

Menkhoff, Lukas

Article — Digitized Version

Offenmarkt- oder Refinanzierungspolitik für Europa?

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Menkhoff, Lukas (1995) : Offenmarkt- oder Refinanzierungspolitik für Europa?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 75, Iss. 6, pp. 313-319

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137251>

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.

Lukas Menkhoff*

Offenmarkt- oder Refinanzierungspolitik für Europa?

Im Vorfeld der Europäischen Währungsunion ist auch eine Entscheidung über die geeigneten geldpolitischen Instrumente für das Europäische System der Zentralbanken zu fällen. Während im europäischen Ausland die Offenmarktpolitik der Zentralbanken dominiert, wird in Deutschland auch auf die Refinanzierungspolitik zur Steuerung der Geldmenge zurückgegriffen. Welche Vor- und Nachteile besitzt die Refinanzierungspolitik?

Die Einrichtung einer Europäischen Währungsunion (EWU) hat Konsequenzen, die weit über die Fragen nach den daran teilnehmenden Ländern und nach dem geeigneten Zeitpunkt hinausgehen. Insbesondere sind einige mehr technische Voraussetzungen zu klären, bevor eine EWU tatsächlich in Kraft treten kann. Hierzu gehört auch die Frage nach der verfolgten geldpolitischen Strategie¹. Nicht zuletzt muß eine Einigung darüber erzielt werden, welche Instrumente das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) bzw. dessen „Direktorium“, die Europäische Zentralbank (EZB), zukünftig einsetzen will.

Aus mehreren Gründen ist die Offenmarktpolitik in dieser Instrumentendiskussion der klare „Favorit“²:

- Sie ist das einzige Instrument, das heute in den größeren Ländern Europas durchgehend verbreitet ist.
- Damit geht einher, daß Offenmarktpolitik das einzige Instrument ist, das im Verlauf der letzten 20 Jahre eindeutig an Bedeutung gewonnen hat.
- Schließlich ist Offenmarktpolitik schon seit längerem die in der wissenschaftlichen Diskussion bevorzugte Variante, weil sie als sehr effizient und nahezu wettbewerbsneutral gilt.

Während die beiden zuerst genannten Gründe in der politischen Umsetzung von erheblichem Gewicht sind und gegebenenfalls auch für vergleichsweise begrenzte Anpassungskosten bei der Umstellung nationaler Instrumentarien auf ein einheitliches europäisches Instrumentarium sorgen, soll im folgenden

allein der dritte Grund näher analysiert werden. Die heutigen geldpolitischen Instrumentarien decken nämlich eine erhebliche Bandbreite an Ausgestaltungsoptionen ab³, so daß im Einigungsprozeß grundsätzliche geldpolitische Erwägungen nicht nur von theoretischem Interesse sind, sondern eine Gestaltungschance haben.

Konkurrierende Refinanzierungspolitik

Um die Diskussion auf eine zentrale Frage zuzuspitzen, kann man von der Vielzahl geldpolitischer Instrumente die umstrittene Mindestreservpolitik ausklammern⁴. Sie wird nur von einigen Ländern in Europa genutzt und steht vor allem nicht in direkter Konkurrenz zur Offenmarktpolitik, sondern würde diese gegebenenfalls ergänzen. Anders liegt der Fall bei der Refinanzierungspolitik: Diese ist – in sehr verschiedener Form und Bedeutung – weit verbreitet; vor

* Für wertvolle Hinweise danke ich Christof Aignesberger und Klaus Krummrich.

¹ Vgl. z.B. Norbert Funke: Eine geldpolitische Strategie für eine Europäische Zentralbank, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 74. Jg. (1994), H.1, S. 50-56; für weitere Punkte siehe Peter Bofinger: Die europäische Währungsintegration in der Stufe II, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 74. Jg. (1994), H. 12, S. 627-632.

² Vgl. Lukas Menkhoff: Geldpolitische Instrumente der Europäischen Zentralbank. Eine Analyse unter den Gesichtspunkten Effizienz, Wettbewerbsneutralität und Dezentralität, Wissenschaft für die Praxis, Abt. Forschung, Bd. 5, Stuttgart 1995.

³ Vgl. beispielsweise Bruce Kasman: A Comparison of Monetary Policy Operating Procedures in Six Industrial Countries, in: Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review, Vol. 17, 1992, Nr. 2, S. 5-24.

⁴ Nimmt man die bei Issing genannte Liste geldpolitischer Instrumente zur Hand, so ist davon die Einlagenpolitik vertraglich bereits ausgeschlossen, Kreditplafondierung und selektive Geldpolitik dürften derzeit indiskutabel sein. Neben Moral Suasion und Maßnahmen zur Beeinflussung des internationalen Zahlungsverkehrs verbleiben also noch die drei im Text erwähnten Kerninstrumente; vgl. Othmar Issing: Einführung in die Geldpolitik, 5. Aufl., München 1993.

