

DER WANDEL IN DER GELDPOLITIK – ANPASSUNG DER GELDPOLITISCHEN INSTRUMENTE AN DIE AKTUELLEN HERAUSFORDERUNGEN

Bettina Meklenburg¹
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Abstract

The present article deals with different instruments of monetary policy of the European Central Bank and the Bundesbank. After a period of time the adaption of the instruments is necessary for the effectiveness and assertive force of the monetary policy. At first, the requirement of central bank money is necessary, both to hold the minimum reserve and autonomous factors, including the delivery of cash to bank customers. In order to meet their reserve requirements the institutions have to hold balances, which they regularly get by participate in open market operations. I will present the development of the conventional instruments to the non-conventional instruments, which were introduced in 2008 after the financial crises.

Keywords: trade bills, discount credit, real bills doctrine, European Central Bank, Eurosystem, monetary policy, non-conventional measures of monetary policy, Quantitative Easing, SMPs, OMTs, TLTROs

JEL Classification: E49, E52, E58, E59, F33

1. Einleitung

Das geldpolitische Instrumentarium, sowohl der EZB als auch ihrem Vorreiter der Bundesbank, unterlag einem stetigen Wandel. Die Anpassungen der Instrumente zur gegebenen Zeit sind wichtig für das effektive Handeln der Geldpolitik und die Durchsetzungskraft dieser. Sie dienen der Deckung eines unabdingbaren Bedarfs an Zentralbankgeld seitens der Kreditinstitute. Dieser Bedarf resultiert einerseits aus der Pflicht zur Haltung von Mindestreserveguthaben bei der Zentralbank und andererseits aus dem Bedarf der autonomen Faktoren, wozu u.a. der Bargeldabzug der Bankkunden zählt (vgl. EZB 2002, S. 45; Rohde 2016, S. 196). Erstmals fand eine festgesetzte Mindestvorschrift 1948 mit der Gründung der Bank deutscher Länder Anwendung, wobei jedoch noch kein bestimmter Prozentsatz festgelegt wurde (vgl. Deutsche Bundesbank 1995, S. 122). Genauere Mindestreservevorschriften folgten dann bei der Bundesbank in § 16 BBankG a.F. (Fassung gültig bis 31.12.1998), wonach sie von den Kreditinstituten verlangen konnte, in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes ihrer Verbindlichkeiten Guthaben auf den Konten bei der Bundesbank als Mindestreserve zu unterhalten. Hierfür waren gem. § 16 Mindestreserve-Politik BBankG für bestimmte Verbindlichkeiten Höchstsätze vorgegeben (z.B. Sichtverbindlichkeiten bis max. 30

¹ Dipl.-Kffr. Bettina Meklenburg, Lehrstuhl für Allgemeine Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld und Währung, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät der Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald, D-17489 Greifswald; bettina.meklenburg@uni-greifswad.de

Prozent, Spareinlagen bis max. zehn Prozent). Die EZB hingegen kann ihre Mindestreservesätze von null bis zehn Prozent wählen (vgl. Art. 4 Abs. 1 der Verordnung (EG) Nr. 2531/98 des Rates vom 23. November 1998 über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht durch die Europäische Zentralbank).

Die geldpolitischen Instrumente, wozu sowohl der Instrumenteneinsatz als auch die Mindestreservepflicht zählt, dienen der Geldpolitik zur Erfüllung ihres vorrangigen Ziels (vgl. Deutsche Bundesbank 2016, S. 32). Bei ihrer Gründung legte die Bundesbank in § 3 BBankG a. F. (Fassung gültig bis 31.12.1998)² lediglich die Sicherung der Preisstabilität und nicht der Wechselkursstabilität fest. Die Hereinnahme des ausdrücklichen Ziels einer Preisstabilität fand erst 1997 im BBankG n.F. (Fassung gültig ab 1.1.1999)³ Beachtung. Die EZB quantifizierte hingegen ihr Ziel zur Gewährleistung von Preisniveaustabilität, worunter sie gem. Art. 127 AEUV einen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex von unter aber nahe zwei Prozent versteht.

Mit der angepassten Zielsetzung der Bundesbank hin zum Eurosystem fand auch eine Weiter- und Neuentwicklung des Instrumenteneinsatzes statt. Doch wie genau vollzog sich diese Anpassung? Der vorliegende Aufsatz befasst sich genauer mit der Entwicklung der geldpolitischen Instrumente von der Zeit der Bundesbank, beginnend 1974, eingehen. Diese zeitliche Betrachtung empfiehlt sich aufgrund der bis zum März 1973 bestehenden Verpflichtung des Bretton-Woods-Systems fester Wechselkurse zum Ankauf von Fremdwährungen (vgl. Deutsche Bundesbank 2016, S. 33 f.). Mit dem Beitritt zum Eurosystem 1999 änderte sich dann auch das geldpolitische Instrumentarium. Die Wirtschaftskrise, beginnend 2007, stellte einen weiteren Wendepunkt dar. Ziel des Aufsatzes ist es, den Übergang von der befristeten hin zur unbefristeten Bereitstellung von Zentralbankgeld kritisch aufzuzeigen. Dieser Wandel in der Geldpolitik ist durch den Ankauf von Staatsanleihen aktueller denn je.

2. Geldpolitische Instrumente der Deutschen Bundesbank

Die Einteilung der Instrumente der Bundesbank unterlag infolge der Veröffentlichung eines Geldmengenziels für die Geldpolitik 1974 einem starken Wandel. Es stellte sich jedoch schnell heraus, dass der bisherige Instrumentenumfang nicht mehr der neuen Zielsetzung entsprach und eine Veränderung unausweichlich machte. Seit Ende der 1970er Jahre passte die Bundesbank die Instrumente der Grobsteuerung im Einklang mit dem bestehenden BBankG an die neuen Gegebenheiten an und entwickelte die Instrumente der Feinststeuerung weiter.

Die *Instrumente der Grobsteuerung* erfüllten den Zweck der Festlegung des Zinssatzes sowie der bereitzustellenden Menge an Zentralbankgeld (vgl. Mussel 1991, S. 164 f.). Ziel dieses Instrumenteneinsatzes war die permanente langfristige Deckung sowie Beschränkung des Zentralbankgeldbedarfs der nachfragenden Geschäftsbanken. Eine weitere Differenzierung erfolgte in zinspolitische und liquiditätspolitische Instrumente.

² „Die Deutsche Bundesbank regelt mit Hilfe der währungspolitischen Befugnisse [...] den Geldumlauf und die Kreditversorgung der Wirtschaft mit dem Ziel, die Währung zu sichern [...]“

³ „[...] Sie wirkt an der Erfüllung seiner Aufgaben mit dem vorrangigen Ziel mit, die Preisstabilität zu gewährleisten [...]“

Zur Unterkategorie der zinspolitischen Instrumente zählten der Diskont- und Lombardsatz, die Abgabesätze für Offenmarktgeschäfte sowie der Zinssatz für die Wertpapierpensionsgeschäfte. Die liquiditätspolitisch orientierten Instrumente steuern die Menge des zu bereitstellenden Zentralbankgeldes und umfassen die Politik der Mindestreservehaltung, die Diskont- und Lombardkreditgewährung und die langfristige Offenmarktpolitik. In der Öffentlichkeit wurden somit der Diskont- und Lombardsatz als Leitzinsen angesehen (vgl. Deutsche Bundesbank 1995, S. 98 f.). Der Zinssatz für die Diskont- und Lombardkredite sowie der Satz für die Wertpapierpensionsgeschäfte zählten zu dem zinspolitischen Instrumentarium und setzten den Preis für das auszugebende Zentralbankgeld fest. Den liquiditätspolitischen Instrumenten ist die Mindestreservepolitik, die längerfristige Politik der Offenmarktgeschäfte sowie die mengenmäßige und qualitative Diskont- und Lombardpolitik zugehörig.

Hingegen zählten zu den *Instrumenten der Feinststeuerung* die Wechsel- und Wertpapierpensionsgeschäfte, die Devisenwap- und Devisenpensionsgeschäfte, die Einlagenpolitik und der Sonderlombardkredit. Sie dienen dem Ausgleich möglicher Schwankungen bei der Liquiditätsversorgung und zur Unterstützung der Umsetzung geldpolitischer Entscheidungen. Diese Instrumente konnten zur Steuerung flexibel eingesetzt werden, da die dazugehörigen Offenmarktgeschäfte eine relativ kurze Laufzeit von einem Tag bis zu zwei Monaten hatten. Eine letztendliche Zuteilung der einzelnen Instrumente zu den Refinanzierungs- oder Offenmarktgeschäften war kaum möglich, da es zu einigen Überlappungen kommen konnte.

