

# Volks- wirtschaftslehre

Grundstudium

## Das Federal Reserve System

Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel, Nürnberg / Prof. Dr. Franz Seitz, Weiden

Seit dem Start der Europäischen Währungsunion konzentriert sich das geldpolitische Augenmerk weltweit auf zwei Zentralbanken: das Eurosystem und das Federal Reserve System (Fed). Um europäische und amerikanische Geldpolitik besser miteinander vergleichen zu können, werden hier Organisation, Strategie und Instrumentarium des Fed vorgestellt.

### I. Aufbau und Entscheidungsstruktur

Das **Federal Reserve System** wurde 1913 gegründet. Es besteht aus dem Board of Governors und zwölf regionalen Federal Reserve Banks (FRBs). Bis zum Jahre 1935 lag der maßgebliche Einfluss bei den FRBs. Das entscheidende geldpolitische Instrument zur damaligen Zeit, der Diskontsatz, wurde von jeder FRB selbstständig festgesetzt. In den 20er Jahren wurde das Instrument der Offenmarktpolitik „entdeckt“, von den einzelnen FRBs aber unterschiedlich intensiv genutzt. 1933 wurde zwar das Federal Open Market Committee (FOMC) gegründet. Es konnte aber nur Empfehlungen geben. Die letzte Entscheidung trafen die einzelnen FRBs.

#### Das FOMC

Um die Geldpolitik zu vereinheitlichen und gesamtstaatlich auszurichten, kam es 1935 zu einer grundlegenden Reform des Fed. Die Offenmarktpolitik wurde nun in die Verantwortung des FOMC gelegt und der Einfluss der FRBs im FOMC wurde beschnitten, so dass nun die Mitglieder des Board of Governors die Mehrheit hatten. Dem FOMC gehören die sieben Mitglieder des Board of Governors (etwa vergleichbar mit den Mitgliedern des Direktoriums der EZB; zum Eurosystem im Einzelnen siehe Görgens et al. 2001; zu einem Vergleich des Eurosystems mit dem Fed siehe Ruckriegel/Seitz 2002b) und der Präsident der FRB von New York als ständige Mitglieder an. Der Präsident der FRB von New York gehört dem FOMC deshalb als ständiges Mitglied an, weil bis auf die Diskontpolitik nur die Federal Reserve Bank of New York verantwortlich für die Durchführung der geldpolitischen Operationen des Fed (Offenmarktgeschäfte, ggf. Devisenmarktinterventionen) ist. Von den restlichen elf Präsidenten der FRBs haben nur jeweils vier Stimmrecht, wobei ein Wechsel in jährlichem Rhythmus erfolgt. Unbeschadet der Frage des Stimmrechtes nehmen aber alle Präsidenten der FRBs an den im sechswöchigen Turnus stattfindenden Sitzungen und Diskussionen des FOMC teil und informieren insbesondere jeweils über die wirtschaftliche Situation in ihren Distrikten. Diese regionalen Wirtschaftsanalysen werden nach den Sitzungen auch veröffentlicht (sog. **Beige Book**). Das Fed publiziert darüber hinaus im Gegensatz zur EZB auch die Protokolle der FOMC-Sitzungen.

#### Der Board of Governor

Die Mitglieder des Board of Governors werden vom Präsidenten der Vereinigten Staaten ernannt und vom Senat bestätigt. Eine volle Amtszeit beträgt 14 Jahre (zu den Einzelheiten siehe Ruckriegel/Seitz 2002b). Die Gouverneure müssen aus unterschiedlichen Federal Reserve Distrikten (regionale Zuständigkeitsbereiche der einzelnen FRBs) stammen, damit einzelne Regionen nicht überrepräsentiert sind. Auch der Vorsitzende des Board of Governors (Chairman of the Board of Governors) und der stellvertretende Vorsitzende (Vice Chairman) werden vom Präsidenten der Vereinigten Staaten ernannt und vom Senat bestätigt. Sie haben eine **Amtsdauer von 4 Jahren**. Die Kandidaten für diese Positionen müssen entweder bereits dem Board angehören oder gleichzeitig als Governors berufen werden.

