



## Zentralbankpolitik - einst und jetzt

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otmar Issing, Center for Financial Studies

### Abstract:

Am 20. Januar 2021 veranstalteten das Institut für bankhistorische Forschung und das Center for Financial Studies eine vielbeachtete Video-Konferenz zum Thema „Die Rolle von Zentralbanken in Krisenzeiten - Lehren aus der Zeit vor 1800“. Anlass war das Erscheinen des Buches von Ulrich Bindseil „Central Banking before 1800“(Oxford 2019). Derselbe Autor hatte einige Jahre zuvor bereits ein ebenfalls bemerkenswertes Buch veröffentlicht: „Monetary Policy Operations and the Financial System“(Oxford 2014). Dieser Beitrag bringt Kommentare zu beiden Publikationen verbunden mit eigenen Überlegungen zur Notenbankpolitik.

JEL-Classification: E5, N2

IBF Paper Series  
Banking and Finance in Historical Perspective  
ISSN 2510-537X

Herausgeber / Editorial Board  
Prof. Dr. Carsten Burhop  
Prof. Dr. Joachim Scholtyseck  
Prof. Dr. Moritz Schularick  
Prof. Dr. Paul Thomes

Redaktion / Editorial Office  
Hanna Floto-Degener  
Geschäftsführerin  
IBF - Institut für Bank- und Finanzgeschichte e.V.  
Eschersheimer Landstraße 121-123  
D-60322 Frankfurt am Main  
Germany  
Tel.: +49 (0)69 6314167  
Fax: +49 (0)69 6311134  
E-Mail: [floto-degener@ibf-frankfurt.de](mailto:floto-degener@ibf-frankfurt.de)  
Satz: Pauline Lauch

© IBF - Institut für Bank- und Finanzgeschichte / Institute for Banking and  
Financial History, Frankfurt am Main 2021

# Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otmar Issing



Prof. Issing ist Präsident des Center for Financial Studies seit dem Jahr 2006. Darüber hinaus ist er Vorsitzender des Kuratoriums der Gesellschaft für Kapitalmarktforschung e.V. und Vorsitzender des Kuratoriums des House of Finance an der Goethe-Universität Frankfurt. Von 1998 bis 2006 war Prof. Issing Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank (EZB), zuständig für die Generaldirektionen Volkswirtschaft und Volkswirtschaftliche Forschung.

Kontakt: Goethe-Universität, House of Finance  
60323 Frankfurt am Main  
E-Mail: Sabine Kimmel, Assistant to Prof. Issing, [kimmel@ifk-cfs.de](mailto:kimmel@ifk-cfs.de)

## Zentralbankpolitik - einst und jetzt

### Inhalt

1. Zentralbankpolitik vor 1800	1
2. Geldpolitische Operationen in normalen Zeiten und in der Krise	4
2.1 Geldpolitische Operationen in normalen Zeiten	4
2.1.1 Die Wahl der Instrumente	5
2.1.2 Die Mindestreservepolitik	6
2.1.3 Andere geldpolitische Operationen	6
2.2 Geldpolitische Operationen in Zeiten der Krise	9
3. Schlussbemerkung	11

# 1. Zentralbankpolitik vor 1800

Im Jahre 2018 feierte die Sveriges Riksbank ihren 350. Geburtstag in großem Rahmen mit einer Veranstaltung im Parlament und einem Galaempfang einschließlich einer Ansprache des Königs. Wissenschaftlich begleitet wurde der Anlass von einer Konferenz und einem Band mit Beiträgen zur Geschichte der 12 wichtigsten Notenbanken der Welt.

Gemeinhin gilt die Schwedische Reichsbank als älteste Notenbank der Welt, nicht zuletzt unter diesem Motto wurde der Geburtstag weltweit als herausragendes Ereignis der Währungsgeschichte wahrgenommen. Aber auch auf dieser Konferenz wiesen Ökonomen aus Italien, den Niederlanden und Spanien auf Institutionen hin, die längst vor der Gründung der Sveriges Riksbank im Jahre 1668 wichtige Elemente einer Zentralbank aufwiesen. Im Übrigen formulierte erst Henry Thornton 1802 das Konzept einer Notenbank.