2.1 Refinanzierungspolitik

In der Literatur wird die Bezeichnung der Refinanzierungspolitik unterschiedlich verwendet. Dieser Aufsatz beschränkt sich auf die vielfach verwendete Unterteilung u.a. nach Mussel (1991), Otmar Issing (1992) sowie der Bundesbank selbst. Hiernach versteht man unter dem Begriff der Refinanzierungspolitik zum einen die Rediskontpolitik, in der die Bundesbank von den Geschäftsbanken Wechsel ankauft, und zum anderen die Lombardpolitik, worunter die Wertpapierbeleihung zu verstehen ist (vgl. Deutsche Bundesbank 1985a, S. 45; Dickertmann et al. 1984, S. 83 ff.). Der Wechselankauf diente dazu, die Wirtschaftsaktivitäten zu finanzieren, wobei der Lombardkredit eventuelle vorübergehende Engpässe in der Bankenliquidität abfedern sollte. Der Diskontkredit wurde eher als Refinanzierungsmöglichkeit zur dauerhaften Deckung eines Zentralbankgeldbedarfs eingesetzt, wobei hingegen der Lombardkredit einer kurzfristigen Bedarfsdeckung galt. Bei beiden Kreditformen standen der Bundesbank drei Änderungsparameter zur Verfügung:

1. Festsetzung der qualitativen Ansprüche an die anzukaufenden Wertpapiere
2. Festsetzung der Kontingente für Lombard- und Rediskontkredite
3. Festsetzung der Kosten für die Kreditgewährung in Form des Lombard- und Diskontsatzes

Erst seit den Jahren 1978/79 verfolgte die Bundesbank eine systematische Vorhaltung von Zentralbankgeld an die Geschäftsbanken, welche vorher aus Währungsreserven aufgrund von Devisenzugängen entstanden sind. Diese neu entstandene Mindestreservepolitik fand ihren Einsatz 1979 in Offenmarkt- und

Refinanzierungsgeschäften durch ein bestehendes Leistungsbilanzdefizit, welches durch einen Großteil an DM-Währungsreserven der Bundesbank gedeckt wurde und somit die Bereitstellung von Zentralbankgeld über Devisenankäufe überdacht werden musste.

2.1.1 (Re-)Diskontpolitik

Die (Re-)Diskontpolitik gab die Regulierungen für den Weiterverkauf von angekauften Wechseln durch die Kreditinstitute an die Zentralbank vor (Rediskontierung von Wechseln). Falls durch die Notenbank keine Weitergabe der Kredite an die Nichtbanken erfolgt, wird dieses als Rediskontierung bezeichnet. Oftmals wird dieser Begriff fälschlicherweise als „Diskontierung“ verwendet. In § 19 Abs. 1 Nr. 1 BBankG a.F. (Fassung gültig bis 31.12.1998)⁴ waren die Bedingungen für den Diskontwechsel geregelt, indem der Deutschen Bundesbank nur der An- und Verkauf von Wechseln mit einer restlichen Laufzeit von maximal 90 Tagen gewährt wurde und die Liquidität nach diesem Zeitraum an die Bundesbank zurückfloss. „Der Kaufpreis, zu dem sie diese Käufe vornimmt, ergibt sich aus dem Wechselbetrag abzüglich Diskont (Diskontbetrag = Diskontsatz x Wechselbetrag, wobei die Restlaufzeit des Wechsels in die Rechnung eingeht).“ (Dickertmann et al. 1984, S. 83) Die Bundesbank hätte weiterhin die Möglichkeit gehabt, die Bereitstellung von Zentralbankgeld über Diskontkredite zu begrenzen, obwohl praktisch die Diskontkredite bereits einer Kontingentierung unterlagen. Die Bundesbank behielt sich die Option zur Beschränkung sowohl der Diskont- als auch der Lombardkreditvergabe offen, da sie partiell durch den Ausschluss bestimmter Kreditformen oder Branchen in die Finanzierung von wirtschaftlichen Transaktionen eingreifen konnte. Die Festlegung dieser Kontingente erfolgte für jede Geschäftsbank separat und lag einem aufwendigen Verfahren zugrunde, wobei die Haftungsmittel und Struktur des Kreditgeschäfts von entscheidender Bedeutung waren. Eine Überschreitung dieser vorgegebenen Beschränkung durfte zu keiner Zeit von den Kreditinstituten vorgenommen werden.

Die gesetzlichen Regelungen zum Wechselankauf stellten lediglich qualitative Mindestanforderungen für die Redikontfähigkeit dar, welche durch die Bundesbank erweitert werden konnten (vgl. Dickertmann et al. 1984, S. 87). Zum Redikontkredit waren im Zeitraum von 1955 bis 1968 Bauvorhaben nicht zugelassen und erst danach kaufte die Bundesbank Bauwechsel und Baustoffwechsel im Rahmen des Rediskontkredits an. Als Besonderheit gewährte die Bundesbank im Rahmen der Refinanzierungspolitik der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) bis zu einem Betrag von 500 Mio. DM KfW-Wechsel in Form von Krediten an kleinere und mittlere Unternehmen (vgl. Deutsche Bundesbank 1974b, S. 5). Weiterhin musste auch die Rediskontierbarkeit der einzureichenden Wechsel vorliegen, welche sich in den zur Verfügung stehenden Rediskont-kontingenten bemerkbar machte. In den Jahren von 1975 bis 1983 wurde der Rediskontkredit als bedeutendste Quelle für die Bereitstellung von Zentralbankgeld gesehen. Diese starke Bedeutung lag an dem äußerst niedrigen Zinssatz im Vergleich zu anderen Notenbanksätzen, welcher aufgrund der hohen

⁴ „Wechsel und Schecks kaufen und verkaufen, aus denen drei als zahlungsfähig bekannte Verpflichtete haften; von dem Erfordernis der dritten Unterschrift kann abgesehen werden, wenn die Sicherheit des Wechsels oder Schecks in anderer Weise gewährleistet ist; [...]“

Öffentlichkeitswirkung eine nur eingeschränkte Beweglichkeit aufwies. Dieser Umstand verstärkte sich, als der Abstand zum Lombardsatz deutlich erhöht wurde und auch die Wertpapierpensionsgeschäfte zu einem darüber liegenden Zinssatz angeboten wurden (vgl. Deutsche Bundesbank 1974a, S. 74). Weiterhin war eine enge Verflechtung der Notenbank mit der Wirtschaft gegeben, da eine Prüfung der Zahlungsfähigkeit des Wechselverpflichteten mittels Einreichung von Bilanzen für den Ankauf von Wechseln erforderlich war (vgl. Deutsche Bundesbank 1975a, S. 23). Vorteilhaft war der Ankauf von Handelswechseln im Rahmen der Rediskontpolitik außerdem für die Weitergabe von Wechselkrediten an private und öffentliche Haushalte, da die Kreditinstitute die Sicherheit des Ankaufs selbiger Papiere durch die Bundesbank hatten. Hierdurch konnten diese Papiere im großen Umfang und zu günstigeren Konditionen an die Realwirtschaft ausgegeben werden. Die Differenz zwischen dem von der Wirtschaft verlangten Zinssatz und dem deutlich darunter liegenden Diskontsatz stellte einen weiteren Vorteil dieser Refinanzierungsform dar.

Dem Wechselgeschäft als Instrument wurde die Besonderheit zuteil, dass diese Geschäftsart einen möglichst schnellen sowie direkten Einfluss auf die Refinanzierungsbedingungen ausübte und das zu relativ geringen Zinssätzen, wobei die Wechselsteuer i.H.v. 0,6 Prozent p.a. beachtet werden musste. Die von den Kreditinstituten eingereichten Handelswechsel wurden von ihnen selbst bei ihren Kunden diskontiert, und aufgrund des verbleibenden Indossaments bei dem jeweiligen Kreditinstitut, bleibt sie auch bei einer Weitergabe an die Notenbank als Schuldner bestehen. Die Entstehung dieser Wechsel musste auf Warenlieferungen oder Dienstleistungen zwischen Unternehmen oder wirtschaftlich Selbstständigen zurückgehen, damit es sich um „gute Handelswechsel“ (§ 19 Abs. 1 Nr. 1 BBankG a.F., gültig bis 31.12.1998) handelte. Erstmals wurde diese Definition in § 21 Abs. 2 des Reichsbankgesetzes aus dem Jahre 1924 erwähnt (vgl. Hahn 1992, S. 16). Im Grundkern gingen diese Überlegungen auf die real bills doctrine zurück, wobei eine starke Verknüpfung des realwirtschaftlichen Bankgeschäfts und der Refinanzierung bei der Notenbank stattfindet und somit inflationäre Wirkungen begrenzt wurden. Den Kreditinstituten sollte somit die Möglichkeit zur Finanzierung von Handelswechseln erleichtert werden. Für die Haftung aus den Wechselgeschäften mussten die drei Verpflichteten als zahlungsfähig bekannt sein und dessen Vermögensverhältnisse mussten von der Bundesbank ausreichend beurteilt werden (z.B. unter Zuhilfenahme von Jahresabschlüssen). Dadurch sollte die Güte des Wechsels gewährleistet sein, um ein Kreditrisiko für die Bundesbank auszuschließen (vgl. Coburger 1987, S. 131 f.; Deutsche Bundesbank 1975b, S. 76; Issing 1992, S. 71). Diese Pauschalregelung bezüglich Handelswechseln wurde 1977 eingeführt, wodurch zahlreiche einzelne Regelungen zum Wechselankauf überflüssig wurden. Die Laufzeiten der Wechsel sollten zwischen sieben Tagen und drei Monaten liegen, damit eine langfristige Finanzierung dieser Investitionen ausgeschlossen werden konnte. Handelswechsel werden in der Realwirtschaft immer dann nachgefragt, wenn der Käufer eines Handelsgeschäfts nicht in der finanziellen Lage ist, den Zeitraum zwischen Warenkauf und -verkauf zu überbrücken bzw. keinen Lieferantenkredit gewährt bekommt.