#### Die Federal Reserve Banks

Die zwölf Federal Reserve Banks sind jeweils für einen bestimmten Distrikt zuständig. Ursprünglich wiesen die zwölf Distrikte jeweils ein Bruttoinlandsprodukt in etwa derselben Größenordnung auf. Die Distrikte waren nicht zwangsläufig identisch mit Staats-

grenzen. Die jeweiligen Sitze der FRBs in den einzelnen Distrikten wurden nach der politischen bzw. wirtschaftlichen Bedeutung der einzelnen Städte vergeben. Seit Gründung des Fed haben sich allerdings die einzelnen Distrikte wirtschaftlich unterschiedlich entwickelt. Die Präsidenten der FRBs werden von den Direktoren der FRBs auf fünf Jahre ernannt. Hierzu bedarf es allerdings der Zustimmung durch das Board of Governors. Jede FRB hat neun Direktoren, wovon sechs von den Mitgliedsbanken, die formal Eigentümer der FRBs sind, gewählt und drei vom Board of Governors ernannt werden. Von den sechs von den Mitgliedsbanken gewählten Direktoren stammen drei aus dem Bankenbereich und drei aus dem Nichtbankenbereich. Die FRBs wickeln das operative Geschäft des Fed ab, wobei Offenmarktoperationen (und ggf. Devisenmarktinterventionen) nur von der Federal Reserve Bank of New York durchgeführt werden. Die FRBs analysieren und berichten über die regionale Wirtschaftsentwicklung und erläutern in ihrem Distrikt den Kurs der Geldpolitik. Ihre Präsidenten und die Forschungsabteilungen der FRBs tragen maßgeblich mit zur geldpolitischen Willensbildung bei.

**Frage 1:** Wie ist das Fed aufgebaut und wie setzt sich das entscheidende geldpolitische Entscheidungsgremium, das Federal Open Market Committee zusammen?

## II. Hauptaufgaben und Stellung

### Multiple Ziele

Dem Fed sind **gleichberechtigt mehrere Ziele** vorgegeben, wobei diese Ziele erst 1977 explizit in den Federal Reserve Act aufgenommen wurden. Im Federal Reserve Act heißt es dazu in Abschnitt 2A.1: „The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the country's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of **maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates.**“ Allerdings sind die Ziele „stable prices“ und „moderate long-term interest rates“ nicht unabhängig voneinander, da die nominalen Zinssätze eine Inflationsprämie enthalten. Preisniveaustabilität ist somit auch mit niedrigen Nominalzinssätzen verbunden (vgl. hierzu auch Judd/Rudebusch 2002, S. 344 und Görgens/Ruckriegel 2002, Kapitel X.1.). Das Fed hat kein Ziel näher spezifiziert.

### Kongress und Unabhängigkeit

Die **Unabhängigkeit des Fed** steht rechtlich auf einer schwachen Basis. Eine klare Rechtsgrundlage für die Unabhängigkeit existiert nicht. Vielmehr beruht die Unabhängigkeit nur auf dem Berufungsverfahren der Mitglieder des Board of Governors (zeitlich versetzte Berufung der einzelnen Mitglieder durch den jeweiligen US-Präsidenten nach Zustimmung durch den Senat, lange Vertragslaufzeiten) und dem der Präsidenten der FRBs (Berufung durch die Direktoren einer FRB nach Zustimmung des Board of Governors) sowie der finanziellen Unabhängigkeit des Fed vom Kongress (vgl. Federal Reserve Bank of San Francisco 2002, S. 308).

„The Federal Reserve System is considered to be an independent central bank. It is so, however, only in the sense that its decisions do not have to be ratified by the President or anyone else in the executive branch of government. The entire System is subject to oversight by the U.S. Congress because the Constitution gives to Congress the power to coin money and set its value — a power that, in the 1913 act, Congress itself delegated to the Federal Reserve. The Federal Reserve must work within the framework of the overall objectives of economic and financial policy established by the government, and thus the description of the System as 'independent within the government' is more accurate.“ (Board of Governors 1994, S. 3). Für das Fed besteht somit stets die Gefahr, dass der Kongress die rechtliche Grundlage nach seinen Vorstellungen ändert, ggf. das Fed also stärker an die Leine nimmt. Die Tatsache, dass die Unabhängigkeit des Fed rechtlich auf schwachen Füßen steht, kann in Verbindung mit den Mehrfachzielen der Geldpolitik in kritischen Phasen **Probleme für eine effektive und glaubwürdige Geldpolitik des Fed** schaffen.