Dr. Lukas Menkhoff, 36, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für allgemeine Wirtschaftsforschung der Universität Freiburg.

allem aber stellt sie eine prinzipielle Alternative zur Offenmarktpolitik bei der Bereitstellung von Zentralbankgeld dar.

Hinsichtlich der Verbreitung der Refinanzierungspolitik in Industrieländern sind zwei Funktionen zu unterscheiden: Zum einen dient sie meist als eine Art Notventil bei der Beschaffung von Zentralbankgeld, das in Zeiten starker Geldmarktanspannung zu Sonderkonditionen in Anspruch genommen werden kann. In Deutschland handelt es sich um die Möglichkeit der Refinanzierung über den Lombardkredit. Zum anderen wird die Refinanzierungspolitik seltener, aber gegebenenfalls mit relativ größerem Volumen als im ersten Fall zur Grundfinanzierung der Kreditinstitute eingesetzt. In Deutschland wird diese Funktion vom Rediskontkredit übernommen.

Ein überkommenes Instrument?

Um die Analyse weiter zu fokussieren, soll im weiteren allein die zweite Funktion betrachtet werden, so daß hier der Einfachheit halber vom deutschen Rediskontkredit ausgegangen wird. Wo liegen die Schwächen, die diesem Instrument Kritik und rückläufige Bedeutung eingebracht haben? Im Vordergrund stehen drei Probleme:

Hinsichtlich der Steuerungseffizienz weist der deutsche Rediskontkredit zwei erhebliche Einschränkungen auf: Erstens beträgt die Laufzeit der Wechselgeschäfte etwa 70 Tage verglichen mit nur 14 Tagen bei regulären Wertpapierpensionsgeschäften. Zweitens hat sich gezeigt, daß das Wechselvolumen nicht mehr einfach gesteigert werden kann. Folglich sind die Reaktionsmöglichkeiten der Bundesbank sowohl in kontraktiver als auch in expansiver Richtung limitiert.

Vergleichsweise nebensächlich ist demgegenüber der Nachteil bei der Kosteneffizienz. Hier schlagen vor allem die aufwendigen Prüfungen der am Wechselgeschäft Beteiligten durch die Landeszentralbanken zu Buche, während bei Offenmarktgeschäften keine Einzelprüfungen anfallen.

Hart kritisiert wurde in der Vergangenheit auch die als unzureichend erachtete Wettbewerbsneutralität der Kontingentierung zinsgünstiger Rediskontgeschäfte⁵.

Diese hier grob skizzierte Diskussion spiegelt in etwa den Stand Ende der achtziger Jahre wider, wie er

sich nicht untypisch im Plädoyer Issings für die Offenmarktpolitik findet⁶. In dieser Perspektive wirkt die Refinanzierungspolitik als ein historisch gewachsenes, aber inzwischen überkommenes Instrument der Geldpolitik.

Die Debatte lehrt weiterhin, daß bei allem Streit um Offenmarkt- versus Refinanzierungspolitik zwei deutliche Eckpunkte den Bereich des relevanten Dissenses eingrenzen: Auf der einen Seite haben Befürworter der Offenmarktpolitik häufig keine Probleme mit einer Refinanzierungspolitik, die eine Ventilfunktion erfüllt. Auf der anderen Seite fordern Befürworter der Refinanzierungspolitik im allgemeinen aus Flexibilitätsgründen keine völlige Aufgabe der Offenmarktpolitik, sondern deren Ergänzung um die Refinanzierungskomponente.

Neue Gesichtspunkte

Wenn es an der oben begründeten, überwiegend ablehnenden Haltung inzwischen doch wieder einige Skepsis gibt, so kann man dies auf drei Ursachen zurückführen, die jeweils neue Gesichtspunkte in den Vordergrund rücken:

Es sind verschiedene Reformideen unterbreitet worden, um die Refinanzierungspolitik sozusagen zu „modernisieren“ und damit ihre Schwächen zu beseitigen oder doch teilweise zu heilen.

In den letzten Jahren haben Zweifel am volkswirtschaftlichen Nutzen einer ungebremsen Weiterentwicklung der Finanzmärkte zugenommen, die der Refinanzierungspolitik neue Aktualität verleihen.

Mit dem Maastrichter Vertrag ist das Ziel der Subsidiarität auch für die EWU vereinbart worden; dies läßt das Refinanzierungsinstrument aus einem neuen Blickwinkel attraktiv erscheinen.

Auf diese drei Gründe für eine positivere Bewertung der Refinanzierungspolitik soll im folgenden detaillierter eingegangen werden. Ganz besonderes Augenmerk wird auf den dritten Punkt gelegt, der eng mit der EWU verknüpft ist und in der Literatur bisher selten Berücksichtigung fand.

Reform der Refinanzierung

Hinsichtlich der in Deutschland praktizierten Form der Rediskontpolitik wurden bereits drei Kritikpunkte erwähnt. Die mangelnde Flexibilität der Redis-

⁵ Die Argumente finden sich bei Otmar Issing, Bernd Rudolph: Der Rediskontkredit – Die geldpolitische Bedeutung und der Einfluß des Rediskontkredits der Deutschen Bundesbank auf die Wettbewerbssituation im Bankensektor, Stuttgart 1988.