Im Vergleich zum Eurosystem lassen sich gewisse Parallelen zum Handelswechsel erkennen, obgleich diese Bindung an Handelsgeschäfte nicht so stark wie damals

ausgeprägt ist (vgl. Deutsche Bundesbank 2015b, S. 38). Im Sicherheitenrahmen des Eurosystems sind sowohl Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen als auch an kleine und mittlere Unternehmen enthalten.

2.1.2 Lombardpolitik

Der Lombardkredit diente den Geschäftsbanken auf eigener Initiative zur kurzfristigen Deckung ihres Zentralbankgeldbedarfs, wobei sie den Zeitraum und die Höhe des Kreditvolumens selbst bestimmen konnten und der Zentralbank dadurch die geldpolitische Kontrolle fehlte (vgl. Dickertmann et al. 1984, S. 85; Nautz 2000, S. 39 f.). Die Laufzeit für den Lombardkredit begrenzte die Bundesbank auf drei Monate, mit der Bestimmung einer einmaligen kompletten Zurückzahlung des Kreditvolumens innerhalb von 30 Tagen. Die Höhe des Lombardsatzes musste die Bundesbank hierbei deutlich höher wählen, damit der Charakter des Notfallkreditrahmens erhalten blieb und dieser nicht zur Dauerfinanzierung genutzt werden würde. Der Lombardkredit wurde auch nach der Zeit der Bundesbank durch die EZB in seiner Funktion und Ausgestaltung zum Vorbild für das heutige Instrument der Spitzenrefinanzierungsfazilität. Die Bundesbank akzeptierte als Pfänder gemäß § 19 Abs. 1 Nr. 3 BBankG a.F. (Fassung gültig bis 31.12.1998) bestimmte Wechsel, die den Eigenschaften aus Nr. 1 entsprechen mussten, sowie Schatzwechsel und unverzinsliche Schatzanweisungen. Eine nähere Bestimmung der zugelassenen Pfänder erfolgte im „Verzeichnis der bei der Deutschen Bundesbank beleihbaren Wertpapiere (Lombardverzeichnis)“ (vgl. Deutsche Bundesbank 1995, S. 104). Für die unterschiedlichen Pfandtypen wurden von der Bundesbank verschiedene Beleihungsgrenzen festgesetzt. So war die Beleihung von Wechseln bis zu einer Höhe von 90 Prozent und von restlichen Pfandtypen bis zu einer Beleihung von 75 Prozent des Nennbetrages möglich. Im Zuge der Möglichkeit der elektronischen Datenverarbeitung und somit jederzeitigen Kursberechnung war diese Regelung ab Mitte 1994 für die Bundesbank nicht mehr zeitgemäß und wurde aufgehoben.

Die Bedeutung des Lombardkredits unterlag starken zeitlichen Schwankungen. Bis zum Jahre 1984 erfolgte die geldpolitische Steuerung der Bundesbank dann hauptsächlich über die Bereitstellung von Lombard- und Diskontkrediten (vgl. Brockmann 2001, S. 25 ff.). Hieraus entwickelte sich in den 1970er und 80er Jahren eine dauerhafte Abhängigkeit der Geschäftsbanken, um eine Versorgung mit Zentralbankgeld zu gewährleisten. Entgegen ihrer eigentlichen Konzeption sahen die Geschäftsbanken die Lombardkreditgewährung als eine dauerhafte Bereitstellung an und somit schlugen sich Anpassungen und Auflockerungen am Geldmarkt hauptsächlich in einer unterschiedlichen Inanspruchnahme des Lombardkredits nieder. Hierdurch kam es zu einer starken Anbindung des Tagesgeldsatzes am Lombardsatz und die Bundesbank sah ihre Flexibilität, auf Markteinflüsse reagieren zu können, als gefährdet an. Dieser Anspruch der Bundesbank ging auf den 1952 festgelegten Beschluss⁵ des Zentralbankrates vom 17./18. Dezember 1952 zurück, dass der Lombardkredit lediglich

⁵ „Ein Lombardkredit soll grundsätzlich nur gewährt werden, wenn es sich um die kurzfristige Überbrückung eines vorübergehenden Liquiditätsbedürfnisses handelt und die Lombardkreditaufnahme nach Umfang und Dauer angemessen und vertretbar erscheint“.

zur kurzfristigen Deckung eines Bedarfs an Zentralbankgeld genutzt werden sollte (vgl. Deutsche Bundesbank 1995, S. 104). Unter Kurzfristigkeit wurde eine mindestens einmalige komplette Rückzahlung innerhalb von 30 Tagen verstanden. Aufgrund dessen fand temporär ein Abzug des Lombardkreditvolumens von den freien Liquiditätsreserven zur Erleichterung für die Kreditinstitute statt, obwohl hierbei die unbegrenzte Inanspruchnahme dieser Kreditform außer Acht gelassen wurde. Jedoch konnte die Notenbank bei einer vermehrten Inanspruchnahme dieses Ausnahmekredits durch die Kreditinstitute diese Kreditform zeitweise komplett kontingentieren bzw. aussetzen (vgl. Beschluss des Zentralbankrates vom 6. September 1973). Die nur selten angewendete quantitative Beschränkung wurde erstmalig im Zeitraum von 1970 bis 1973 in Form einer Warnmarke für den Lombardkredit i. H. v. 20 Prozent, gemessen an den jeweiligen Rediskontkontingents im Durchschnitt eines Monats, eingesetzt. Bei Überschreitung dieser gesetzten Warnmarke wurde eine zusätzliche Überprüfung der Geschäftspolitik dieses Kreditinstituts veranlasst, wobei somit keine Kontingentierung stattfand. Eine Verschärfung dieser Kontingentierung erfolgte im Zeitraum vom 01. September 1979 bis 28. Februar 1980, in dem das Lombardkontingent 15 Prozent des Rediskontkontingents betrug. Eine temporäre, aber komplette Aussetzung dieser Kreditform, fand in den Zeiträumen vom 03. Juli 1974 bis 20. Februar 1981 und vom 19. Februar 1981 bis zum 06. Mai 1982 seine Anwendung (vgl. Deutsche Bundesbank 1982, S. 95). Neben der vorübergehenden Einstellung fand außerdem ab November 1973 der Einsatz verschiedener Sonderlombardkredite Anwendung, wobei der Zinssatz und das Kreditvolumina täglichen Änderungen unterliegen konnten. Der Bundesbank stand die Möglichkeit offen, die Lombardkredite zu einem Sonderlombardsatz zu gewähren, welcher täglich widerrufen und abgeändert werden konnte und deutlich über dem Lombardsatz lag (1973/74 i. H. v. 13 Prozent). Dieser wurde den Kreditinstituten im Zuge der kompletten Aussetzung des Lombardkredits seit November 1973 befristet zur Verfügung gestellt (vgl. Nautz 2000, S. 39; Schächter 1999, S. 147). Der Sonderlombardkredit lässt sich somit in die Kategorie Feinststeuerungsoperationen eingruppiieren, da diese für Geschäfte mit kurzer Frist ihren Einsatz fanden.

Der Diskont- und Lombardkredit wirkte zeitlich stark verzögert, wodurch die veränderten Ansprüche, die sich durch eine engere Verbindung zwischen dem deutschen Geld- und Kapitalmarkt mit dem Ausland ergaben, nicht mehr erfüllt werden konnten. Die ursprüngliche Funktion des Lombardkredits lag eigentlich in einer vorübergehenden Deckung des Spitzenliquiditätsbedarfs einzelner Finanzinstitute. Mit einer seit Ende 1982 eher expansiv aufkommenden Geldpolitik legte das Bankensystem vermehrt den Fokus auf eine temporäre Quelle für die Bereitstellung von Zentralbankgeld, wodurch sich der Tagesgeldsatz stark am Lombardsatz orientierte. In den letzten Jahren einer restriktiven Geldpolitik hatte sich der Lombardkredit zu einer dauerhaften Quelle der Deckung des Zentralbankgeldbedarfs entwickelt und verdeutlichte sich in einer unterschiedlich hohen Inanspruchnahme. Dies deutet daraufhin, dass die Bundesbank vor 1982 den verstärkten Fokus auf eine starre und somit unflexible Geldmarktsteuerung legte, da aufgrund der ständigen Kreditfazilitäten die Steuerung des Refinanzierungsvolumens und der am Interbankenmarkt herrschenden Zinssätze durch die Bundesbank kaum gegeben war. Anfang Februar 1985 wurde die ursprüngliche Intention des Lombardkredits wieder reaktiviert, indem dieser nur zum temporären Steuerungseinsatz Anwendung fand, da der Bedarf einer höheren Geldmarktflexibilität

aufgrund verstärkter Verflechtungen mit dem ausländischen Geld- und Kapitalmarkt erforderlich war und ein vermehrter Einsatz der Wertpapierpensionsgeschäfte Anwendung fand (vgl. Deutsche Bundesbank 1985b, S. 36; Schultes 1994, S. 54).