In seinem eindrucksvollen Werk geht Ulrich Bindseil weit über die sporadischen Hinweise auf frühere Notenbank – Erfahrungen hinaus. Er verfolgt die Spuren des Zentralbankwesens zurück bis 1401. Die Sveriges Riksbank - 1668 noch unter anderem Namen - taucht in der historischen Abfolge erst an 11. Stelle auf. Was Bindseil´s Buch so wertvoll macht ist der Blick, sozusagen die Mission, mit der er die Notenbankgeschichte durchforstet: Welche Lehren kann man aus der Geschichte ziehen? Es finden sich erstaunlich viele Bezüge, die gerade heute wieder aktuell sind.

Bevor ich auf einige Aspekte näher eingehe, möchte ich doch einen gewissen Vorbehalt anmelden. Ulrich Bindseil weist selbst darauf hin, dass einige Gründe gegen die Verknüpfung mit der Gegenwart sprechen. Die meisten Episoden gehen auf die Zeit der Metallwährungen in all ihren Ausprägungen zurück. Wir wissen aus der Geschichte, die in diesem Fall übrigens bis in die Antike zurückreicht, dass die Finanznöte der Herrscher - vor allem in Kriegszeiten - auch vor den Toren der Goldwährung nicht haltmachen. Die Inflation bahnt sich dann eben den Weg über Münzverschlechterungen. Dennoch hat die Notenbankpolitik in Zeiten der - wie es einmal genannt wurde - goldenen Fessel an der Geldschöpfung einen definitiv anderen Charakter, den es bei den „Lehren“ zu bedenken gibt. Zum anderen standen die Leiter der Finanzinstitute in Zeiten absoluter Herrscher unter ganz anderem Druck. Es macht wohl einen Unterschied, ob man zum absoluten Herrscher zitiert wird, und das Schlimmste befürchten muss, oder ob im Extremfall nur das Bundesverfassungsgericht droht. Das Verhalten von Notenbankern steht in beiden Fällen unter sehr verschiedenen politischen und persönlichen Restriktionen. Ulrich Bindseil ist sich dieser Tatsachen natürlich wohl bewusst. Es wäre interessant, anhand persönlicher Biografien solchen Zusammenhängen nachzugehen.

Nun zu einigen konkreten Aspekten. So war die Unabhängigkeit von Zentralbanken immer wieder durch Finanznöte der Regierungen bedroht. Es ist eine bis in die Gegenwart hineinreichende Erfahrung, dass die

Unabhängigkeit der Notenbank durch überbordende finanzielle Ansprüche des Staates und zunehmende öffentliche Verschuldung gefährdet ist. Welches Thema könnte angesichts der rapide ansteigenden öffentlichen Verschuldung in allen großen Ländern aktueller sein? Nach Schätzungen wird die EZB im Jahr 2021 voraussichtlich die gesamte Netto- Neuverschuldung der Mitgliedstaaten in ihr Portefeuille übernehmen. Selbst wenn die massiven Käufe von Staatsanleihen nach dem Kapitalschlüssel erfolgen und nach diesem Kriterium politisch „neutral“ sind, bleibt doch die Frage: Erlaubt damit die EZB nicht den Staaten mit hoher Staatsverschuldung, ihre Defizitpolitik zu extrem niedrigen Zinsen fortzusetzen? Dazu kommt der selektive Ankauf der Anleihen von Staaten, die von einem starken Zinsanstieg bedroht waren, und die Ankündigung des „whatever it takes“ (wohlgemerkt mit dem Zusatz „im Rahmen des Mandats“), die zu kritischen Anmerkungen bis zu Klagen vor den höchsten Gerichten geführt haben.

Die Überschreitung des Mandats hat in der Geschichte immer wieder dazu geführt, die Unabhängigkeit der betreffenden Institution in Frage zu stellen. Unabhängigkeit einer Zentralbank kann in einer Demokratie nur durch den Gesetzgeber gewährt werden. Sie ist demokratie-theoretisch nur vertretbar in Verbindung mit der Festlegung eines begrenzten Mandats.

Die Unabhängigkeit der EZB ist rechtlich durch einen Vertrag zwischen den Mitgliedstaaten garantiert, der wegen der notwendigen Einstimmigkeit - zumindest an dieser Stelle - kaum zu ändern ist. Aber wie sieht es de facto aus? Unabhängig davon, wie man die Kritik am Verhalten der EZB und ihre Rechtfertigung bewertet - allein diese Diskussion und die Anfechtungen vor Gericht schaden dem Ansehen der EZB und schwächen die Akzeptanz ihrer Unabhängigkeit bei der Politik und in der breiten Öffentlichkeit.

