

HANS-RUDOLF FLESCHE

## Paßt der Lombardkredit noch in das geldpolitische Konzept?

Der Zentralbankrat der Deutschen Bundesbank hat im August 1979 neue Regeln festgelegt, nach denen die Landeszentralbanken Lombardkredite an Kreditinstitute gewähren. In Kommentaren zu diesem Beschluß wurde oftmals davon gesprochen, daß nun eine neue Ära in der Refinanzierungspolitik der Bundesbank begonnen habe. Die Diskussionen der jüngsten Zeit über den Lombardkredit lassen damit nicht zuletzt die grundsätzliche Frage aufkommen, ob die Gewährung »von kurzfristigen verzinslichen Darlehen gegen Verpfändung der im Verzeichnis der bei der Deutschen Bundesbank beleihbaren Wertpapiere genannten Werte« überhaupt noch in die geldpolitische Konzeption paßt. Die Rechtsgrundlagen für die Lombardkreditgewährung finden sich in § 19 Abs. 1 Ziff. 3 Bundesbankgesetz, der die Geschäfte nennt, die die Bundesbank mit Kreditinstituten betreiben darf. In ihm sind die Werte genannt, die als Pfänder dienen können und weiterhin die Fristigkeit der Kreditgewährung, die auf drei Monate festgelegt wurde. Der von der Deutschen Bundesbank viel zitierte Zweck der Lombardkreditgewährung – nämlich die kurzfristige Überbrückung eines vorübergehenden Liquiditätsbedürfnisses –, der im Zeitablauf durch eine Dauerinanspruchnahme in Milliardenhöhe angeblich pervertiert wurde, findet sich im Gesetz nicht. Er wurde schon 1952 von der Bank Deutscher Länder formuliert, als diese die Grundsätze der Lombardkreditgewährung konkretisierte: Danach werden Lombardkredite nur nach Maßgabe der allgemeinen kreditpolitischen Lage und nach den individuellen Verhältnissen des Kreditsuchenden gewährt. Die Gewährung von Lombardkrediten zum Lombardsatz kann zum einen aus kreditpolitischen Gründen ausgesetzt werden, und weiterhin behält sich die Bundesbank vor, zum Ausgleich besonderer Spannungen am Geldmarkt Lombardkredite zu einem Sonderlombardsatz zu gewähren. Dieser kann täglich geändert und die Bereitschaft zur Gewährung von Sonderlombardkredit täglich widerrufen werden.

### Nicht gegen ihren Willen

Grundsätzlich sichern diese Regelungen zur Lombardpolitik die wichtigste Voraussetzung einer wirksamen Geldpolitik, die darin besteht, daß die Notenbank nicht gegen ihren Willen Zentralbankgeld schaffen muß. Ein solcher Handlungszwang besteht z. B. bei Interventionsverpflichtungen auf den Devisenmärkten aufgrund von Währungsvereinbarungen oder kurzfristig auch bei den den Banken zugestandenen freien Liquiditätsreserven (z. B. eingeräumte Rediskontkontingente). In Höhe der freien Liquiditätsreserven – dem autonomen Expansionsspielraum der Banken – hat sich die Notenbank gewissermaßen hinsichtlich der zukünftigen Schaffung von Zentralbankgeld die Hände gebunden. Dies ist beim Lombardkredit – im Unterschied zum Diskontkredit mit seiner durch das Rediskontkontingent eingeräumten »Kreditzusage« nicht der Fall, da die Regelungen es der Bundesbank an sich erlauben, den Lombardkredit jederzeit auszusetzen, wenn die Zentralbankgeldmengenentwicklung nicht ihrer Zielvorstellung entspricht.