2.2 Offenmarktpolitik

Zum Instrumentensatz der Offenmarktgeschäfte zählt vorrangig der An- und Verkauf von Wertpapieren oder Devisen durch die Bundesbank am offenen Markt, wobei diese dauerhaft (Outright-Geschäfte) oder nur für einen gewissen Zeitraum ankauft. Zunächst erfolgte die Bereitstellung bis Mitte der ersten Hälfte der achtziger Jahre über definitive Ankäufe, welche nicht reversibel waren, und änderte sich dann mit der Umstellung auf reversible Wertpapierpensionsgeschäfte ab Mitte der achtziger Jahre. Die Durchführung erfolgte sowohl auf dem Kapitalmarkt als auch auf dem Geldmarkt. Die Bundesbank intervenierte auf dem Kapitalmarkt vorrangig durch den Ankauf von langfristigen Wertpapieren. Die Bundesbank wickelte diese Geschäfte überwiegend mit kurzfristigen Geldmarktpapieren der Kreditinstitute ab - im Gegensatz zu anderen Zentralbanken, bei denen die Orientierung eher in Richtung längerfristige Kapitalmarktpapiere ging. Hierfür waren allgemein nach § 21 BBankG a.F. (Fassung gültig bis 31.12.1998) die folgenden Papiere zulässig: Handelswechsel, nach den Richtlinien von § 19 Abs. 1 Nr. 1 BBankG a.F. (Fassung gültig bis 31.12.1998), Schatzwechsel (Bund, Sondervermögen des Bundes, Land), unverzinsliche Schatzanweisungen (Bund, Bundesbahn, Bundespost), Privatdiskonten sowie Anleihen (Bund, Bundespost, Bundesbahn). Für Schatzwechsel galten standardmäßig die Fristen von 30-50 und 60-90 Tagen sowie für unverzinsliche Schatzanweisungen Standardfristen von 6, 12, 18 und 24 Monaten bzw. in Einzelfällen sogar von drei Monaten (vgl. Jarchow 1988, S. 110). Nachdem die freien Liquiditätsreserven der Kreditinstitute in den 1970er Jahren an quantitativer Bedeutung stark zunahmen, wickelte die Bundesbank seit 1971 Offenmarktgeschäfte auch mit Nichtbanken ab (vgl. Dickertmann et al. 1984, S. 101 ff.). Im Zeitraum von 1979 bis 1981 stieg das Volumen der Refinanzierungs- und Offenmarktgeschäfte von rund 22 Mrd. DM auf 70 Mrd. DM. (vgl. Thomas 1988, S. 10-14). Die eingesetzten Wertpapierpensionsgeschäfte entwickelten sich aus den von der Bundesbank eingesetzten Handelswechseln, welche im Zuge von Offenmarktgeschäften mit der Vereinbarung zum Rückkauf abgewickelt wurden.

Seit 1982 nahmen die Bilanzgewinne der Bundesbank beträchtliche Ausmaße an, weshalb diese Form der Offenmarktgeschäfte nahezu ausschließlich zur Konsolidierung der Gewinnausschüttung der Bundesbank an den Bund eingesetzt wurde und über diese Gewinnausschüttung fast nahezu ausschließlich der Bedarf an Zentralbankgeld gedeckt wurde. Um keine Störungen am Geldmarkt auszulösen, wurde zur Vorbereitung dessen Zentralbankgeld vorläufig u. a. über Wertpapierpensionsgeschäfte und Devisenwapsengeschäfte bereitgestellt. Hierbei wird ersichtlich, dass die Bundesbank seit 1979 mit der Einführung der Wertpapierpensionsgeschäfte eine starre Geldmarktsteuerung verfolgte, indem über die Rediskontpolitik der standardmäßige Bedarf an Zentralbankgeld gedeckt wurde und über die Lombardpolitik der überschüssige Bedarf. Um vorübergehendes Zentralbankgeld für die Ausschüttung des Bundesbankgewinns zu schaffen, mussten zur Vermeidung von Störungen am Geldmarkt sowohl Wertpapierpensionsgeschäfte als auch Devisenwaps eingesetzt werden und dienten

somit als Puffer für die kommenden Gewinnauszahlungen. Demnach ist „der Tagesgeldzins [...] im Rahmen einer starren Geldmarktsteuerung also kein Knappheitsindikator, und deshalb ist er zur Beschreibung und Einschätzung der allgemeinen Geldmarktlage ungeeignet.“ (Rohde 1995, S. 249).

Zu der Kategorie Offenmarktgeschäfte mit Rückkaufsvereinbarung zählen Wechsel- und Wertpapierpensionsgeschäfte. Hierbei versteht man unter Wechselpensionsgeschäfte die Abwicklung über Inlandswechsel, wobei hingegen Wertpapierpensionsgeschäfte über festverzinsliche Wertpapiere, Kassenobligationen und unverzinsliche Schatzanweisungen abgewickelt wurden. *Wechselpensionsgeschäfte* wurden von der Deutschen Bundesbank bereits seit April 1973 für die Dauer von zehn Tagen angeboten und erfolgten zunächst ausschließlich auf der Basis von Handelswechseln, woraus dann auch der Name entstand. Diese Geschäftsform setzte die Bundesbank in Zeiten starker Liquiditätsengpässe aufgrund erhöhter Geldmarktzinsen ein (vgl. Dickertmann et al. 1984, S. 103). Im Zeitraum von März bis April 1977 erhöhte sich die Laufzeit der Wechselpensionsgeschäfte kurzfristig auf 20 Tage, wobei die reguläre Laufzeit bei zehn Tagen lag. Die Bundesbank kaufte hierbei zugelassene Inlandswechsel oberhalb der Rediskontierungsbestimmungen und vereinbarte zeitgleich einen Rückkauf nach zehn Tagen per Termin, unter Abzug eines Diskonts von der Wechselsumme beider Transaktionen. Sie betrieb hierbei eine Zinsfixierung, bei der sie den Abgabesatz festlegte. Die Bundesbank beabsichtigte bei ihrer Einführung, als damalige Wechselpensionsgeschäfte, bereits die weitere Ausdehnung auf festverzinsliche Wertpapiere. „Dieser Weg erwies sich jedoch wegen gewisser wertpapierrechtlicher und verwahrungstechnischer Fragen kurzfristig als nicht gangbar.“ (Deutsche Bundesbank 1983, S. 23). Für dieses neue Instrument der Wechselpensionsgeschäfte gab es zwar keine mengenmäßige Begrenzung, jedoch lagen die Pensionsätze mit 11 bis 16 Prozent deutlich über den anderen Refinanzierungssätzen. Außerdem wurde im Zeitraum vom 12. August 1970 bis 31. Mai 1973 die Gewährung von Lombardkrediten für die Geschäftsbanken auf 20 Prozent der individuellen Rediskont-Kontingente beschränkt und die Kreditvergabe sogar vom 01. Juni 1973 bis 03. Juli 1974 gänzlich eingestellt (vgl. Deutsche Bundesbank 1983, S. 23). Hierdurch ergab sich im Zeitraum von 1973 bis 1978 sowie Ende 1979 und Anfang 1982 ein erhöhter Bedarf an Wechselpensionsgeschäften, wobei sich ein Maximalvolumen von 7,3 Mrd. DM im August 1977 abzeichnete (vgl. Dickertmann et al. 1984, S. 103). Aufgrund des 1979 geänderten restriktiven Kurses der Bundesbank, wodurch der Bedarf zum Einsatz von Feinsteuerungsinstrumenten stieg, kam sie zu ihren ursprünglichen Plänen zum Einsatz von Wechselpensionsgeschäften zurück. Die befristete Bereitstellung erwies sich gegenüber einem endgültigen Ankauf von notenbankfähigen Aktiva als geldpolitisch vorteilhaft, da solche Geschäfte kurzfristig reversibel sind und nur auf Initiative der Bundesbank getätigt werden.

Bis zum Jahre 1971 tätigte die Bundesbank Offenmarktgeschäfte lediglich mit Kreditinstituten, woraufhin sie ab Juni mit der Ausdehnung des Adressatenkreises auch auf Privatpersonen begann. Die Laufzeiten dieser Liquiditäts- sowie Mobilisierungspapiere lagen zwischen sechs und 24 Monaten und zeichneten sich durch einen jeweiligen Betrag von mindestens 5.000 DM aus. Durch die Ausgabe dieser sog. Bundesbank-Schätze „hat die Bundesbank die Möglichkeit gewonnen, die

Geldbeschaffungskosten der Banken in einem besonders wichtigen Bereich zu beeinflussen, auch wenn quantitativ das Offenmarktgeschäft mit Privaten noch keine stark ins Gewicht fallende Größenordnung erreicht hat.“ (Deutsche Bundesbank 1972, S. 46).