**Frage 2:** Welche Hauptziele sind dem Fed vorgegeben?

## III. Geldpolitische Strategi

Die geldpolitische Strategie bildet das konzeptionelle Gerüst für die laufende Geldpolitik. Der Einsatz einer geldpolitischen Strategie empfiehlt sich wegen der unvollständigen Kenntnis des genauen Transmissionsprozesses der Geldpolitik. Durch ein in sich ge-

schlossenes und glaubhaftes Konzept, das der Öffentlichkeit bekannt ist, soll eine Verstärkung der Geldpolitik erreicht werden. Darüber hinaus kann sie als Kommunikationsmedium mit der Öffentlichkeit eingesetzt werden sowie zur Berechenbarkeit von Notenbankaktionen und Reduktion von geldpolitischer Unsicherheit beitragen.

**Probleme mit Geldmengensteuerung**

Das Fed war wegen **Instabilitäten im Geldnachfrageverhalten** Anfang der 90er Jahre gezwungen, von einer Geldmengenstrategie Abschied zu nehmen und sich nach einem neuen geldpolitischen Konzept umzuschauen. Abb. 1, in welcher der Zusammenhang zwischen der Umlaufgeschwindigkeit von M2 und einem Geldmarktzins als Maß für die Opportunitätskosten der Geldhaltung dargestellt ist, veranschaulicht diese Tatsache. Bis Ende der 80er Jahre gingen steigende Zinsen mit einer zunehmenden Umlaufgeschwindigkeit bzw. einer rückläufigen Geldnachfrage einher. Anschließend brach dieser Zusammenhang offensichtlich zusammen. Verantwortlich dafür zeigten sich Finanzinnovationen, De-Regulierungen auf den Finanzmärkten, der fortschreitende Disintermediationsprozess und — damit zusammenhängend — Verhaltensänderungen der privaten Anleger. Einen Übergang auf eine Strategie der direkten Inflationssteuerung wollte das Fed bewusst nicht vollziehen. Als entscheidendes Argument betrachtete das FOMC in einer Stellungnahme 1995, dass „close adherence to inflation targets could unduly constrain the Federal Reserve in its efforts to counteract the effects of cyclical shortfalls in the performance of the economy“. Diese Beurteilung ist vor dem Hintergrund der Tatsache zu sehen, dass dem Federal Reserve System mehrere Endziele vorgegeben sind.

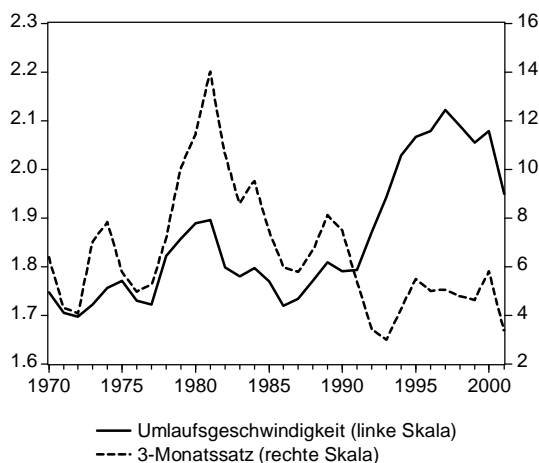


Abb. 1: USA: Umlaufgeschwindigkeit von M2 und Opportunitätskosten (Quelle: <http://www.economagic.com>)