Bindseil weist unter den historischen Bezügen auch den Fall aus, dass die Politik der Zentralbank lokalen Interessen zuwiderläuft. Übertragen auf die Europäische Währungsunion wären lokale Interessen durch Spannungen beim „one size fits all“ für die einzelnen Mitgliedstaaten zu nennen. Die einheitliche Geldpolitik wirkt nun einmal nicht überall gleich. Für die Wirtschaft einiger Länder fällt sie zu restriktiv aus, für andere zu expansiv. Wie kann es unter diesen Umständen gelingen, die Unterstützung für die Unabhängigkeit durch die Öffentlichkeit in allen Mitgliedstaaten zu finden?

Und schließlich: Wenn die EZB in Zukunft vor der Notwendigkeit steht, die Zinsen zu erhöhen, muss sie angesichts der riesigen Verschuldung der Mitgliedstaaten mit erheblichem politischen Widerstand gegen diese Politik rechnen. In seinem anderen Buch „Monetary Policy Operations and the Financial System“ lässt Ulrich Bindseil keinen Zweifel. Der Exit aus der expansiven Geldpolitik ist technisch einfach, das Problem liegt im Willen, diesen Konflikt mit den Interessen hoch verschuldeter Staaten - und übrigens auch von Seiten der Finanzindustrie - durchzustehen und schon das Aufkeimen von Inflationsgefahren zu unterbinden.

Ein weiterer Kritikpunkt in der Vergangenheit lautete: „Die Zentralbank unterstützte ein unmoralisches kapitalistisches System.“ Dieser Vorwurf ist alles andere als ein historisches Relikt. Als Chefvolkswirt der EZB war ich oft vom Europäischen Parlament bzw. dem zuständigen Ausschuss zu einem Vortrag mit Diskussion zur Geldpolitik der EZB eingeladen. Bei einem der ersten Treffen wurde ich von einer Abgeordneten der französischen Grünen aus heiterem Himmel mit größter Aggressivität angegriffen. Ihr Vorwurf: die EZB steht auf Seiten der Kapitalisten, ihre Politik steht im Dienste des „Systems“, sie dient den Interessen der Reichen und geht zu Lasten der Schwachen in der Gesellschaft. Mir war klar, gegen diese Voreingenommenheit war kein Kraut gewachsen. Doch galt es, möglichst viele der Parlamentarier von unserer Politik zu überzeugen. Meine Argumentation lag auf der Hand. Eine auf Erhaltung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik liegt gerade im Interesse der schwächsten Mitglieder der Gesellschaft. Nur Besitzer höherer Vermögen können sich mit einem entsprechenden Portfolio gegen die Folgen der Inflation absichern. Rentenbezüge werden im Allgemeinen, wenn überhaupt, erst mit Verzögerungen an Preissteigerungen angepasst. Rentner sind so gut wie immer die Verlierer in Zeiten der Inflation.

Eine andere Parallele zu einer gerade in Deutschland breiten Diskussion lässt sich kaum leugnen. Ein massiver Vorwurf an die EZB betont, ihre Politik der Niedrigzinsen gehe zu Lasten der Sparer - und hier in erster Linie der Kleinsparer, für die die Diversifizierung des Vermögens keine Option darstellt. Kurz gefasst: Die Politik der EZB bewirkt eine Enteignung der Sparer. Dem hält die EZB entgegen: Niedrigzinsen sind ein globales Phänomen, wobei an dieser Stelle offenbleiben muss, inwieweit die Notenbanken weltweit mit ihrer Politik nicht zum Rückgang der Zinsen beigetragen haben. Vor allem aber schützt die EZB mit der Erhaltung der Preisstabilität die Sparguthaben vor Inflation, die den Realwert des nominellen Sparvermögens schon bei niedrigen Inflationsraten aushöhlt.

Aus diesen scheinbar ganz verschiedenen Attacken resultiert eine Gemengelage, die dem Ansehen einer Notenbank schadet. Ulrich Bindseil verweist hier zurecht auf die ebenso schwierige wie wichtige Aufgabe, mit Transparenz und kluger Kommunikation eine breite Öffentlichkeit aufzuklären, eine in einer Währungsunion mit 19 Mitgliedsstaaten und noch mehr Sprachen immense Herausforderung.