Aufgrund dieser Regelungen mußten die Kreditinstitute eigentlich damit rechnen, daß ihnen Lombardkredit nicht oder nur in einem der Bundesbank angemessen erscheinenden Ausmaß gewährt wird. Zunehmender Wettbewerb und zeitweise scharfe

Restriktionsphasen in der Geldpolitik – besonders über Mindestreservesatzerhöhungen seit den massiven außenwirtschaftlichen Störeinflüssen in 1969 – haben jedoch dazu geführt, daß die Banken den Lombard über längere Zeiträume und in erheblicher Höhe zur Refinanzierung einer Geschäftsausweitung nutzen mußten. Spätestens seit 1970 sind die früher beobachteten psychologischen Vorbehalte der Kreditinstitute gegenüber einer Zentralbankverschuldung verschwunden. Die Bundesbank mußte also damit rechnen, daß die über den Lombardkredit zur Verfügung stehende Zentralbankgeldquelle in zunehmendem Maß in Anspruch genommen würde, zumal der Bestand an lombardfähigen Wertpapieren für die Kreditinstitute keine Restriktion bildete; Mitte 1977 dürfte er sich beispielsweise auf ca. 100 Mrd. DM belaufen haben.

Die jüngsten Maßnahmen zum Lombardkredit müssen als ein weiterer Versuch der Bundesbank gesehen werden, ein Refinanzierungsinstrument in den Griff zu bekommen, das den Banken in Restriktionsphasen eine unerwünschte Alimentierung der Geschäftsausweitung ermöglicht. Die Übersicht\*) zeigt die seit Ende 1969 getroffenen Regelungen der Bundesbank zum Lombardkredit.

### Kontingentierung

Im Jahr 1969 führte die Bundesbank erstmals eine Kontingentierung des Lombardkredits ein, wenn es sich auch um keine absolut starre Zuteilung von Zentralbankgeld handelte. Das Lombardkontingent betrug das 2 1/2fache der haftenden Mittel. Für Lombardkredite innerhalb dieses Kontingents wurde der Normalsatz von 6% berechnet. Lombardkreditaufnahmen darüber hinaus mußten mit 7% bezahlt werden, und Lombardkredite, die das Vierfache der haftenden Mittel eines Kreditinstitutes überstiegen, waren mit einem Lombardsatz von 8% belegt. Die Lombardsatzstaffelung wurde aber schon nach elf Tagen wieder aufgehoben, da offensichtlich juristische Bedenken, aber wohl auch abwicklungstechnische Schwierigkeiten aufgetreten waren.

Einer echten Kontingentierung kam die Einführung einer »Lombard-Warnmarke« bei der Lombardkreditgewährung im Jahr 1970 näher. Die Bundesbank erklärte, daß der Lombardkredit im Tagesdurchschnitt eines Monats gerechnet 20% des Rediskontkontingents nicht überschreiten sollte. Da eine Überschreitung dieser Marke als übermäßige Inanspruchnahme angesehen wurde und eine Erläuterung der Geschäftspolitik bei der Bundesbank nach sich zog, konnte diese »Warnmarke« als wirksame Begrenzung des Lombardkredits angesehen werden.

### Aussetzung

Im Jahr 1973 wurde im Zusammenhang mit dem sich abzeichnenden Übergang zur mehr geldmengenorientierten Politik die Gewährung von Lombardkrediten gänzlich ausgesetzt. Dies war vom geldpolitischen Konzept her auch nur konsequent, da die vormals im Rahmen des Lombardkontingents zugesagten, aber noch nicht in Anspruch genommenen Lombardkredite als freie Liquiditätsreserven einen unerwünschten autonomen Expansionsspielraum darstellten. Auch wenn die Bundesbank dies

\*) Siehe S. 1046

immer wieder abstreitet, ein Bestand an solchen Rückgriffsmöglichkeiten auf Zentralbankgeld paßt nur schwer in ein Konzept der Zentralbankgeldmengensteuerung.

Bis zum Juli 1974 wurden nur von Fall zu Fall Sonderlombardkredite zu hohen Zinssätzen gewährt. Die Wiedereinführung des unbegrenzten Lombardkredits im Zusammenhang mit wieder anwachsenden Liquiditätsreserven schien zunächst die von der Bundesbank seit Herbst 1974 gewünschte Stimulierung des Geldschöpfungsprozesses zu erleichtern, jedoch mußte spätestens für die nächste Restriktionsphase mit erneuten Schwierigkeiten bei der Begrenzung des Zentralbankgeldwachstums auf der Basis von Lombardkrediten gerechnet werden.