**Die „neue Strategie“**

Seither kann die Politik des Fed als ein **Multi-Indikatoren-Ansatz ohne explizites Zwischenziel** bezeichnet werden, in welchem realen Variablen eine herausgehobene Rolle zukommt. Um Alan Greenspan (1993, S. 2) zu zitieren: „With considerable uncertainty persisting about the relationship of the monetary aggregates to spending, the behavior of the aggregates relative to their annual ranges will likely be of limited use in guiding policy (...), and the Federal Reserve will continue to utilize a broad range of financial and economic indicators in assessing its policy stance.“ Unter den realen Variablen wird vor allem den **Realzinsen** und der (realen) **Zinsstruktur** Beachtung geschenkt. Sie erreichten jedoch bisher nicht die Rolle eines offiziellen Zwischenziels. Diese beiden Variablen werden eingebettet in ein Multi-Indikatoren-System zur **Prognose der Inflations- und Konjunkturentwicklung** („looking at everything“). Bernanke et al. (1999) bezeichnen den Ansatz des Fed als eine „just do it strategy“. Mit einer künftig steigenden Inflationsrate rechnet das Fed vor allem bei positiven Wirtschaftsaussichten, die sich unter anderem in einer steigenden Kapazitätsauslastung niederschlagen.

Dem Fed gelang es, die fehlende Transparenz dieses Ansatzes durch eine hohe Glaubwürdigkeit und dank des Ansehens Alan Greenspans mehr als zu kompensieren. Die Schwierigkeiten dieses Konzepts bei einem geldpolitischen Kurswechsel traten dadurch nur dezent zu Tage. Durch die für amerikanische Verhältnisse relativ niedrigen Inflationsraten hatte das Fed auch Spielraum, ihre weiteren Ziele, z.B. konjunktureller Natur, zu verfolgen.

Ein derartiges Konzept birgt jedoch eindeutige **Nachteile und Risiken** in sich. So fehlt ihm ein expliziter nominaler Anker. Damit mangelt es an einer Orientierungsgröße für die Erwartungen der Öffentlichkeit und für den internen Entscheidungsprozess der Notenbank. Die nur implizit bestehende Rückkopplung in diesem Strategieansatz ist zudem

nicht eindeutig, da das Fed im Unterschied zum Eurosystem neben Preisstabilität noch gleichberechtigt andere Ziele verfolgen soll. Auch ist mit ihr ein Element der Intransparenz verbunden. Die Marktteilnehmer sind ständig gezwungen, darüber zu rätseln, an welchen Größen sich die Notenbank denn nun tatsächlich orientiert. Letztendlich kann sogar argumentiert werden, außer der Person Alan Greenspans fehlt der amerikanischen Notenbankpolitik jeglicher Fixpunkt. Folglich kann diese „Strategie“ zum gegenwärtigen Zeitpunkt kein Vorbild für das Eurosystem sein.

**IV. Geldpolitisches Instrumentarium**

Das Fed verfügt über die **Mindestreserve**, **Offenmarktgeschäft** und die **Diskontpolitik** (Discount-Window). Die Entscheidungen über den Instrumenteneinsatz liegen hinsichtlich der Mindestreserve und der Diskontpolitik beim Board of Governors, bei Offenmarktgeschäften beim FOMC.

1. Die Grundstruktur einer Zentralbankbilanz

Die geldpolitischen Instrumente setzen entweder auf der Aktivseite oder auf der Passivseite der Zentralbankbilanz an. Das **Banknotenmonopol** der Zentralbank, die Verpflichtung zur Haltung von Mindestreserven sowie der Wunsch, Guthaben zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs (**Working Balances**) bei der Zentralbank zu halten, führen zu einer (**Zwangs-)Nachfrage nach Zentralbankgeld** (Banknoten und Guthaben bei der Zentralbank — P.1 und P.2 in Abb. 2) seitens der Kreditinstitute. Theoretisch ist aber auch denkbar, dass die Zentralbanken eine „freiwillige“ Nachfrage über „attraktive“ Konditionen herbeiführen (im Einzelnen siehe hierzu Görgens et al. 2001, S. 181 und Goodhart 2002, S. 284 - 287). Zentralbankgeld kann aber nur geschaffen werden, wenn die Kreditinstitute Geschäfte mit der Zentralbank tätigen. Im Wesentlichen gibt es hier drei Möglichkeiten: Entweder die Zentralbank ist bereit, Fremdwährungsforderungen anzukaufen (A.1 in Abb. 2) oder die Kreditinstitute verschulden sich bei der Zentralbank (A.2a in Abb. 2) oder die Zentralbank kauft von den Kreditinstituten (staatliche) Wertpapiere an (A.2b in Abb. 2).