### Fazit

Dies sind einige Bemerkungen zu einem beachtlichen Werk, das unsere Kenntnisse über die Anfänge des Notenbankwesens wesentlich erweitert. Auch wenn man im Einzelnen fragen mag, inwieweit sich konkrete Lehren aus der Vergangenheit für die Gegenwart der Notenbank-Welt ziehen lassen, so öffnet allein schon der historisch fundierte Blick auf so viele Aspekte neue Einsichten.

## 2. Geldpolitische Operationen in normalen Zeiten und in der Krise

Die historischen Bezüge bilden auch den Hintergrund für Ulrich Bindseils Analyse der geldpolitischen Operationen. Diese Bezüge leisten einen wichtigen Beitrag zum Verständnis der heute gängigen geldpolitischen Maßnahmen. Hier ist dem Autor eine umfassende, theoretisch tiefgehende und an praktischen Beispielen reiche Darstellung gelungen. In zwei Teilen analysiert er zunächst die geldpolitischen Operationen in normalen Zeiten, um sich dann den Operationen in Zeiten der Krise zu widmen.

Der erste Teil seines Werkes stellt eine hervorragende Analyse der geldpolitischen Instrumente und ihrer Implementierung dar. Die historischen Erfahrungen beziehen sich vor allem auf die Fed sowie die Bank of England. Dafür sprechen gute Gründe, vor allem deren globale Bedeutung. Neben der Bank of Japan werden auch Beispiele aus einigen anderen Ländern herangezogen.

### 2.1 Geldpolitische Operationen in normalen Zeiten

Der Autor unterscheidet das geldpolitische Umfeld vom Einsatz der Instrumente her. „Normale Zeiten“ liegen danach vor, wenn Geldpolitik auf die Steuerung/Kontrolle des kurzfristigen Zinses beschränkt ist. Die Entscheidung über den Einsatz der geldpolitischen Instrumente erfordert dann nach dem „Separations-Prinzip“ keine besonderen makroökonomischen oder geldtheoretischen Erkenntnisse, ist dann keine „Kunst“, sondern eine rein technische Angelegenheit (S. 294).

Nach meinen Erfahrungen als Mitglied des Liquiditätskomitees der EZB, in dem über die Zuteilung in den Refinanzierungsgeschäften (vor-) entschieden wurde, kann ich diese Einschätzung nur bestätigen. Die Sitzungen waren in der Regel kurz, erforderten keine größeren Diskussionen. Die fähigen Ökonomen aus der Generaldirektion Operations waren intellektuell unterfordert. Versuche, neue Ideen einzubringen waren verständlich, in der Sache aber nicht zielführend. (Eine Diskrepanz zwischen der Befähigung der Mitarbeiter und dem Anspruchsniveau ihrer Aufgabe erzeugt generell Probleme, die ganz allgemein zu wenig beachtet werden.) Wenn unter diesen Umständen Schwierigkeiten aufgetreten sind, lag dies nach Bindseil am mangelnden Verständnis des Transmissionsprozesses der Geldpolitik. Im Rückblick kritisiert der Autor an der Geldpolitik in dieser Zeit allenfalls einen Mangel an Disziplin und Sparsamkeit der Interventionen - wohl so zu verstehen, dass die Operationen mitunter unnötig kompliziert waren - eine für einen Experten aus dem operationellen Bereich der Notenbank bemerkenswerte Beobachtung.

Für die EZB umfasst die Zeit der Normalität die Jahre 1999–2007. Ulrich Bindseil attestiert der EZB einen rundum effektiven und hinreichend transparenten Einsatz ihrer Instrumente - die gelegentlichen Zinsschläge am Ende der Mindestreserveperiode schränken dieses positive Urteil nur marginal ein (S. 138).

In dieser Zeit gelang es der Geldpolitik der EZB, ihrem Auftrag gerecht zu werden, die Stabilität ihrer Währung, des Euro zu bewahren. (Es ist hier nicht der Ort auf die Definition von Preisstabilität durch die EZB, ihre Strategie und die geldpolitischen Entscheidungen einzugehen.)

Vor dem Hintergrund der überwiegend skeptischen Stimmen vor dem Start der Währungsunion erscheint dieser Erfolg alles andere als selbstverständlich. Der Übergang von den nationalen Währungen zum Euro am 1. Januar 1999 verlief völlig reibungslos. In den Daten für die langfristigen Zinsen, die Inflationserwartungen und viele anderen einschlägige Variablen finden sich nicht die geringsten Anzeichen, die auf einen der größten Regimewechsel in der Währungsgeschichte hinweisen. Hatten nicht gerade in Deutschland große Sorgen geherrscht, die bewährte, stabile D-Mark würde durch den alles andere als beliebten und vorweg als inflationsanfällig charakterisierten Euro abgelöst? Dieser außerordentlich erfolgreiche Übergang von den nationalen Währungen zum Euro, der rückblickend wie ein Wunder vorkommen mag, ist auch auf den gelungenen Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums zurückzuführen.