Vor dieses Problem sah sich die Bundesbank zunehmend im 1. Halbjahr 1979 gestellt, als bei deutlich ansteigender Inflationsrate die Kredit- und Geldexpansion mit hohen Wachstumsraten weiterlief. Gemäß den in der Übersicht aufgeführten Regelungen standen der Bundesbank mehrere Möglichkeiten zur Rückführung der Lombardkreditinanspruchnahmen zur Verfügung. Von vornherein ausscheiden mußte aber eine Berufung auf die eingangs erwähnten Grundsätze der Lombardkreditgewährung, wonach nun die »allgemeine kreditpolitische Lage« eine Gewährung des Lombardkredits nicht mehr erlaube. Dies hätte nach den letzten drei Jahren sehr großzügiger Lombardkreditgewährung die Liquiditätsdisposition der Banken vor unüberwindliche Schwierigkeiten gestellt und am Geldmarkt zu noch heftigeren Zinsausschlägen geführt.

Eine Lombardsatzstaffelung – ähnlich den Maßnahmen in 1969 – oder überhaupt eine weitere Lombardsatzanhebung war wohl im Hinblick auf die wieder deutlichere Aufwertungsbewegung der DM im EWS nicht möglich, da dies schlecht in die »zinspolitische Landschaft« eines Hartwährungslandes paßte; es ist zu vermuten, daß eine Leitzinserhöhung aus optischen Gründen vermieden wurde, zumal solche Maßnahmen gerade von EWS-Ländern ergriffen worden waren, deren Währungen unter Abwertungsdruck standen.

### Starre Kontingentierung

Die Bundesbank entschied sich für eine Lösung, die der 1970 eingeführten »Warnmarke« sehr ähnelt, nur daß sie nun den letzten Schritt in Richtung auf ein starres Lombardkontingent tat. Lombardkredite, die nach Umfang und Dauer über die festgesetzte Grenze hinausgehen, wird die Bundesbank nämlich nicht gewähren. In ihrem Monatsbericht September 1979 schreibt sie dazu: »Um diese Refinanzierungsquelle der Banken besser kontrollieren zu können, wurde es schließlich erforderlich, den Zugang zum Lombardkredit quantitativ zu begrenzen und den Ausgleich am Geldmarkt zunehmend auf kürzerfristig reversible Operationen der Bundesbank (Wertpapierpensionsgeschäfte, Devisenwaptransaktionen, Devisenpensionsgeschäfte) zu verlagern, bei denen die Initiative stärker bei der Notenbank liegt.«

### Neues Instrument

Eine Würdigung der von der Bundesbank ergriffenen Maßnahmen sollte folgende Überlegungen berücksichtigen: Sicherlich paßt die Verlagerung auf kurzfristig reversible Operationen am Geldmarkt, die der Bundesbank eine größere Handlungsfreiheit sichern, besser in das geldpolitische Konzept. Auf der anderen Seite wollte man sich aber offensichtlich nicht von dem Gedanken der »Kreditzusage« an die Banken lösen, was diesen weiterhin einen autonomen Expansionspielraum sichert. Dennoch könnte man tatsächlich von der eingangs erwähnten »neuen Ära in der Refinanzierungspolitik« sprechen, denn die erstmalige starre

Kontingentierung des Lombardkredits ist sicherlich keine Maßnahme, die sich nur aus der momentanen geldpolitischen Restriktionsphase erklären läßt und sich auch nicht auf diese beschränken wird. Ein geschickteres Timing hätte es der Bundesbank aber erlaubt, die schon bisher vorhandenen Möglichkeiten der Lombardkreditregelungen besser zu nutzen und damit ohne den Einsatz neuer Instrumente (Wertpapierpensionsgeschäfte) die Ansicht zu brechen, daß jeder Zentralbankgeldbedarf über den Lombardkredit zu decken sei. Schließlich sollte man bedenken, daß jede Einführung eines neuen Instruments auch Anpassungslasten in Form von Informationskosten für die Kreditinstitute mit sich bringt.