**Zentralbankbilanz als Grundlage**

Aktiva	Passiva
A. 1: Währungsreserven	P. 1: Banknotenumlauf
A. 2a: Forderungen an Kreditinstitute	P. 2: Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten (Einlagen, Bankreserven, Bankenliquidität)
A. 2b: Bestand an (staatlichen) Wertpapieren	
A.3: Sonstiges	P. 3: Sonstiges

Abb. 2: Grundstruktur einer Zentralbankbilanz

2. Das Instrument der Mindestreserve

Die Mindestreserve verpflichtet die Kreditinstitute, für bestimmte Verbindlichkeiten in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes Zentralbankgeld zu halten (**Mindestreserve-Soll**). Grundsätzlich ist es denkbar, dass die Kreditinstitute die Mindestreserve in Form von Guthaben bei der Zentralbank (P.2 in Abb. 2) oder in Form von Bargeldbeständen (bis auf Münzen in P.1 in Abb. 2 enthalten) halten. Beim Fed werden Guthaben und Bargeldbestände angerechnet. Das zur Erfüllung der Mindestreservepflicht notwendige Zentralbankgeld muss dabei jeweils nur im Durchschnitt einer Erfüllungsperiode dem Mindestreserve-Soll entsprechen. In den USA unterliegen nur Guthaben auf Transaktionskonten (scheckfähige Konten) der Mindestreserve. Der **Mindestreservesatz** beträgt 10%. Die mindestreservebedingten Guthaben werden nicht verzinst.

Die **Nichtverzinsung der mindestreservebedingten Guthaben** veranlasste die Geschäftsbanken in den USA zu massiven Ausweichreaktionen hin zu mindestreservefreien Anlageformen (zu den Einzelheiten siehe Ruckriegel/Seitz 2002b). Folgerichtig ist es deshalb auch, dass das Fed beim Kongress um eine Erlaubnis zur Verzinsung der Mindestreserve-Guthaben nachgesucht hat, um den Anreiz für Ausweichreaktionen zu reduzieren bzw. zu beseitigen und so nicht nur das Instrument der Mindestreserve zu reaktivieren, sondern — gesamtwirtschaftlich betrachtet — auch die Ineffizienzen zur Umgehung der Mindestreserve zu beenden.

**Ausgestaltung**

**Frage 3:** Wodurch kann eine Zentralbank die Geschäftsbanken an sich binden?

### 3. Offenmarktgeschäfte und sonstige geldpolitische Instrumente

#### Arten von Offenmarktgeschäften

Bei den Offenmarktgeschäften handelt es sich um geldpolitische Operationen, die auf Initiative der Zentralbank durchgeführt werden. Das Fed versteht unter Offenmarktgeschäften den Kauf und Verkauf von Wertpapieren, und zwar von Staatspapieren (hauptsächlich Treasuries, also Bills, Notes und Bonds — A.2b in Abb. 2). Diese Geschäfte werden entweder in Form von endgültigen Käufen oder Verkäufen (Outright Operations) oder in Form von Geschäften mit Rückkaufsvereinbarung (Repos) abgeschlossen, wobei erstere deutlich überwiegen.