Seit Juni 1979 bot die Bundesbank erstmalig *Wertpapierpensionsgeschäfte* an, welche neben den Wechselpensionsgeschäften Anwendung fanden. Auch bei dieser Geschäftsart wurde bei Abschluss des Geschäfts ein Termin zum Rückkauf vereinbart, wobei die Fristen deutlich ausgeweiteter bei 15 bis 65 Tagen lagen. Die Zuordnung der Wertpapierpensionsgeschäfte zu den Feinsteueringstrumenten ist jedoch als problematisch anzusehen, da der Abschluss neuer Geschäfte anstelle der alten getätigt wurde (sog. revolvinges System). Vor dem Jahre 1982 fand eine dauerhafte Reduktion des Bedarfs an Zentralbankgeld durch eine zeitweise Einstellung der Wertpapierpensionsgeschäfte statt, wobei der bestehende Bedarf dann durch eine Ausweitung der Rediskontkontingente gedeckt oder durch eine Absenkung des Mindestreservesatzes vermindert wurde. Zunächst diente dieses Instrument der Bundesbank nach 1979 als Zwischenrefinanzierung, bis sie ihre geldpolitische Strategie mit dem Frühjahr 1985 änderte und vermehrt das Gewicht auf die Offenmarktgeschäfte (gemäß den Anforderungen des § 21 BBankG a.F.; Fassung gültig bis 31.12.1998) mit dem Kauf von zugelassenen Wertpapieren mit gleichzeitiger Vereinbarung eines Rückkaufs per Termin legte (vgl. Thomas 1988, 120). Grund hierfür war die fehlende Beweglichkeit, die sich durch die dauerhafte Inanspruchnahme des Lombardkredits durch die Geschäftsbanken Ende 1982 ergeben hatte. Um die Geschäftsbanken aus dieser zunehmenden Abhängigkeit zu befreien, setzte die Bundesbank auf eine Zunahme des Angebots für Wertpapierpensionsgeschäfte, jedoch ohne Signale einer unbegründeten Zinssenkung bei den Wirtschaftsteilnehmern hervorzurufen. Bei dieser neuen Art von Refinanzierungsgeschäften werden durch die Deutsche Bundesbank Wertpapiere am offenen Markt zu Geldmarktsätzen gekauft bzw. verkauft, wodurch eine geldpolitische Beweglichkeit geschaffen wird. Die Bundesbank begann im Herbst 1984 vermehrt den Einsatz von Wertpapierpensionsgeschäften zu nutzen, um die starke Inanspruchnahme des Lombardkredits (Monatsdurchschnitt: fünf bis neun Mrd. DM) zu minimieren. Bei dieser Geschäftsart fand sowohl der Mengentender, hierbei fand eine Vollzuteilung ohne Repartierung der Beträge bis eine Mio. DM statt, als auch der Zinstender, durch Vorgabe eines Mindestbietungssatzes und endgültige Zuteilung zum einheitlichen Zinssatz für alle Kreditinstitute, Anwendung (vgl. Jarchow 1988, S. 111 f.).

Zunächst wurden den Geschäftsbanken zwei Geschäfte am 3. sowie am 10. Dezember 1984 mit einem Volumen von jeweils 8,6 und 8,2 Mrd. DM angeboten, wobei die Durchführung als Mengentender mit einem Festzinssatz in gleicher Höhe des Lombardsatz i.H.v. 5,5 Prozent erfolgte (vgl. Deutsche Bundesbank 1985c, S. 9). Daraufhin folgten drei weitere Offenmarktgeschäfte am 17. Dezember 1984 i.H.v. 8,9 Mrd. DM, am 7. Januar 1985 i.H.v. 10,4 Mrd. DM und am 11. Januar 1985 i.H.v. 8,0 Mrd. DM, wodurch das Gesamtvolumen von 8,2 Mrd. DM (September 1984) auf 23,4 Mrd. DM (Dezember 1984) stark anstieg. Damit der Tagesgeldsatz keinen ungewollten Schwankungen durch den Ankauf unterlag, wurde den Kreditinstituten als vorübergehende Anlage für die frei werdende Liquidität aus den bestehenden Lombardverschuldungen Bundesschatzwechsel zu einem Zinssatz von 5,5 Prozent für

eine Laufzeit von drei Tagen angeboten. Aufgrund von anhaltenden Spannungen am Devisenmarkt und sich dadurch ergebenden Devisenabflüssen, verringerte sich jedoch der Anteil des Lombardkredits am gesamten Refinanzierungsvolumen nicht in dem von der Bundesbank erhofftem Maße. Auch die zunächst sehr hohen Zinssätze, welche deutlich über dem des Lombardsatzes lagen, und die Dispositionsfreiheit der Banken, sich eine Liquiditätspolster zur Absicherung der Mindestreserve frühzeitig am Monatsanfang zu beschaffen, sind als weitere systemimmanente Gründe anzuführen. Um den Übergang in eine neue geldmarktpolitische Phase zu verdeutlichen, fand im Februar 1985 eine Erhöhung des Lombardsatzes von 5,5 Prozent auf sechs Prozent statt. Hierdurch wurde nun eine Inanspruchnahme zu einem vergünstigten Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte, welcher sowohl unter dem Lombard- als auch Tagesgeldsatz lag, ermöglicht. Die Zinsspanne zwischen Lombard- und Diskontsatz wurde somit um 1,5 Prozent angehoben (vgl. Thomas 1988, S. 120). Falls keine Zinssenkung veranlasst worden wäre, hätte ein Zinssatz für Wertpapierpensionsgeschäfte unterhalb des Tagesgeldsatzes für die Marktteilnehmer als eine gezielte Auflockerungsstrategie seitens der Bundesbank impliziert werden können. Die Geschäftsbanken reagierten auf diese Neuerung im Instrumenteneinsatz anfänglich mit Skepsis und zweifelten an der Möglichkeit der dauerhaften Bedarfsdeckung, welche vorher durch eine automatische Lombardentnahme erfolgte.

Es wurden die ersten Wertpapierpensionsgeschäfte als offenes Gebot abgewickelt, wobei dieses von der Bundesbank bis zum Erreichen des vorgesehen Gesamtbetrages offen gehalten wurde, und seit März 1980 gab es dann eine Umstellung zum Ausschreibungsverfahren. Bereits bei dieser Änderung wurden die Tendergeschäfte in Zins- und Mengentender unterteilt, so wie es zur heutigen Zeit bei der EZB üblich ist. Das Mengentenderverfahren zeichnete sich dadurch aus, dass der Pensionssatz von der Deutsche Bundesbank festgelegt wurde und die Geschäftsbanken Gebote zum Kauf abgaben. Auch hierbei erfolgte bereits eine Repartierung mit einer einheitlichen Zuteilungsquote. Beim Zinstender wurden die Gebote unter Nennung des Zinssatzes, zu dem die Geschäftsbanken bereit sind, das Geschäft abzuschließen, zugeteilt. Dieses Verfahren erwies sich bei einer aktiven Beteiligung der Geschäftspartner am Zinsfindungsprozess als effektiv, da sich die Kreditinstitute bei stabilen Markterwartungen sehr stark am Mindestbietungssatz der Notenbank orientieren und durch dieses Instrument eine höhere Flexibilität erreicht werden kann. Diese Veränderungen im Instrumenteneinsatz werden auch in den Berechnungen zur Inanspruchnahme der einzelnen Geschäfte deutlich.

Hierbei haben im Jahr 1985 der Wechsel- bzw. der Lombardkredit lediglich einen Anteil von 58 bzw. zwei Prozent am gesamten Refinanzierungsvolumen (vgl. Beckh 1990, S. 46). Der Anteil der Wertpapierpensionsgeschäfte hingegen stieg auf 39,5 Prozent. Dadurch wird deutlich, dass sich die Bereitstellung von Zentralbankgeld über Wertpapierpensionsgeschäfte seit 1983 deutlich ausweitete und nochmal eine deutliche Zunahme im Jahre 1985 zu verzeichnen war, wobei es in den Jahren 1986 und 1987 zu einer Schwächung kam.

Sowohl *Devisenswap-* als auch *Devisenpensionsgeschäfte*, durch die zusätzliches Zentralbankgeld abgeschöpft wurde, dienten der Bundesbank zur Feinsteuerung. Beide

Feinsteueringstrumente ergänzten später den traditionellen Instrumentenkasten, wobei die Devisenswapgeschäfte im April 1979 und die Devisenpensionsgeschäfte ab Juni 1979 dem Instrumenteneinsatz hinzugefügt wurden. Devisenswapgeschäfte dienten ausschließlich als Feinsteueringstrument, wobei Kauf/Verkauf von Devisen per Kasse und gleichzeitiger Verkauf/Kauf per Termin durch die Bundesbank stattfand. Hierdurch kann den Kreditinstituten vorübergehend Zentralbankgeld abgeschöpft oder für einen Zeitraum von bis zu drei Monaten zugeführt werden. Durch den Ankauf bzw. Verkauf von Dollar-Guthaben konnte es zu Geräuschen am amerikanischen Geldmarkt kommen, welche die Bundesbank ab August 1979 durch den ausschließlichen Einsatz von Devisenpensionsgeschäften zur Liquiditätsabschöpfung zu unterbinden versuchte. Hierdurch erhalten die Kreditinstitute das befristete Recht auf Herausgabe von Auslandsaktiva durch die Bundesbank in Form eines Termingeschäfts.