⁶ Otmar Issing: Das Instrumentarium der Deutschen Bundesbank – Argumente für eine Neuorientierung, in: Gottfried Bombach, Bernhard Gahlen, Alfred E. Ott (Hrsg.): Geldtheorie und Geldpolitik, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Bd. 17, Tübingen 1988, S. 61-75.

kontropolitik bei restriktiver Geldpolitik kann nicht überwunden werden, ohne den Charakter des Instruments zu ändern, so daß die Refinanzierungspolitik auch nicht zur kurzfristigen Steuerung, beispielsweise bei Währungsturbulenzen, eingesetzt wird⁷. Um die Grenzen des Instruments bei geldpolitischer Expansion zu erweitern, scheint eine Ausdehnung der zugelassenen Papiere – über gute Handelswechsel hinaus – notwendig. Denn bereits beim heutigen Volumen regt das geldpolitische Instrument im Grenzfall die Wirtschaft zur „Produktion“ solcher Wechsel an, statt daß diese in reichlichem Maße vorhanden wären.

Ein Beispiel für eine solche Ausweitung der Refinanzierungspolitik hat die Bundesbank selbst geliefert, als sie den ostdeutschen Kreditinstituten vorübergehend die Einreichung von Solawechseln gestattete. Ansonsten mag es naheliegen, ähnlich wie in Frankreich bereits praktiziert, auch eine Abtretung erstklassiger Kreditforderungen als Unterlegung einer Refinanzierung bei der Zentralbank zuzulassen. Wie auch immer man im einzelnen vorgehen würde, im Ergebnis käme man zu breiteren „Standing facilities“.

Um die administrativen Kosten der Rediskontpolitik zu senken, muß an der aufwendigen Einzelfallprüfung von Wechselgeschäften angesetzt werden. Hier sehen manche Beobachter noch Spielraum zur Vereinfachung und damit Kostenreduktion. Letztlich ist jedoch zu fragen, warum man die bei diesen Analysen gewonnenen Bilanzinformationen dem Refinanzierungsinstrument anlastet. Alternativ wäre vorstellbar, daß entweder die Kosten dieser Informationsgewinnung kalkulatorisch vom Handelswechsel getrennt oder aber solche Informationen auf gänzlich andere Weise beschafft werden. Im zweiten Fall muß man annehmen, daß Handelswechsel nicht mehr zu den Papieren zählen würden, die den Standing facilities unterliegen. Vielmehr würden sich dann – ähnlich wie heute bei den Wertpapierpensionsgeschäften – Papiere durchsetzen, die längerfristig für geldpolitische Zwecke gebunden bleiben.

Wettbewerbsneutrale Refinanzierungspolitik?

Im Unterschied zu den obigen eher technischen Punkten gilt eine als unzureichend erachtete Wettbewerbsneutralität als wohl größte prinzipielle Schwäche der Refinanzierungspolitik. Das Problem liegt darin, daß bei diesem Instrument die Kreditinstitute aus eigener Initiative an die Zentralbank her-

antreten. Will letztere die Geldversorgung eng kontrollieren, dann muß sie die Konditionen der Refinanzierung so attraktiv gestalten, daß die Kreditinstitute ihre Entscheidungsmöglichkeit faktisch nicht nutzen. Dies wiederum erfordert eine Verteilung der knappen Refinanzierungslinien mittels Kontingentierung. Die Kritik an der in Deutschland geübten Praxis kommt aus zwei Richtungen: Zum einen stört der ordnungspolitische Makel einer wie auch immer gearteten Kontingentierung beim Angebot von Zentralbankgeld⁸, zum anderen fühlen sich einige Kreditinstitute gegenüber anderen benachteiligt⁹.

Will man nun den Charakter der Refinanzierungspolitik nicht grundlegend ändern, so gibt es keine echte Alternative zur Kontingentierung. Prüfwert ist jedoch, inwieweit sich die Allokationsverzerrung im Vergleich zum reinen Marktergebnis vermindern läßt. Dafür kommen zwei Ansatzpunkte in Betracht: der Zinssatz und der Verteilungsschlüssel. Ersterer – als Diskontsatz – liegt heute teilweise beträchtlich unter dem Pensionsatz, der aus Sicht der Kreditinstitute die alternative Beschaffungsquelle für Zentralbankgeld darstellt. Im Jahr 1994 betrug der durchschnittliche Abstand 0,43 Prozentpunkte, mit einer Spanne zwischen 0,25 Prozentpunkten im Januar und 0,62 Prozentpunkten im März¹⁰. Eine Reform könnte diese Lücke verringern, indem der Refinanzierungssatz beispielsweise als Pensionsatz abzüglich einem geringfügigen Abschlag festgesetzt wird.