### 2.1.1 Die Wahl der Instrumente

Aber auch das Instrumentarium musste von der EZB erst entwickelt werden. Während etwa die Befugnisse der Deutschen Bundesbank bis ins Detail durch das Gesetz vorgegeben waren, enthält der Maastricht-Vertrag nur wenige, sehr allgemeine Bestimmungen.

So handelt das Eurosystem „...im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird ...“ (Artikel 127 AEUV und Artikel 2 des Protokolls). Nähere Ausführungen enthält das Protokoll über die Satzung des ESZB und der EZB. Nach Artikel 18 können die EZB und die nationalen Notenbanken Offenmarktgeschäfte und Kreditgeschäfte mit Kreditinstituten und anderen Marktteilnehmern gegen ausreichende Sicherheiten abschließen. Die EZB stellt dafür allgemeine Grundsätze auf. Artikel 19 räumt der EZB das Recht ein, den Kreditinstituten eine Mindestreservehaltung vorzuschreiben und für die Nichteinhaltung Strafzinsen zu erheben oder sonstige Sanktionen mit vergleichbarer Wirkung zu verhängen. Artikel 20 eröffnet dem EZB-Rat (mit Zweidrittelmehrheit) die Möglichkeit, andere Instrumente anzuwenden.

Einerseits eröffnete sich der EZB damit die wohl einzigartige Gelegenheit, das Instrumentarium nach ihren Vorstellungen zu gestalten, andererseits lag darin eine immense Herausforderung, nicht zuletzt wegen der Heterogenität der teilnehmenden nationalen Zentralbanken auf diesem Gebiet und ihren ganz unterschiedlichen Erfahrungen. Ulrich Bindseil geht auf diese Problematik nicht ein, er analysiert den Einsatz der von der EZB gewählten Instrumente. Das ist keine Kritik an diesem Vorgehen.



Meine Amtszeit in der EZB (1998–2006) als Mitglied des Direktoriums mit der Zuständigkeit für die Generaldirektionen Volkswirtschaft und Forschung deckt sich fast völlig mit den von Bindseil identifizierten „normalen Zeiten“. Ich teile diese Charakterisierung voll und ganz, das Jahr 2008 markiert eine deutliche Zäsur.

In der Zeit von der Errichtung der EZB zum 1. Juni 1998 bis zum Beginn der Übernahme der geldpolitischen Verantwortung für die neue Währung am 1. Januar 1999 galt es unter größtem Zeitdruck, die Vorbereitungen abzuschließen. Dabei konnte ich auf die in knapp acht Jahren gewonnene Erfahrung in vergleichbarer Position in der Bundesbank (1990–1998) zurückgreifen.

Wenn ich auf die Diskussionen und Entscheidungen über das Instrumentarium eingehe, mit dem die EZB in die geldpolitische Verantwortung einstieg, hat dies zwei Gründe.

Zum einen sollte meines Erachtens diese für den anschließenden Erfolg der Geldpolitik wichtige Arbeit nicht in Vergessenheit geraten. Zum anderen – und für die Zukunft wichtig – sind es die aus der Vergangenheit gewonnenen Erfahrungen mit den verschiedenen Instrumenten. Diese können dazu beitragen, mögliche Fehler bei der Ausgestaltung der Operationen in der Zukunft zu vermeiden.

## 2.1.2 Die Mindestreservpolitik

Man mag die folgenden Ausführungen als eine kleine Ergänzung zum Werk Bindseils sehen. Die Mindestreservpolitik bildet in diesem Zusammenhang ein eindrucksvolles Beispiel. Ich war davon überzeugt, dass die Mindestreservpolitik bei richtiger Ausgestaltung ein wichtiges Instrument verkörpert, um den Geldmarkt zu stabilisieren und einen Bedarf an Zentralbankgeld zu schaffen, der im Falle einer Verdrängung des Bargeldes durch moderne Zahlungsformen eine wichtige Rolle spielen könnte. Diese zwei Funktionen werden auch von Bindseil herausgestellt.