Die Bundesbank führte temporär endgültige Käufe und Verkäufe am offenen Markt, sog. *Outright-Offenmarktgeschäfte*, durch (vgl. Deutsche Bundesbank 1995, S. 117). Hierbei begrenzte sie sich auf die An- und Verkäufe öffentlicher Anleihen am Sekundärmarkt. Währenddessen hielt die Bundesbank strenge Maßstäbe ein und baute keinen hohen Bestand dieser Staatsanleihen auf, um jeglichen Verdacht einer monetären Staatsfinanzierung abzuwenden. Erstmals setzte sie im August 1967 diese Interventionen zur Senkung des Zinssatzes im Inland ein. Zunächst versuchte sie u.a. durch Senkung der Mindestreservesätze eine Erhöhung der Bankenliquidität zu erwirken. Die Kreditinstitute setzten diese zusätzliche Liquidität jedoch am ausländischen Geldmarkt ein. Aufgrund dessen kaufte sie i. H. v. 1,3 Mrd. DM bis Ende 1967 Schuldverschreibungen des Bundes und seiner Sondervermögen an. Ein Jahr später begann die Bundesbank bereits mit dem Liquiditätsabbau. Einen weiteren großen Ankauf von Staatspapieren tätigte sie in der zweiten Hälfte 1975 i. H. v. 7,5 Mrd. DM.

3. Übergang von der Bundesbank zum Eurosystem

Der Übergang der Deutschen Bundesbank bis hin zu einer einheitlichen Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erfolgte in drei Stufen. Mit Beschluss einer einheitlichen Wirtschafts- und Währungsunion seit 01. Januar 1999 stand der Euroraum vor der Aufgabe die geldpolitischen Instrumente zu vereinheitlichen, wodurch der Rediskontkredit weichen musste (vgl. Görgens et al. 2014, S. 228). Aufgrund des Wegfalls des traditionellen Rediskontkredits der Bundesbank in dem entstandenen Eurosystem war eine Übergangsregelung notwendig. Nach dieser war im Zeitraum vom 14. Oktober bis Ende 1998 nur noch der Ankauf von Wechseln mit einer Fälligkeit bis 14. Januar 1999 möglich. Da es den Kreditinstituten nach dem 14. Oktober 1998 nicht mehr möglich war, Handelswechsel mit einer üblichen Laufzeit von drei Monaten für den Redikontkredit vorzubringen, entschied sich die Bundesbank ab 01. Oktober 1998 Bankakzepte im Rahmen der vorgegebenen Redikontkontingente ohne Einschränkung anzunehmen (vgl. Deutsche Bundesbank 1998, S. 143 f.). Hierfür waren bei Vorlage einer ausreichenden Bonität des Wechselausstellers auch lediglich zwei der drei erforderlichen Unterschriften ausreichend. Für Inlandswechsel und im Inland zahlbare Auslandswechsel galt hierbei für den Wechselankauf eine Restlaufzeit bis 23. Dezember 1998 sowie für im Ausland zahlbare Auslandswechsel eine Laufzeit bis 30. November 1998. Diese Abschaffung brachte viele Veränderungen in Verträgen und Gesetzen der

Bundesbank mithilfe eines Diskontsatz-Überleitungs-Gesetzes (DÜG) mit sich, da er vielfach als Referenzzinssatz Anwendung fand. Vorübergehenden Ersatz stellte der Basiszinssatz dar, welcher in Anlehnung an den Diskontsatz 2,5 Prozent zum Stichtag 31.12.1998 i. H. v. betrug. Bis 2012 bemaß die EZB den Basiszinssatz an der Änderung der Längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs).

4. Geldpolitische Instrumente des Eurosystems

Das Instrumentarium des Eurosystems untergliedert sich in Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten. Hinzuzuzählen ist eine Reihe von geldpolitischen Sondermaßnahmen, wozu u. a. die Ankaufprogramme und die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte gehören.

4.1 Offenmarktgeschäfte

„Bei den Offenmarktgeschäften (open market operations) handelt es sich um geldpolitische Operationen, die auf Initiative der Zentralbank durchgeführt werden.“ (Görgens et al. 2014, S. 219). Im Gegensatz zur Federal Reserve Bank (Fed), welche diesen Begriff in seiner ursprünglichen Definition als Kauf und Verkauf von Wertpapieren verwendet, findet diese Bezeichnung bei der EZB nur noch enumerativ Anwendung. Die Offenmarktgeschäfte gliedern sich in Hauptrefinanzierungsgeschäfte, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen auf. Im Vergleich zur Geldpolitik der Bundesbank gibt es bei dem Eurosystem keine reine Refinanzierungspolitik mehr.

1.1.1 Haupt- und Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte werden ausschließlich über befristete Transaktionen durchgeführt (vgl. Görgens et al. (2014), S. 221 f.). Hierbei kauft bzw. verkauft die Zentralbank Vermögenswerte der Kreditinstitute an, mit der gleichzeitigen Vereinbarung des Rückkaufs selbiger (Pensionsgeschäfte). Bei Repo-Geschäften findet eine Übertragung des Eigentums des Kreditinstituts an die Zentralbank mit der gleichzeitigen Rückabwicklung der Vermögensübertrag nach Laufzeitende statt. Weiterhin zählen zu den befristeten Transaktionen auch die Gewährung von befristeten Krediten gegen die Hinterlegung vorgegebener Sicherheiten (Pfandkredite) bzw. die Entgegennahme von befristeten Einlagen. Hierbei erhält der Gläubiger (d.h. das Eurosystem) durch das Kreditinstitut ein durchsetzungsfähiges Sicherungsrecht an dessen zu hinterlegenden Pfändern, ohne dass diese in den Besitz des Gläubigers übergehen. Vor Eintritt in die Europäische Währungsunion wickelte die Bundesbank befristete Transaktionen in Form von Pensionsgeschäften ab. Die EZB bietet seit 1999 diese Art der Geschäfte ausschließlich auf Basis einer Pfandpool-Lösung an, wobei keinem einzelnen Refinanzierungsgeschäft ein spezifisches Pfand zugeordnet wird. Beide Refinanzierungsarten gelten als revolvingende Geschäfte, wobei neuabgeschlossene Geschäfte die auslaufenden Geschäfte ersetzen, und nur eine Veränderung der Bilanzpositionen (P.2 – Einlagen auf Girokonten) stattfindet, wenn ein Ungleichgewicht zwischen Bereitstellung und Abschöpfung von Zentralbankliquidität auftritt.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) werden im Rhythmus von einer Woche angeboten und besitzen eine Laufzeit in gleicher Höhe. Sie dienen ausschließlich der Bereitstellung von Zentralbankliquidität, welche dezentral durch die nationalen Zentralbanken erfolgt, und sie signalisierten somit vor 2008 den geldpolitischen Kurs der EZB. Hierbei sind alle im Eurosystem ansässigen Kreditinstitute zu den HRGs zugelassen, da es theoretisch keine Beschränkung des zugelassenen Teilnehmerkreises an Kreditinstituten gibt. Zunächst führte das Eurosystem seit seines Inkrafttretens 1999 die HRGs als Mengentender durch, welche im Jahr 2000 durch das Zinstenderverfahren mit Mindestbietungssatz abgelöst wurde (vgl. Jarchow 2010, S. 143). Seit 2008 ist die EZB wieder zum Mengentenderverfahren zurückgekehrt, jedoch werden hierbei alle Gebote der Kreditinstitute vollständig und zum einheitlichen Zinssatz zugeteilt (sog. Vollzuteilungsverfahren) (vgl. Deutsche Bundesbank 2014b, S. 49; Jarchow 1988, S. 111). Bereits zu Zeiten der Bundesbank wurden die Wertpapierpensionsgeschäfte, welche zum Instrumentarium der Offenmarktgeschäfte zählten, im Mengentenderverfahren bis zu einem Betrag von einer Mio. DM ohne Repartierung voll zugeteilt. Das aktuelle Volumen dieser Geschäfte beläuft sich auf 9,4 Mrd. € (Stand: Juni/Juli 2017), wodurch die befristete Liquiditätsbereitstellung des Eurosystems keine Vorreiterrolle mehr einnimmt.

Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) machten vor der Finanzkrise 2008 nur einen geringen Anteil am Refinanzierungsvolumen der Offenmarktgeschäfte aus, da den HRGs eine Schlüsselrolle zukam. Auch bei dieser Geschäftsform erfolgt seit 2008 die Abwicklung über das Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung aller Gebote. Außergewöhnlich lange Laufzeiten von drei Jahren wurden Ende 2011 und Anfang 2012 in Form von zwei Geschäften angeboten (vgl. Görgens et al. 2014, S. 221). Hierzu zählen außerdem die *gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I/II)*. Die GLRG I wurden im Zeitraum von September 2014 bis Juni 2016 in Form von acht Geschäften erstmalig abgewickelt, wobei der Zinssatz der ersten beiden Geschäfte zehn Basispunkte über dem bei Inanspruchnahme geltenden HRG-Satz⁶ lag und ein Kreditlimit von sieben Prozent, der zum 30. April 2014 ausstehenden anrechenbaren Kredite galt (vgl. EZB 2014). Bei den nachfolgenden Geschäften wurde ein zusätzlicher Kreditanspruch gewährt, welcher einer Verdreifachung der Zunahme der Kreditvergabe an den Zielsektor seit April 2014 relativ zur Referenzgröße entspricht (vgl. Sachverständigenrat 2014, S. 139 f.). Bei Unterschreitung der Referenzgröße gab es eine Pflicht zur vorzeitigen Rückzahlung, welche bei den GLRG II abgeschafft wurde. Durch die zweite Tranche als GLRG II, welche von Juni 2016 bis März 2017 vierteljährlich in insgesamt vier Geschäften abgewickelt wurde, wird ein Volumen von ca. 1,6 Mrd. € als Zentralbankgeld bereitgestellt (vgl. EZB 2016b, S. 30; EZB 2016a). Die mögliche Kreditvergabe kann bis zu 30 Prozent der am 31. Januar 2016 ausstehenden anrechenbaren Kredite betragen, abzüglich der bereits vorher aufgenommenen GLRG-Kredite. Die Laufzeit dieser Refinanzierungsgeschäfte beträgt vier Jahre mit der Option zur vorzeitigen Rückzahlung nach zwei Jahren. Hierbei entspricht die mögliche Zinsuntergrenze dem bei Zuteilung geltenden Zinssatz der Einlagefazilität, wenn es zur

⁶ Für die ersten beiden Geschäfte ergibt sich ein Zinssatz von 0,15 Prozent.

Überschreitung i. H. v. 2,5 Prozent der Referenzgröße zur Kreditvergabe⁷ kommt. Aktuell beträgt dieser seit dem 16. März 2016 -0,4 Prozent. Demnach erhalten die Kreditinstitute zusätzliches Zentralbankgeld für die Aufnahme selbiges über die GLRG II, sofern die Nettokreditvergabe über dem individuellen Referenzwert lag. Hierbei wurde von einer vorzeitigen Pflichtrückzahlung bei der zweiten Tranche abgesehen und somit entspricht diese Geschäftsart einem LRG mit zweijähriger Laufzeit bei festem Zinssatz (vgl. Sachverständigenrat 2014, S. 140). Demnach findet nur eine rudimentäre Einschränkung des Einsatzes der zusätzlich bereitgestellten Liquidität statt, wobei diese Kontingentierung Vergleiche mit den Rediskontkontingenten bei der Vergabe des Diskontkredits zulässt. Weiterhin steht dieses Programm im Widerspruch zu der Zielsetzung des OMT- und QE-Programms, die Kreditkonditionen für den öffentlichen Sektor und Immobiliensektor erleichtern.

4.1.2 Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen

Feinsteuerungsoperationen (FSO) haben keine standardmäßig festgesetzte Laufzeit und werden von dem Eurosystem ad hoc eingesetzt, um unerwarteten Liquiditätsschwankungen entgegenzuwirken, die nicht durch die Mindestreserve stabilisiert werden können (vgl. EZB 2006, S. 15; EZB 2011, S. 115 ff.). Sie können sowohl zur Liquiditätsabschöpfung als auch –zuführung eingesetzt werden und setzen ein hohes Maß an Flexibilität voraus. Die Teilnahme an diesen Operationen ist aus operationalen Gründen nur für eine begrenzte Teilnehmerzahl zulässig, jedoch wurde dieses Verzeichnis im Zuge der Finanzmarkturbulenzen 2008 von etwa 140 auf ca. 2.000 Geschäftspartner ausgedehnt. *Strukturelle Operationen* (SO) dienen zur längerfristigen bzw. dauerhaften Anpassung des Liquiditätsbedarfs des Bankensektors im Eurosystem und werden regelmäßig oder unregelmäßig auf Initiative der EZB durchgeführt. Sie können über befristete Transaktionen, Emission von EZB-Schuldverschreibungen sowie endgültigen Käufen und Verkäufen abgewickelt werden. Hier ließe sich vermuten, dass die unbefristeten Staatsanleihekäufe im Rahmen des QE-Programms zu dem Instrument der strukturellen Operationen zuzuordnen sind. Laut der konsolidierten Bilanz des Eurosystems ist in Bilanzposition Aktiva 5.4. keinerlei Hinweis auf Anwendung dieser Operationen zu finden. Begründbar ist dieses durch die Fristigkeit der SO, wobei es beim QE-Programm keine Laufzeitbegrenzung gibt, und außerdem durch den hohen erforderlichen Kreditstandard.

4.2 Ständige Fazilitäten

Die Refinanzierungsmöglichkeit der ständigen Fazilitäten ermöglicht den Geschäftsbanken auf eigene Initiative, zu jedem Zeitpunkt und unabhängig von der Politik der Zentralbanken, auf Zentralbankgeld in unbegrenzter Höhe zurückzugreifen (vgl. Nautz 2000, S. 38 ff.; Görgens et al. 2014, S. 233). Die *Spitzenrefinanzierungsfazilität* (SpF) orientiert sich in ihrer Ausgestaltung sehr stark an dem

⁷ Diese Referenzgröße ermittelt sich aus den anrechenbaren Krediten, welche sich als Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte im Euroraum ohne Wohnungsbaukredite definieren. Hierbei findet ein impliziter Ausschluss von Krediten an die öffentliche Hand statt. Der Referenzzeitraum ist vom 01. Februar 2016 bis 31. Januar 2018.

Vorbild des Lombardkredits zur Zeit der Bundesbank. Zu einem vorher festgelegten Zinssatz können sich Kreditinstitute bis zum nächsten Geschäftstag Zentralbankgeld beschaffen, wobei die Bereitstellung mittels Übernacht-Pfandbriefe erfolgt. Ziel ist es hierbei, einen kurzfristigen Bedarf an Zentralbankgeld zu decken. Der Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität bildet dabei die obere Grenze für den Zinskorridor des Tagesgeldsatzes. Die *Einlagefazilität* (EF) bietet den Geschäftsbanken die Möglichkeit, Liquidität bis zum nächsten Geschäftstag verzinslich beim Eurosystem anzulegen. Hierzu zählen die Guthaben, die über das Mindestreserve-Soll von den Kreditinstituten gehalten und verzinslich in die Einlagefazilität übertragen werden. In den Perioden Juni/Juli 2017 entfielen von den durchschnittlich 36 Prozent der gesamten 1.642 Mrd. € an Reserven, die über dem Mindestreserve-Soll lagen, auf die Einlagefazilität und 64 Prozent wurden als Überschussreserve-Guthaben gehalten. Verwunderlich ist hierbei der steigende Bedarf an Überschussliquidität durch die massive Liquiditätsbereitstellung über die Wertpapierankaufprogramme, obwohl durch die negative Verzinsung für die Kreditinstitute hohe Kosten anfallen.

4.3 Quantitative Easing

Der Begriff Quantitative Easing (QE), auch als mengenmäßige Lockerung bezeichnet, beinhaltet beim Eurosystem verschiedene Einzelprogramme. Im Gegensatz zu den vorangegangenen Programmen, wozu das Programm für die Wertpapiermärkte (*Securities Markets Programme: SMP*) und die geldpolitischen Outright-Geschäfte an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen (*Outright Monetary Transactions: OMT*) zählen, zielt das QE-Programm neben der Beeinflussung von Marktzinsen in bestimmten Finanzsektoren auch auf die Bereitstellung von zusätzlichem Zentralbankgeld ab (vgl. Rohde 2014, S. 117). Das erweiterte Ankaufprogramm für Vermögenswerte (*Expanded Asset Purchase Programme: EAPP*), welches auch als Quantitative Easing bezeichnet wird, beinhaltet verschiedene Einzelprogramme, wozu das Programm zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (*Covered Bond Purchase Programme 3: CBPP3*), das Ankaufprogramm für Asset-Backed Securities (*Asset-backed Securities Purchase Programme: ABSPP*), das Programm zum Ankauf von Anleihen (*Public Sector Purchase Programme: PSPP*) sowie das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (*Corporate Sector Purchase Programme: CSPP*) zählen (vgl. Deutsche Bundesbank 2015a, S. 25; EZB 2016c). Aufgrund der neuen geldpolitischen Dimensionen ist insbesondere das Programm zum Ankauf von Anleihen von im Eurosystem ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen (PSPP) seit März 2015 von besonderem Interesse. Zum Umfang der Ankäufe von Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten wird der Kapitalschlüssel der EZB herangezogen (vgl. Deutsche Bundesbank 2014a). Der Kapitalschlüssel gibt den Prozentsatz jeder nationalen Zentralbank am gesamten gezeichneten Kapital der EZB an, wobei die Bemessung anhand der Größe jedes Mitgliedstaates im Verhältnis zur gesamten EU, hälftig jeweils bestimmt durch die Bevölkerungshöhe und das Bruttoinlandsprodukt, erfolgt. Das Eurosystem stellt über dieses geldpolitische Instrument den überwiegenden Teil an Zentralbankliquidität bereit, somit erfolgt darüber etwa dreiviertel der gesamten Zentralbankgeldbereitstellung der Offenmarktgeschäfte (vgl. Deutsche Bundesbank 2017, S. 25). Der aktuelle Bestand dieser Papiere beläuft sich auf 2.076 Mrd. € (Stand: Juni/Juli 2017), wobei der Anteil des PSPP-Programms am