Was den gegenwärtigen Verteilungsschlüssel angeht, so orientiert dieser sich, neben dem Eigenkapital und der gewöhnlichen Nutzung eines Kontingents, maßgeblich am Anteil des kurzfristigen Kreditvolumens am gesamten Kreditvolumen eines Instituts¹¹. Issing und Rudolph haben auf den unerwünschten Effekt hingewiesen, daß eine Ausweitung des langfristigen Kreditgeschäfts eines Instituts – ceteris paribus – zur Kürzung seines Kontingents führt. Sie schlagen deshalb unter anderem eine Verteilung

⁸ Deutlich herausgearbeitet bei Hermann Remsperger: Geldmarktpolitik aus Bankensicht, in: Die Bank, H. 5, 1994, S. 260-265.

⁹ In diesem Sinne hatte sich mehrfach der damalige Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes, Helmut Geiger, geäußert; vgl. beispielsweise Helmut Geiger: Das Verhältnis von Refinanzierungs- und Offenmarktpolitik, in: Werner Ehrlicher, Diethart B. Simmert (Hrsg.): Wandlungen des geldpolitischen Instrumentariums der Deutschen Bundesbank, in: Beihefte zu Kredit und Kapital, H. 10, Berlin 1988, S. 129-142.

¹⁰ Die Daten sind nach Tagen gewichtete Durchschnitte; vgl. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistischer Teil VI.

¹¹ Eine detaillierte Diskussion der gegenwärtigen Kontingentierungspraxis der Bundesbank findet sich in Otmar Issing, Bernd Rudolph, a.a.O.; präziser geht es um das (etwas bereinigte) Verhältnis der kurz- und mittelfristigen Kredite an Nichtbanken zum Geschäftsvolumen eines Instituts.

⁷ Die Kurzfristigkeit des dabei auftretenden Handlungsdrucks erkennt man daran, daß die Bundesbank die Laufzeit der regulären Wertpapierpensionsgeschäfte anlässlich der EWS-Turbulenzen im Herbst 1992 von vier auf zwei Wochen zurückgeführt hat.

anhand des absoluten kurzfristigen Kreditvolumens anstelle dessen Anteils an der Kreditgewährung vor.

Des Weiteren ist zu fragen, ob die historisch gewachsene Verknüpfung von Refinanzierung mit kurzfristigen Handelswechslern noch angemessen ist. Aus ordnungspolitischer Perspektive geht es hier um das Problem einer möglichst fairen Verteilung von „Subventionen“, die nach Maßgabe einer bestimmten Geschäftsart – wie der Vergabe kurzfristiger Kredite – kaum angemessen erscheint. Eine Alternative kann in einer Verteilung entsprechend dem Eigenkapital der Institute bestehen, weil dieses Maß weniger auf eine bestimmte Geschäftsart abstellt und zudem – mit dem Blick auf Europa – bereits international harmonisiert wurde¹².

Ernstzunehmende Alternative

Im Gegensatz zum Diskussionsstand Ende der achtziger Jahre machen meines Erachtens erst Reformen, wie sie oben skizziert wurden, die Refinanzierungspolitik zu einer ernstzunehmenden Alternative der Offenmarktpolitik. Sie ist dann nicht mehr quantitativ limitiert, nicht mehr ungleich teurer in der Durchführung, und das Ausmaß an Wettbewerbsverzerrung, das von manchen selbst bei der heutigen Praxis der Bundesbank als marginal erachtet wird¹³, ließe sich weiter verringern.

Neben solchen Reformideen, die die Refinanzierungspolitik immer noch in einer „defensiven Position“ belassen, gibt es auch Stimmen, die für dieses geldpolitische Instrument spezifische Vorteile reklamieren. Eine Gruppe von Argumenten läßt sich so verstehen, daß Refinanzierungspolitik als ein Mittel angesehen wird, volkswirtschaftlich wünschenswerte Eigenschaften des Finanzsystems zu bewahren. Dabei handelt es sich um drei „gefährdete“ Eigenschaften:

- eine prinzipiell bevorzugte langfristige Handlungsperspektive in der Volkswirtschaft, wobei insbesondere auf eine langfristig angelegte Staatsverschuldung abgestellt wird;
- den Vorrang privater Schuldverhältnisse gegenüber den Finanzierungsansprüchen des Staates;

¹² Vgl. dazu auch Lukas Menkhöf, a.a.O.

¹³ Vgl. Karl Thomas: Das Verhältnis von Refinanzierungs- und Offenmarktpolitik, in: Werner Ehrlicher, Diethart B. Simmert (Hrsg.), a.a.O., S. 109-127.

¹⁴ Vgl. beispielsweise Wilhelm Gaddum: Aktuelle Fragen der Geldpolitik, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 32, 9. 5. 1994, S. 1-3; Otmar Issing: Notenbank und Börse – Geldpolitik und der Finanzplatz Deutschland, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 47, 5. 7. 1994, S. 2-5.

- ein Funktionieren der Realwirtschaft, unbehindert von störenden Einflüssen der Finanzmärkte.