Bis zur Entscheidung des EZB-Rates, dieses Instrument einzuführen, war ein langer Weg zurückzulegen. Als ich im Oktober 1990 zur Bundesbank kam, hatte ich einen gravierenden Vorbehalt gegenüber einem Element ihrer Politik. Dieser galt der von ihr praktizierten Mindestreservpolitik.

Der Reservesatz in der höchsten Reservegruppe gegenüber Gebietsansässigen hatte per 1. November 1973 mit 20,1 % seinen höchsten Wert erreicht. 1990 lag dieser Satz immer noch bei 12,1%. Diese Art Sondersteuer auf Einlagen veranlasste die Banken, Depositen ins mindestreservfreie Ausland zu transferieren. Damit entstand ein Euro-DM-Markt, oder anders formuliert – die Bundesbank trug erheblich zum Wachstum des Finanzplatzes Luxemburg bei. Der Kostenvorteil der auf DM lautenden Einlagen im Ausland führte wiederum dazu, dass in Luxemburg ansässige Institute einen Wettbewerbsvorteil gegenüber Banken in

Deutschland hatten und diese in den Konditionen für die Kreditvergabe unterbieten konnten. Die Opportunitätskosten der Mindestreservehaltung fielen umso höher aus, je höher die Bundesbank ihre Zinsen setzte. Die Ausweichreaktionen der Banken führten also dazu, dass eine restriktive Geldpolitik der Bundesbank entsprechend konterkariert wurde.

Während ich mit der Geldpolitik der Bundesbank im Allgemeinen übereinstimmte, war ich von Beginn an entschlossen, die Mindestreservepolitik zu reformieren. Als ich nach anfänglicher Zurückhaltung meine Kritik im Direktorium äußerte, erlebte ich eine sehr zurückhaltende Reaktion. Aber immerhin wurde beschlossen, die Angelegenheit in dem mir bis dahin unbekanntem Mindestreserveausschuss zu diskutieren. Dass dies einem Todesurteil für meine Intentionen gleichkam, musste ich bald erfahren. Es bestätigte sich die Regel, einen Vorschlag zur Behandlung in einen Ausschuss zu verweisen, bedeutet meist dessen Scheitern.

Der Mindestreserveausschuss der Bundesbank war dafür prädestiniert. In diesem dominierten die Landeszentralbanken und damit eine Lobby, die fest entschlossen war, am Status quo nichts zu ändern. Das bis ins Detail ausgeklügelte Mindestreservesystem schuf nämlich Aufgaben für - meiner Erinnerung nach - mindestens 1000 Mitarbeiter. Diese waren nötig, um die Einhaltung der äußerst komplexen Mindestreservebestimmungen durch die Banken zu kontrollieren. Die Reservesätze waren differenziert nach allen nur denkbaren Kategorien: Nach Größenklassen der Banken, Fristigkeit der Einlagen, Bestand und Zuwachs von Einlagen, von Inländern oder Ausländern.

(In der Vergangenheit hatte die Bundesbank die Mindestreservesätze häufig geändert, um damit Bankenliquidität zu binden oder freizugeben. Von dieser Möglichkeit hat sie vor allem in Zeiten großer Devisenüberschüsse und damit wegen der Interventionspflicht bei festem Wechselkurs entsprechender unerwünschter Erhöhungen der Zentralbankgeldmenge mehrfach Gebrauch gemacht. Dieser Einsatz der Mindestreservepolitik hat sich allerdings als wenig wirksam erwiesen und war längst kein Thema mehr.)

In der Folge musste ich also den Weg allmählicher Schritte gehen. Inzwischen war die Entscheidung über den Beginn der Europäischen Währungsunion Anfang 1999 als spätesten Termin gefallen. In der bis dahin praktizierten Form wäre die Einführung der Mindestreservepolitik durch die EZB weder aussichtsreich noch sinnvoll gewesen. Nach einem langen und immer wieder hart umkämpften Prozess stand am Ende vor dem Übergang zum Euro ein einheitlicher und im Vergleich mit der Vergangenheit der Bundesbankpolitik niedriger Satz von 2 %.