#### Die Rolle der Diskontpolitik

Im Rahmen der **Diskontpolitik (Discount Window)** des Fed werden Kredite an Kreditinstitute gewährt. Der Zinssatz, der hierfür in Rechnung gestellt wird, wird als Diskontsatz bezeichnet. Dieser lag bisher unterhalb der Federal Funds Rate. Die Möglichkeit der Aufnahme von Diskontkrediten ist insbesondere für Kreditinstitute mit Liquiditätsschwierigkeiten gedacht. Eine Inanspruchnahme von Diskontkrediten setzt jedoch voraus, dass ein Kreditinstitut keine anderen Möglichkeiten mehr hat, sich Liquidität zu beschaffen. Wird unter Marktteilnehmern daher bekannt, dass ein Institut diese Fazilität nutzt, so sinkt dessen Bonität. Diskontkredite sind deshalb relativ unbedeutend. In den letzten Jahren wurde innerhalb des Fed auch eine Reform und Reaktivierung der Diskontpolitik diskutiert (zu den Einzelheiten vgl. Ruckriegel/Seitz 2002b). Mitte Mai 2002 veröffentlichte das Fed einen Reformvorschlag, wonach der Diskontkredit (in der Form des „Adjustment Credit Program“) in eine Spitzenrefinanzierungsfazilität nach dem Muster des Eurosystems (**Primary Credit Program**) umgewandelt werden soll. Anfänglich soll dabei der Zinssatz für die Inanspruchnahme dieses „Primary Credits“ um 100 Basispunkte über dem angestrebten Tagesgeldsatz („Federal Funds Rate Target“) liegen und es soll jedem Kreditinstitut mit guter Bonität jederzeit ohne weitere Voraussetzungen möglich sein, auf diesen Kredit zurückzugreifen.

**Frage 4:** Warum kam es in den USA bei der Mindestreservepflicht zu starken Ausweichreaktionen?

#### Literaturempfehlungen:

- Bernanke, B.S./Laubach, T./Mishkin, F.S./Posen, A.S.: Inflation Targeting — Lessons from the International Experience. Princeton 1999.
- Blenck, D./Hasko, H./Hilton, S./Masaki, K.: The Main Features of the Monetary Policy Frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve and the Eurosystem. In: BIZ (Hrsg.): Comparing Monetary Policy Operating Procedures across the United States, Japan and the Euro Area. BIS Paper New Series Nr. 9, December 2001, S. 23 - 47 (<http://www.bis.org>).
- Board of Governors of the Federal Reserve System: The Federal Reserve System — Purposes and Functions. Washington D.C. 1994. (<http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>).
- Federal Reserve Bank of San Francisco: U.S. Monetary Policy — An Introduction. In: Rabin, J./Stevens, G.L. (Hrsg.): Handbook of Monetary Policy. New York/Basel 2002, S. 307 - 319.
- Goodhart, C.: Can Central Banking Survive the IT Revolution? In: Pringle, R./Robinson, M. (Hrsg.): E-money and Payment Systems Review. London 2002, S. 271 - 289.
- Görgens, E./Ruckriegel, K.: Grundlagen der makroökonomischen Theorie. 8. Aufl., Bayreuth 2002.
- Görgens, E./Ruckriegel, K./Seitz, F.: Europäische Geldpolitik — Theorie, Empirie, Praxis. 2. Aufl., Düsseldorf 2001.
- Görgens, E./Ruckriegel, K./Seitz, F./Schich, S.L.: European Monetary Policy — Theory and Practice. Boston et al. 2003 (erscheint demnächst).
- Greenspan, A.: Testimony to the Sub-Committee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs of the US House of Representatives on 20/7/1993.
- Judd, J.P./Rudebusch, G.D.: The Goals of U.S. Monetary Policy. In: Rabin, J./Stevens, G.L. (Hrsg.): Handbook of Monetary Policy. New York/Basel 2002, S. 343 - 346.
- Mishkin, F.S.: The Economics of Money, Banking and Financial Markets. 6. Aufl., Readings et al. 2001.
- Ruckriegel, K./Seitz, F.: The Eurosystem and the Federal Reserve System Compared: Facts and Challenges. ZEI Working Paper B02-2002, February 2002a (<http://www.zei.de>).
- Ruckriegel, K./Seitz, F.: Zwei Währungsgebiete — Zwei Geldpolitiken? Ein Vergleich des Eurosystems mit dem Federal Reserve System. Frankfurt a.M. 2002b.
- Woodford, M.: Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy. Princeton University, March 2002 (<http://www.princeton.edu/~woodford/>).

**Die Beantwortung der Fragen erfolgt im WISU-Repetitorium.**