Längerfristige Perspektiven

Mitglieder des Zentralbankrates haben sich in der jüngeren Vergangenheit deutlich gegen „Short-termism“ in der öffentlichen Schuldenpolitik, aber indirekt auch in der Wirtschaft, ausgesprochen¹⁴. Dahinter dürfte die Sorge stehen, daß im allgemeinen kürzerfristige Handlungsorientierungen nicht zum langfristigen Wohl der Volkswirtschaften sind. Es leuchtet unmittelbar ein, daß die für die Entwicklung essentiellen Investitionen wie auch die Gestaltung wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen einen weiten Zeithorizont der Verantwortlichen erfordern. Der Blick auf kurzfristige Vorteile mag dabei nicht immer unbedingt hilfreich sein. Solche Argumente werden nicht zuletzt durch die Entwicklung auf den Finanzmärkten untermauert, wo die neuen Informationstechnologien und Techniken der Performance-Messung gewiß nicht die langfristige Perspektive stärken.

Für die Geldpolitik kann ein Beitrag, dieser Entwicklung entgegen zu wirken, darin bestehen, ihre eigenen Handlungen nicht nur zu verstetigen, sondern auch den Märkten möglichst wenig Anlaß zu Spekulationen zu liefern. Eine konkrete Maßnahme läßt sich in einer etwas längerfristigeren Versorgung mit Zentralbankgeld erblicken, wie sie die trägere Refinanzierungspolitik gewährleistet. Da dies die direkte Steuerung nicht tangiert, handelt es sich allerdings eher um eine mögliche psychologische Wirkung auf die Marktteilnehmer¹⁵.

Vorrang privater Schuldverhältnisse

Es ist ein altes Argument zugunsten der Rediskontpolitik, daß sie auf private Schuldverhältnisse abstellt, während die Offenmarktpolitik traditionellerweise auf Staatspapieren aufbaut. Zwar spielt die Frage, wer die der Geldpolitik unterliegenden Papiere begeben hat, keine primäre Rolle für deren Effizienz, es drückt jedoch etwas über die Nähe zu den jeweiligen Institutionen aus. Insofern mag es nicht verwundern, daß sich der Präsident der in besonderem Maße regierungsunabhängigen Bundesbank weit vorgewagt hat mit seiner Vorstellung, daß ein Übergewicht privater Papiere eine Bedingung für die Geldpolitik der EZB sei¹⁶.

¹⁵ Wichtiger wäre in diesem Zusammenhang ein defensives Auftreten am Geldmarkt, wofür eine Mindestreserve hilfreich sein mag. Es sei als Kuriosum vermerkt, daß den Wertpapierpensionsgeschäften zwar längerfristige Staatspapiere zugrunde liegen, die Refinanzierungspolitik sich aber auf kurzfristige Handelswechsel stützt.

Beurteilt man die unterschiedlichen Schuldverhältnisse nur hinsichtlich der praktischen Durchführung der Geldpolitik, so überrascht die Bevorzugung staatlicher Papiere für die Offenmarktpolitik nicht, da sie von der Bonität und Fungibilität her meist als erstklassig anzusehen sind. Anders gewendet: Die Refinanzierungspolitik kann leichter auf private Papiere zurückgreifen, weil eher Zeit zur Bonitätsprüfung besteht und die Fungibilität aufgrund der selteneren Transaktionen nicht so wichtig ist.

Abschirmung der Realwirtschaft

Schließlich haben Hesse und Braasch ein drittes Argument zugunsten der Refinanzierungspolitik hinzugefügt¹⁷: Sie reklamieren einen Abschirmungsbedarf der Realwirtschaft gegenüber Störungen durch die Finanzmärkte und schlagen eine Refinanzierungspolitik (in der Form von Standing facilities) als geeignetes Hilfsmittel vor. Standing facilities sollen dabei die Realwirtschaft zu vergleichsweise kontinuierlichen Konditionen mit Zentralbankgeld versorgen, während die Offenmarktpolitik auf Impulse von den Finanzmärkten flexibel reagieren kann. Auch hier wird deutlich, daß eine Refinanzierungspolitik der Absicht entspricht, volkswirtschaftlich wünschenswerte Eigenschaften des Finanzsystems zu bewahren.

Ohne auf den erheblich differenzierter argumentierenden Beitrag von Hesse und Braasch hier näher einzugehen, wirft er offenbar zwei fundamentale Fragen auf: Gibt es den konstatierten Abschirmungsbedarf, und wie sollte auf „Störungen“ von den Finanzmärkten reagiert werden? So kommt Remsperger bezüglich der ersten Frage implizit zu einer erheblich optimistischeren Einschätzung und sieht die realwirtschaftliche Verankerung der Geldpolitik mit der Verfolgung von Geldmengenzielen, die auf realem Wachstum der Volkswirtschaft aufbauen, als erfüllt an¹⁸. Selbst wenn man aber der Diagnose von Hesse und Braasch weitgehend zustimmt, muß man nicht zu denselben Schlußfolgerungen kommen, weil – möglicherweise geeignetere – Handlungsoptionen außerhalb des geldpolitischen Instrumentariums bestehen¹⁹.