höchsten ausfällt. Mit diesem Programm reiht sich das Eurosystem u.a. in die Riege des Federal Reserve Systems ein. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass die Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank sich grundsätzlich durch einen An- und Verkauf von Staatsanleihen über Offenmarktgeschäfte am Kapitalmarkt auszeichnet. Demnach findet über das QE-Programm lediglich eine Volumenaufstockung statt. Die EZB hingegen operiert am Geldmarkt vorrangig über befristete Transaktionen in Form von Hauptrefinanzierungsgeschäften und längerfristigen Refinanzierungsgeschäften. Weiterhin ist nur in der europäischen Währungsverfassung ein Verbot der monetären Staatsfinanzierung erwähnt (vgl. Art. 123 Abs. 1 AEUV; Art 21 Abs. 1 des EZB-Statuts). Den Zentralbanken außerhalb der europäischen Union ist diese Art der Staatshaushaltsfinanzierung nicht explizit untersagt.

Literaturverzeichnis

1. **Beckh, Susanne (1990)**, Das Instrumentarium der Deutsche Bundesbank seit dem Übergang zur Geldmengensteuerung - Bestandaufnahme und Entwicklungsperspektiven, 1990.
2. **Brockmann, Olaf (2001)**, Das geldpolitische Konzept der Deutschen Bundesbank: Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank im Prozess der monetären Integration Europas und der Deutschen Einheit, 2001.
3. **Coburger, Diter (1987)**, Die währungspolitischen Befugnisse der Deutschen Bundesbank: verwaltungsrechtliche Qualifikationen und Rechtsschutz, 1987.
4. **Deutsche Bundesbank (2017)**, Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht August 2017, S. 23 - 27.
5. **Deutsche Bundesbank (2016)**, Die Deutsche Bundesbank - Notenbank für Deutschland, November 2016.
6. **Deutsche Bundesbank (2015a)** Elemente realwirtschaftlicher Verankerung im geldpolitischen Handlungsrahmen, Monatsbericht Juni 2015, S. 38.
7. **Deutsche Bundesbank (2015b)**, Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht Februar 2015, S. 25-39.
8. **Deutsche Bundesbank (2014a)**, Das steckt hinter dem Kapitalschlüssel. https://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Themen/2014/2014_01_14_da_s_steckt_hinter_dem_kapitalschluessel.html, 14. Januar 2014.
9. **Deutsche Bundesbank (2014b)**, Implikationen der Geldmarktsteuerung des Eurosystems während der Finanzkrise, Monatsbericht April 2014, S. 39 - 63.

10. **Deutsche Bundesbank (1998)**, III. Geldmarkt- und Refinanzierungsgeschäfte der Bundesbank im Rahmen des Eurosystems, Geschäftsbericht 1998, S. 143-146.
11. **Deutsche Bundesbank (1995)**, Die Geldpolitik der Bundesbank, Oktober 1995.
12. **Deutsche Bundesbank (1985a)**, Geldpolitische Aufgaben und Instrumente: Sonderdruck der Deutschen Bundesbank Nr. 7, 1985.
13. **Deutsche Bundesbank (1985b)**, Wirtschaftsentwicklung und Notenbankpolitik. Geschäftsbericht 1985, S. 1 - 58.
14. **Deutsche Bundesbank (1985c)**, Die Wirtschaftslage in der Bundesrepublik Deutschland um die Jahreswende 1984/85, Monatsbericht Februar 1985, S. 1 - 43.
15. **Deutsche Bundesbank (1983)**, Die Wertpapierpensionsgeschäfte der Bundesbank, Monatsbericht Mai 198, S. 23 - 31.
16. **Deutsche Bundesbank (1982)**, Geschäftsbericht 1982, 1982.
17. **Deutsche Bundesbank (1975a)**, Regelungen für die Bemessung von Rediskont-Kontingenten. Monatsbericht April 1975, S. 21 - 28.
18. **Deutsche Bundesbank (1975b)**, Geschäftsbericht 1975, 1975.
19. **Deutsche Bundesbank (1974a)**, Geschäftsbericht 1974, 1974.
20. **Deutsche Bundesbank (1974b)**, Monatsbericht August 1974, 1974.
21. **Deutsche Bundesbank (1972)**, Geschäftsbericht 1972, 1972.
22. **Dickertmann, Dietrich; Siedenberg, Axel (1984)**, Instrumentarium der Geldpolitik, wisu-texte, 1984.
23. **Europäische Zentralbank (EZB 2016a)**, EZB kündigt neue Reihe gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG II) an, Pressemitteilung vom 10. März 2016, 2016.
24. **Europäische Zentralbank (EZB 2016b)**, Die zweite Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte, Wirtschaftsbericht 3/2016, 2016.
25. **Europäische Zentralbank (2016c)**, EZB gibt Einzelheiten des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP) bekannt, Pressemitteilung vom 21. April 2016.
26. **Europäische Zentralbank (EZB 2014)**, EZB kündigt geldpolitische Maßnahmen zur Verbesserung des Funktionierens des geldpolitischen Transmissionsmechanismus an, Pressemitteilung vom 5. Juni 2014, 2014.

27. **Europäische Zentralbank (EZB 2011)**, Die Geldpolitik der EZB, 2011.
28. **Europäische Zentralbank (EZB 2006)**, Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente, 2006.
29. **Europäische Zentralbank (EZB 2002)**, Die Liquiditätssteuerung der EZB, Monatsbericht Mai 2002, S. 45 - 58.
30. **Görgens, Egon; Ruckriegel, Karlheinz; Seitz, Franz (2014)**, Europäische Geldpolitik: Theorie, Empirie und Praxis, 2014.
31. **Hahn, Oswald (1992)**, Die Diskontpolitik der Zentralnotenbank, 1992.
32. **Issing, Otmar (1992)**, Einführung in die Geldpolitik, 1992.
33. **Jarchow, Hans-Joachim (2010)**, Grundriss der Geldpolitik, 2010.
34. **Jarchow, Hans-Joachim (1988)**, Theorie und Politik des Geldes: Geldmarkt und geldpolitische Instrumente, 1988.
35. **Mussel, Gerhard (1991)**, Grundlagen des Geldwesens, 1991.
36. **Nautz, Dieter (2000)**, Die Geldmarktsteuerung der Europäischen Zentralbank und das Geldangebot der Banken, 2000.
37. **Rohde, Armin (2016)**, Zum Einfluss der unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik des Eurosystems auf die Kreditvergabe, in: Brauneis, Alexander; Fritz-Schmied, Gudrun et al. (Hrsg.), Bewertung von Unternehmen: Festschrift für Wolfgang Nadvornik, 2016, S. 195 - 209.
38. **Rohde, Armin (2014)**, Unkonventionelle Maßnahmen der Geldpolitik: Eine kritische Beurteilung, in: Universität Tartu, Technische Universität Tallinn u.a. (Hrsg.), Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik: Entwicklungstendenzen in den EU-Mitgliedstaaten nach der Wirtschaftskrise, Nr. 2/2014, 2014, S. 111 - 130.
39. **Rohde, Armin (1995)**, Geldmarkt und Geldmarktsteuerung in der Bundesrepublik Deutschland, in: Ketzler, Eberhart; Francke, Hans- Hermann (Hrsg.), Konzepte und Erfahrungen der Geldpolitik, Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 13, 1995, S. 243 - 265.
40. **Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014)**, Massive geldpolitische Lockerung durch die EZB, Jahresgutachten 2014/15, S. 138 - 145.
41. **Schächter, Andrea (1999)**, Die geldpolitische Konzeption und das Steuerungsverfahren der Deutsche Bundesbank, 1999.

42. **Schultes, Dieter (1994)**, Bestimmungsfaktoren der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank. Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen Abt. A, Wirtschaftswissenschaft. 1994.
43. **Thomas, Karl (1988)**, Das Verhältnis von Refinanzierungs- und Offenmarktpolitik, in: Simmert, Diethard B.; Ehrlicher, Werner (Hrsg.), Wandlungen des geldpolitischen Instrumentariums, Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 10, 1988, S. 109 - 127.