffekt den Prozeß der Zinsänderung beschleunigen.

Beide Effekte: der der Verunsicherung über die marginalen Refinanzierungskosten und der der Beschleunigung von Zinsänderungen, können bewußt in den Dienst der Geldpolitik gestellt werden. So kann die Verunsicherung als Zusatzbremse der monetären Expansion (ähnlich dem „Sonderlombard“ früherer Zeiten) im Rahmen einer restriktiven Politik eingesetzt werden um – kombi-

niert mit Mengentendern – Zinssteigerungen zu einem kleinen Teil zu ersetzen. Die Flexibilisierung kann so die Durchsetzung und Implementierung einer restriktiven Geldpolitik erleichtern; für eine expansive Ausrichtung der Geldpolitik spielt dies keine nennenswerte Rolle.

Die wirtschaftspolitischen Widerstände gegen eine restriktivere deutsche Geldpolitik sind im europäischen Einigungsprozeß und bei nachlassender Konjunktur besonders groß. Sie werden aber bei einer regelgebundenen Bestimmung des Lombardsatzes nicht abnehmen, weil Zinserhöhungen am Tagesgeldmarkt auch dann nur scheinbar durch Marktvorgänge ausgelöst werden, das heißt konkret durch eine übermäßige Nachfrage des Geschäftsbankensystems nach Zentralbankgeld zur Refinanzierung einer über das Geldmengenziel hinauschießenden Kredit- und Einlagenexpansion. Die Bundesbank hätte es auch bei einem regelgebundenen Lombardsatz weitgehend in der Hand, die Verhältnisse am Tagesgeldmarkt zu steuern und unerwünschten Vorgängen entgegenzuwirken.

Die Signalwirkung eines steigenden Lombardsatzes unterscheidet sich nach dessen Flexibilisierung von der jetzigen Situation lediglich durch die voraussehbar kleineren Schritte der Änderungen, die die Signale auslösen. Sie wird noch zusätzlich vermindert, falls die Richtung der Änderungen häufiger variiert. Pro Zeiteinheit können allerdings größere Schwünge bei einem flexiblen Lombardsatz auftreten, deren Signalwirkung sich kumulieren wird. Die geldpolitische Entscheidung für oder gegen einen flexiblen Lombard muß diese leichten Veränderungen der Signaleigenschaften berücksichtigen. Allerdings erhöht ein flexibler Lombard die Handlungsalternativen: Je nach der gewünschten Signalwirkung kann entweder die automatische Anpassung des Lombardsatzes an sich langsam veränderte Zuteilungssätze der Wertpapierpensionengeschäfte gewählt werden oder die Anpassung an den geldpolitisch fixierten Festzinssatz eines Mengentenders, der deutlich über oder unter den bisherigen Sätzen liegt.

Eine Flexibilisierung des Lombardsatzes bedeutete auch eine Flexibilisierung des Abstandes zwischen Diskont- und Lombardsatz. Wenn dieser Abstand bestimmte Grenzen überschreitet, wird auch der Diskontsatz in den Sog der Lombardsatzbewegungen einbezogen. Die Rediskontierung von Wechseln bietet die weitaus günstigste Refinanzierungsquelle. Mit wachsendem Abstand zu anderen Alternativen wird der Subventionscharakter des Rediskontkredits größer. Deshalb sollte sich der Lombardsatz nicht zu weit vom Diskontsatz entfernen; oder anders gewendet: wenn sich der Lombardsatz eine Zeitlang in eine Richtung verändert hat, muß eine Änderung

des Diskontsatzes erwogen werden. Dies könnte ebenfalls regelgebunden erfolgen, indem die Differenz zwischen Diskont- und Lombardsatz fixiert wird oder indem der Diskontsatz wie bisher durch eine diskretionäre Entscheidung des Zentralbankrats festgelegt wird.

Gewichtsverlagerung

Unabhängig von der Frage der optimalen geldpolitischen Steuerung ergäbe sich auf der institutioneilen Ebene durch eine automatische Anpassung des Lombardsatzes eine Gewichtsverlagerung vom Zentralbankrat zum Direktorium der Deutschen Bundesbank: Nur bei einem Mengentender bestimmte der Zentralbankrat ex ante den Festzins und damit auch den Lombardsatz. Bei einem Zinstender ginge der entscheidende Einfluß auf den Zuteilungssatz auf das Direktorium über, weil die konkrete mengenmäßige Zuteilung der Wertpapierpensionengeschäfte nach der jeweils aktuellen Lage am Geldmarkt erfolgen muß, der Zentralbankrat aber nur vierzehntäglich tagt.

Mit einer Flexibilisierung des Lombardsatzes würde die Bundesbank jedoch generell auf einen Teil der Zinsführerschaft verzichten, weil der Lombardsatz im „Normalfall“ eines Zinstenders nur noch indirekt durch den marginalen Zuteilungssatz bestimmt würde. Aber auch in bezug auf die Zinsführerschaft lassen sich mit den Mitteln der Liquiditätssteuerung und mit der Wahl der Tenderform die geldpolitisch gewünschten Signale setzen, wenn auch in einer weniger direkten Weise als bisher.

Schon einmal hatte die Bundesbank gehofft, unerwünschte Signalwirkungen ihrer Maßnahmen am Geldmarkt vermeiden zu können: als Anfang 1985 die flexible Geldmarktsteuerung eingeführt wurde. Die Wertpapierpensionengeschäfte wurden danach reichlich dotiert, so daß die Inanspruchnahme des Lombardkredits bis auf technisch bedingte Restbeträge zurückging und sich der Tagesgeldsatz nach unten vom Lombardsatz löste. Dadurch gewannen die Wertpapierpensionengeschäfte jedoch so sehr an Gewicht, daß ihr Zuteilungssatz als wichtigster aktueller Notenbankzins erkannt und entsprechend beachtet wurde. An die Stelle der geplanten lautlosen Steuerung trat die Signalwirkung dieses Zinses und an die Stelle einer leichtfüßigen Anpassung dieses Satzes dessen Unbeweglichkeit. Mit einer Flexibilisierung des Lombardsatzes würde das Gewicht des Zuteilungssatzes für Wertpapierpensionengeschäfte weiter zunehmen; und wenn man die Erfahrung aus der Zeit nach 1985 auf die Gegenwart überträgt, muß man vermuten, daß die Flexibilisierung nicht zu neuer Beweglichkeit, sondern womöglich zu neuer Starrheit der Geldpolitik beitragen könnte.