¹⁶ Vgl. Hans Tietmeyer: Monetary Policy Instruments: National Experiences and European Perspectives, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 41, 13. 6. 1994, S. 1-2.

¹⁷ Vgl. Helmut Hesse, Bernd Braasch: Zum „optimalen“ Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Bernhard Gahlen, Helmut Hesse, Hans Jürgen Ramser (Hrsg.): Europäische Integrationsprobleme aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht, Schriftenreihe des Wirtschaftswissenschaftlichen Seminars Ottobeuren, Bd. 23, Tübingen 1994, S. 161-183.

¹⁸ Vgl. Hermann Remsperger, a.a.O.

¹⁹ Weitergehendere Ableitungen finden sich in Lukas Menkhoff, a.a.O.

Exklusive Refinanzierungsvorzüge

Allgemein ausgedrückt sollte nicht übersehen werden, daß das Ziel in allen drei oben angesprochenen Fällen nicht unbedingt mittels Refinanzierungspolitik angestrebt werden muß, sondern auch eine Modifikation der Offenmarktpolitik in Betracht kommen kann. Hinsichtlich der Fristigkeit läßt sich ein Teil der Offenmarktgeschäfte längerfristiger als heute mit den Wertpapierpensionsgeschäften abwickeln, und hinsichtlich der Schuldner können auch private Papiere für Offenmarktgeschäfte verwendet werden²⁰. Was die Abschirmung der Realwirtschaft betrifft, wird darauf hingewiesen, daß eine Verstärkung der aufsichtsrechtlichen Instrumente oder die Einführung von Transaktionssteuern sachgerechte Alternativen sind.

Insofern mag die Refinanzierungspolitik aufgrund der vorgebrachten Bedenken zwar an Attraktivität gewinnen, doch könnte es sein, daß ihre Vorzüge nicht exklusiv sind. Aber genau eine solche exklusive Beziehung scheint es zwischen der Refinanzierungspolitik und dem Ziel der Subsidiarität zu geben, dem sich die EU-Staaten verpflichtet haben²¹.

Subsidiarität in der Geldpolitik

Indem die Subsidiarität als Ziel der Europäischen Union vertraglich fixiert wird, ist sie nicht mehr nur wünschenswerte Begleiterscheinung politischen Gestaltens, sondern tritt neben anderen Zielen in eine Zielhierarchie. Im allgemeinen soll nämlich immer dann Kompetenz auf höher gelagerte, d.h. zentralisierte Entscheidungsinstanzen abgegeben werden, wenn dies aus Effizienzgründen angezeigt scheint. Folglich ist Effizienz als das höherrangige Ziel anzusehen. Gibt es aber unter der Vorgabe eines effizienten geldpolitischen Instrumentariums noch sinnvollen Spielraum, um dem Subsidiaritätsziel gerecht zu werden?

Hier dürfte es zweckmäßig sein, zwei organisatorische Aspekte einer europäischen Geldpolitik zu unterscheiden: zum einen die Ziel- und Strategiediskussion, zum anderen deren instrumentelle Umsetzung. Hinsichtlich der strategischen Entscheidungen bedeutet Subsidiarität im wesentlichen, daß dezentrale Einheiten – wie die nationalen Zentralbanken und eventuell auch die heutigen Landeszentralbanken – in

²⁰ Vgl. in diesem Sinne: Otmar Issing: Das Instrumentarium der Deutschen Bundesbank, a.a.O.; Hermann Remsperger, a.a.O.

²¹ Vgl. in diese Richtung beispielsweise Carlo Monticelli, José Vinals: European Monetary Policy in Stage Three: What Are the Issues?, CEPR Occasional Paper Nr. 12, 1993, hier S. 20 ff.; oder Horst Schulmann: Europäische Zentralbank: Das Frankfurter Modell für die europäische Geldpolitik, in: Landesbank Hessen-Thüringen (Hrsg.): Finanzplatz Frankfurt, Frankfurt 1994, S. 19-33.

Beteiligung an regulären Wertpapierpensionsgeschäften

Monate im Jahr 1994	Anzahl der Geschäfte	Anzahl der bietenden Kreditinstitute (Durchschnitt)	Zuteilungsquote		Extreme Quoten	
			durchschnittlich für Bieter in %	durchschnittlich für Mengen in %	für Bieter in %	für Mengen in %
Januar	4	414	–	76	–	61-100
Februar	4	414	–	71	–	66-79
März	5	426	86	69	68-94	52-74
April	4	413	84	68	79-87	57-72
Mai	4	411	83	68	75-91	66-70
Juni	5	431	88	63	79-94	60-67
Juli	4	496	85 ^a	54	81-92 ^a	40-68
August	4	573	–	33	–	30-36
September	5	592	–	30	–	27-31
Oktober	4	666	–	28	–	24-32
November	4	643	–	28	–	24-33
Dezember	5	768	–	29	–	21-37
1994	52	523	85	44	–	–

^a Angabe bezieht sich nur auf die drei Zinstender im Juli.

Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, Statistischer Teil VI. 3.

die Entscheidungsfindung integriert werden. Hinsichtlich der Umsetzung finden sich gelegentlich Ideen einer gewissen Selbständigkeit nationaler Zentralbanken beispielsweise im Instrumenteneinsatz²². Sieht man aber einmal von zeitlich sehr begrenzten Übergangserscheinungen ab²³, so demonstriert ein Gedankenexperiment, daß es keinen relevanten nationalen Spielraum gibt: Die nationalen Zentralbanken werden den heutigen deutschen Landeszentralbanken entsprechen, so daß wegen der geringen Transaktionskosten für Kapital die massive Arbitrage eventuelle Vorteile bei irgendeinem Instrument zwingend zum Marktstandard macht²⁴.

Subsidiarität und Wettbewerbsneutralität

Insofern bezieht sich das Ziel der Subsidiarität im Bereich der Umsetzung vor allem auf die Auswirkungen der geldpolitischen Handlungen auf die Kreditinstitute. Allerdings postuliert bereits das generelle ordnungspolitische Ziel der Wettbewerbsneutralität, daß das geldpolitische Instrumentarium nicht bestimmte Institute bevorzugen oder benachteiligen sollte. Läßt sich unter dieser Restriktion das Ziel der Subsidiarität noch in eigenständiger Weise füllen?

²² Vgl. Hans-Jürgen Treutler: Vorbereitung der einheitlichen Geldpolitik in der dritten Stufe der WWU, in: Wolfgang Gebauer (Hrsg.): Geld-Währung-Kapitalmarkt, Working Papers, Nr. 27, Frankfurt/Main 1992.

²³ Dies dürfte vor allem die Phase betreffen, in der es zwar einen einheitlichen Währungsraum gibt, aber noch die jeweiligen nationalen Denominationen. Diese sorgen für wenigstens minimale Friktionen und verhindern damit perfekte Substitutionalität.

²⁴ Vgl. auch Horst Schulmann, a.a.O., hier S. 25 ff.

Vermutlich handelt es sich in erster Linie um eine andere Akzentsetzung: Während Wettbewerbsneutralität eher ein Diskriminierungsverbot bedeutet, stellt das Subsidiaritätsziel eher ein Erleichterungsgebot dar. Geht man davon aus, daß Subsidiarität eine Präferenz für kleinere Kreditinstitute gegenüber größeren impliziert²⁵ und dies eine politisch vorgegebene Norm darstellt, würde Wettbewerbsneutralität bedeuten, daß kleinere Institute nicht diskriminiert werden sollen, also konkret nicht von Geschäften ausgeschlossen werden dürfen. Subsidiarität soll so verstanden werden, daß kleinere Institute zwar nicht bevorzugt werden, daß aber die Rahmenbedingungen staatlichen Handelns in einer Weise gestaltet werden, daß ihre Existenz erleichtert wird. Daß diese möglicherweise als spitzfindig empfundenen Formulierungen bedeutsam sind, zeigt im folgenden die Analyse des geldpolitischen Instrumentariums.

Problematische Offenmarktpolitik

Es bedarf keiner näheren Ausführung, daß die Direktansprache einiger Kreditinstitute, wie sie beispielsweise Schnelltender erfordern, aus ordnungspolitischen Gründen negativ zu beurteilen ist. In diesem Zusammenhang hat Remsperger den anschaulichen Begriff der „Zwei-Klassen-Gesellschaft“ verwendet: „eine Handvoll Banken mit und viele Banken ohne einen direkten Geldmarktdraht zur

²⁵ Dies ist eine verkürzte Argumentation. Dabei wird angenommen, Subsidiarität und Dezentralität gingen Hand in Hand. Letztere wird im Zweifelsfall eher durch kleinere Entscheidungseinheiten erreichbar sein.

Zentralbank²⁶. Was im Fall der Schnelltender sehr deutlich wird, trifft aber ähnlich auf reguläre Wertpapierpensionsgeschäfte zu: Faktisch hat nur eine Minderheit von Kreditinstituten durch dieses Instrument einen direkten Zugang zur Zentralbank²⁷.

Während fast 4000 Institute an die Bundesbank berichten, beteiligt sich weniger als ein Viertel davon, manchmal auch nur ein Zehntel, an den Ausschreibungen (vgl. Tabelle). Selbst wenn man wegen der zweiwöchigen Laufzeit der Pensionsgeschäfte die jeweilige Anzahl „verdoppelt“, so bleibt dies eine Minderheit. Aus wettbewerbspolitischer Perspektive ließe sich nun argumentieren, daß keinem Institut der Zugang verwehrt wird – nicht umsonst wird Offenmarktpolitik deshalb oft als ausgesprochen wettbewerbsneutral angesehen. Doch gibt es vermutlich einen bedeutenden Unterschied zwischen einem formellen Recht und den materiellen Möglichkeiten, ein Recht tatsächlich zu nutzen. Warum also beteiligen sich die meisten deutschen Kreditinstitute nicht regelmäßig an Ausschreibungen für Wertpapierpensionsgeschäfte?