Nachdem mit dem Ausscheiden Großbritanniens mit der Bank of England der größte Widersacher für die Einführung einer Mindestreservepflicht in der Währungsunion ausgeschieden war, ist es zum Schluss gelungen, den EZB-Rat von deren Zweckmäßigkeit zu überzeugen. Allerdings war noch eine sehr hohe Hürde zu überwinden. Um die erwähnten Ausweichreaktionen der Banken und damit die Schwächung der Geldpolitik zu vermeiden, musste der Effekt einer Sondersteuer für Bankeinlagen beseitigt werden. Meines Wissens waren

bis dahin Notenbank–Einlagen von Kreditinstituten bei keiner der größeren Notenbanken verzinst. Als ich dem EZB–Rat meine Argumente für eine Verzinsung der Mindestreserve zum jeweiligen Marktsatz vortrug, stieß ich zunächst auf großen Widerstand, vor allem mit dem Hinweis auf die hohen Kosten für das Eurosystem. Es war sehr schwierig, die Gouverneure zu überzeugen, dass auch kleine Abweichungen vom Marktsatz zu Ausweichreaktionen führen müssten. Dabei half auch der Hinweis, dass wir doch nicht die Grundlage für einen Euro–Markt in London schaffen wollten.

So ist es denn zu dem Mindestreservesystem der EZB gekommen, wie es Ulrich Bindseil in seinem Buch darlegt. Sollte es in Zukunft aber einmal zu Diskussionen über „Anpassungen“ des Systems kommen, wer weiß, vielleicht aufgrund von administrativen Interessen innerhalb des Eurosystems, dann könnten die hier skizzierten Erfahrungen dazu beitragen, Fehler der Vergangenheit zu vermeiden.

### 2.1.3 Andere geldpolitische Operationen

Ein großer Verdienst der Darstellung der einzelnen geldpolitischen Instrumente liegt in den historischen Bezügen. Indem Bindseil die Entwicklung der geldpolitischen Operationen sorgfältig dokumentiert, macht er Schwachpunkte deutlich und analysiert den Weg, wie diese im Laufe der Zeit überwunden wurden.

Als interessantes Beispiel können hier die Refinanzierungsgeschäfte und in diesem Zusammenhang die real bills doctrine gelten. Henry Thornton hat im Grunde schon im Jahre 1802 ein vernichtendes Urteil dazu abgegeben. Das hat Notenbanken jedoch bis zur Mitte des 20. Jahrhunderts nicht daran gehindert, den Einsatz der Diskontpolitik explizit oder zumindest implizit mit dieser Doktrin zu begründen. Nachdem diese wissenschaftlich längst diskreditierte Theorie immer wieder eine Art „Auferstehung“ feierte, leistet Bindseil einen wichtigen Beitrag, um eine Wiederholung dieser Erfahrungen in Zukunft zu vermeiden.

Lehrreich sind insbesondere auch die Ausführungen zu den Sicherheiten (Collateral) für die notenbankfähigen Wertpapiere. Hier kommen dem Autor seine Erfahrungen in der Praxis der EZB–Politik zugute. Es werden alle Aspekte analysiert, von der Qualität und Liquidität der Papiere bis zur Bestimmung der angemessenen haircuts. Jahrelang hatte die EZB an einer binären Entscheidung festgehalten – 100%ige Beleihungsfähigkeit bis zum Rating A –, darunter keine Akzeptanz als Sicherheit. Ich hatte im EZB–Rat auf die ökonomische Inkonsistenz dieses Ansatzes verwiesen und für ein Kontinuum der Einschätzung der Sicherheiten plädiert, fand aber keine Unterstützung. Dabei war doch absehbar: sollte das Rating für Staatsanleihen eines Landes auch nur knapp unter die Linie von A– fallen, hätte die EZB entsprechende Papiere als Sicherheit zurückweisen müssen. Das war schon ex ante eine unhaltbare Position. Es kann daher nicht überraschen, dass die EZB ihre Politik sofort aufgeben musste, als dieser Fall relevant zu werden drohte.

## 2.2 Geldpolitische Operationen in Zeiten der Krise

Den ersten Teil dieses Werkes kann man als theoretisch gut begründetes und klar strukturiertes Manual zum Einsatz der traditionellen geldpolitischen Instrumente verstehen. Im zweiten Teil wechselt die Perspektive. In Zeiten der Krise enden die Gewissheiten. Auch nach den inzwischen gewonnenen Erfahrungen bleibt der Einsatz von unkonventionellen Maßnahmen (auch) eine „Kunst“. Der Einfallsreichtum für Varianten der bekannten Instrumente bzw. die Einführung neuer Operationen scheint keine Grenzen zu kennen. Über ihren Einsatz und die Einschätzung der Wirkungen kann nur im Zusammenhang mit der Analyse der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung entschieden werden. In der Notenbank müssen die volkswirtschaftliche Abteilung und das operationelle Team eng zusammenarbeiten. Hier entfaltet der Autor das große Repertoire seiner analytischen Fähigkeiten. Die Bestimmung von Liquiditätskrisen, die Gefahren eines Bank Runs und die adäquaten geldpolitischen Reaktionen bzw. Vorkehrungen werden bis ins Detail analysiert.