In früheren Untersuchungen zu dieser Frage wird bereits das zentrale Element eines aktiven Geldhandels solcher Institute angesprochen, allerdings begrenzt auf das Problem einer „Entsorgung“ eventueller übergroßer Zuteilungen bei Mengentendern²⁸. Dieser in der Literatur diskutierte Fall scheint aber die tatsächlichen Schwierigkeiten vieler Kreditinstitute eher exemplarisch zu beleuchten, als wirklich auszuschöpfen. So findet sich dafür auch keine indirekte Bestätigung im Bietungsverhalten der Institute, da Mengentender eher von mehr Instituten als Zinstender wahrgenommen werden. Man kann wohl sagen, daß Institute ohne aktiven Geldhandel, d.h. also tendenziell kleinere Institute, generell schlechter mit einer un stetigen Zentralbankgeldversorgung umgehen können – wie sie in den schwankenden Zuteilungsquoten in der Tabelle zum Ausdruck kommt – als größere

²⁶ Hermann Remsperger, a.a.O., S. 265.

²⁷ Daß solch ein Zustand auch in den Augen der Bundesbank problematisch sein kann, verdeutlicht Reimut Jochimsen, der sich für ein „Höchstmaß an Direktvertrieb unseres Produktes ‚Zentralbankgeld‘“ ausspricht; siehe Reimut Jochimsen: Ausführungen, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 16, 8. 3. 1994, S. 5-7.

²⁸ Vgl. Susanne Beckh: Die Wertpapierpensionsgeschäfte der Bundesbank. Der Wandel von einem Instrument der Feinststeuerung zu einem Instrument der Dauerrefinanzierung, in: Sparkasse, 103. Jg., 1986, H. 11, S. 484-487; Otmar Issing: Das Instrumentarium der Deutschen Bundesbank, a.a.O.; und die dort angegebene Literatur.

²⁹ Dieser qualitativ aus Gesprächen gewonnene Eindruck eines Zusammenhangs von Größe der Kreditinstitute und Teilnahme an Wertpapierpensionsgeschäften ließe sich statistisch überprüfen, meines Wissens allerdings nicht anhand veröffentlichter Zahlen.

Wettbewerber²⁹. Positiv ausgedrückt ist eine verlässlich planbare Versorgung für diese Institute von besonderer Bedeutung.

Diese Beobachtungen führen wieder zur Frage einer sinnvollen Ausgestaltung des Subsidiaritätsziels zurück. Wenn Subsidiarität bedeuten soll, daß man kleine Institute nicht nur nicht diskriminiert, sondern ihr Arbeiten wirksam erleichtert, dann ist ein geldpolitisches Instrument, das sie faktisch „unterklassig“ macht, nicht zielgerecht. Die „Zwei-Klassen-Gesellschaft“ wird demnach – im Rahmen der hier diskutierten konkreten Ausgestaltungen – zwar von der Offenmarktpolitik, nicht aber von der Refinanzierungspolitik hervorgerufen.

Dies impliziert sicher nicht, die Offenmarktpolitik generell abzulehnen. Vielmehr hat diese ihre unverkennbaren Vorzüge in der kürzerfristigen Geldmarktsteuerung. Das Ziel der Subsidiarität zu verfolgen bedeutet also, Offenmarktpolitik zu ergänzen. Da eine europäische Währungsunion zudem einige interventionsintensive Wechselkursbandbreiten hinfällig macht, dürfte der Raum für eine Refinanzierungspolitik im Vergleich zu heute spürbar zunehmen.

Fazit

Im Rahmen der EWU ist derzeit die Frage der einzusetzenden geldpolitischen Instrumente zu klären. Während die Offenmarktpolitik dabei der klare Favorit zu sein scheint und die Refinanzierungspolitik häufig als inflexibel, teuer und wettbewerbsverzerrend angesehen wird, wurden hier drei zusätzliche Gesichtspunkte angesprochen: Reformideen der Refinanzierungspolitik, realwirtschaftliche Nebenwirkungen verschiedener instrumenteller Ausgestaltungen und das zusätzliche Ziel einer subsidiär ausgerichteten EWU.

Reformen der Refinanzierungspolitik machen diese wieder zu einem diskussionswürdigen Instrument, das in Konkurrenz zur Offenmarktpolitik treten kann. Die realwirtschaftlichen Bedenken sprechen für die Refinanzierungspolitik, doch ließe sich im wesentlichen auch die Offenmarktpolitik in der gewünschten Richtung modifizieren. So ist es vor allem das Ziel der Subsidiarität, das der Refinanzierungspolitik derzeit einen exklusiven Vorteil verschafft. Selbst wenn die Refinanzierungspolitik also ein wenig aufwendiger in der Handhabung sein sollte als die Offenmarktpolitik, so entspricht sie dafür einem zentralen Gestaltungsmerkmal der EU, dem Subsidiaritätsgedanken. Warum also nicht so wenig Offenmarktpolitik wie nötig, aber so viel Refinanzierungspolitik wie möglich für Europa?