Besondere Aufmerksamkeit gilt der Zentralbank in der Rolle des Lender of Last Resort (LOLR). In drei eigenen Kapiteln werden die Notwendigkeit und die möglichen Interventionen in all ihren Aspekten analysiert. Besonders wichtig auch hier der historische Bezug, waren doch Theorie und Praxis sehr lange durch die Erfahrungen aus dem 19. Jahrhundert und hier wiederum durch das berühmte Werk „Lombard Street“ (1873) von Walter Bagehot geprägt. Auf dem Stand heutiger Erkenntnis erläutert Bindseil die Gründe für die Übernahme dieser Verantwortung für das gesamte Bankensystem durch die Zentralbank. Die Emergency Liquidity Assistance (ELA), praktiziert von der EZB, der Bank of England und der Bank of Canada, stellt dagegen auf Kredithilfen für einzelne Banken ab.

In einem Modell versucht der Verfasser die verschiedenen Aspekte des LOLR wie den Liquiditätsbedarf der Banken und das Risiko für die Notenbank in einen systematischen Ansatz zu integrieren.

Ein letztes Kapitel ist schließlich einigen Problemen der internationalen Bedeutung der LOLR– Rolle gewidmet.

Zum Schluss zieht Bindseil 12 Lehren für geldpolitische Operationen in Zeiten der Krise. Er schließt auch das Verhältnis zum regulatorischen und globalen Umfeld in seine Empfehlungen ein.

Mit dem Einsatz eines Arsenal von geldpolitischen Instrumenten in der Krise stellt sich die Frage nach der Konsistenz der einzelnen Maßnahmen. Zurecht betont der Autor die große Unsicherheit, die in Zeiten der Krise herrscht. Auf der anderen Seite macht er es sich zu leicht, wenn er die einzige Alternative „nichts zu tun“, für die wohl niemand plädiert, verwirft. Die Abstimmung der einzelnen Maßnahmen und die Wirkung verschiedener Kombinationen bedürfen der weitergehenden Analyse. Schließlich vertritt der Autor – sicher nicht überraschend – die EZB–Auffassung, dass mit den geldpolitischen Operationen wahrscheinlich eine Deflation

vermieden wurde (S. 294). In wieweit diese Gefahr tatsächlich bestand bleibt umstritten, ist aber in diesem Zusammenhang irrelevant.

Zum potentiellen Exit aus den unkonventionellen Operationen gibt Bindseil die bemerkenswerte Antwort, das sei mehr eine Frage des Willens als der technischen Fähigkeiten (S. 298). In der Tat kommt in der Zukunft eine riesige Herausforderung auf die Notenbank zu, rechtzeitig aus den unkonventionellen Maßnahmen auszusteigen, nachdem sich die Finanzmärkte an den „Notenbankput“ gewöhnt haben und die Verschuldung der öffentlichen Hand inzwischen so gut wie überall dramatisch gestiegen ist. Standfestigkeit der Notenbanken gegen Druck von Seiten der Politik und der Finanzindustrie ist dann in erster Linie gefragt. (Siehe dazu auch die Analyse der historischen Erfahrungen in Bindseils anderem Werk.) Es bleibt aber auch noch die technische Frage, wie die Sequenz der Anpassung der einzelnen Operationen in Richtung „Normalität“ gestaltet werden sollte.

### 3. Schlussbemerkung

Diese beiden Bücher vereinen neue Einsichten in die Geschichte der Zentralbanken wie ihrer Politik und ergänzen sich gegenseitig. Die Publikation über die geldpolitischen Operationen wurde 2014 veröffentlicht und deckt nur die Erfahrungen bis 2012 ab. Seitdem hat der Einsatz unkonventioneller Maßnahmen zahlreiche Innovationen gebracht und bis dahin unvorstellbare Dimensionen erreicht. Es wäre zu wünschen, dass in einer Neuauflage auch diese Periode in vergleichbar eingehender Analyse behandelt wird.