Die neue Lombardregelung sollte im Gesamtzusammenhang des Verhaltens der Bundesbank seit dem Übergang zu einem geldpolitischen Konzept gesehen werden, das das Wachstum der Geldmenge den langfristigen Produktionsmöglichkeiten der Wirt-

### Übersicht

#### Regelungen zum Lombardkredit

Datum	Maßnahmen
1. September 1969	Einführung der Lombardsatzstaffelung (Normalsatz 6%, gestaffelte Sätze zu 7 und 8%)
11. September 1969	Aufhebung der Lombardsatzstaffelung
12. August 1970	Einführung einer »Lombard-Warnmarke«. Der Lombardkredit soll im Tagesdurchschnitt eines Monats gerechnet 20% des Rediskontkontingents nicht überschreiten.
1. Juni 1973	Gewährung von Lombardkrediten grundsätzlich bis auf weiteres ausgesetzt.
6. September 1973	Aufhebung der »Lombard-Warnmarke«-Regelung. Grundsatzbeschuß über Sonderlombardkredit zu Sonderlombardsätzen unter bestimmten Bedingungen.
26. November 1973 – 11. Januar 1974	Gewährung von Sonderlombardkredit zu 13%.
14. März – 8. April 1974	Gewährung von Sonderlombardkredit zu 13%.
28. Mai – 3. Juli 1974	Gewährung von Sonderlombardkredit zu 10%.
4. Juli 1974	Lombardkredite können bis zum 31. Juli 1974 wieder zu normalen Bedingungen ohne betragsmäßige Begrenzung in Anspruch genommen werden.
18. Juli 1974	Die Frist für die Gewährung des normalen Lombardkredits wird bis 31. 8. 1974 verlängert.
29. August 1974	Die Gewährung des normalen Lombardkredits wird über den 31. 8. 1974 hinaus bis auf weiteres fortgesetzt.
1. September 1979	Lombardkredite werden nach Umfang und Dauer nur noch bereitgestellt, soweit sie im Monatsdurchschnitt 15% des Rediskontkontingents nicht überschreiten.

schaft annähern und so die Preisüberwälzungsspielräume zurückdrängen will. Als Konsequenz fordert dies eine relativ unauffällige, unabhängig von der jeweiligen konjunkturellen und außenwirtschaftlichen Situation durchzuführende und nur an der Erreichung des gesetzten Geldmengenziels orientierte Geldpolitik. Daraus drohen einer solchen Politik aber auch die größten Gefahren. Zum einen gibt es nämlich nicht wenig Belege dafür, daß Institutionen in unserer Gesellschaft keine Verhaltensweisen annehmen, die ihre Bedeutung und Stellung mindern, auch wenn sie die ihnen vorgegebenen Ziele dadurch besser erreichen könnten. Von daher würde auch das Konzept einer unauffälligen Geldpolitik wenig Chancen haben. Viel gewichtiger scheint aber die zweite Konsequenz zu sein, die die Bundesbank scheinbar in einem Widerspruch zu den Erfordernissen der Konjunktur- und Beschäftigungspolitik bringt. Vor dem daraus resultierenden Meinungsdruck aller gesellschaftspolitischen Gruppen schützt sie selbst ihre gesetzliche Unabhängigkeit nicht. Dies zeigen die Jahre

seit 1976, als sie entgegen ihrer potentialorientierten Konzeption immer mehr einen konjunkturorientierten Kurs steuerte. Sieht man die neuen Lombardregelungen im Licht all dieser Argumente, so sind sie zumindest ein Schritt in die richtige Richtung. Im Zusammenhang mit den Wertpapierpensionsgeschäften verhelfen sie der Bundesbank zu einer zeit- und betragsgenaueren Beeinflussung der Zentralbankgeldmenge. Dem Aufbau eines erheblichen autonomen Expansionsspielraums bei den Banken zu einem späteren Zeitpunkt sind schon jetzt Grenzen gesetzt. Bei aller berechtigter Kritik an den Begleitumständen bei der Einführung der neuen Lombardregelung sollte man dennoch die Bundesbank auf dem Weg zu einer ihrem geldpolitischen Konzept adäquaten Ausgestaltung der Instrumente unterstützen. Ein besseres Verständnis dieses Konzepts wird schließlich die Erfolgsaussichten einer »unauffälligen und von der konjunkturellen und außenwirtschaftlichen Situation unabhängigen Geldpolitik« bestimmen.

# VEBA

VEBA Aktiengesellschaft, Bonn und Berlin, Verwaltungssitz Düsseldorf, Wertpapier-Kenn-Nummern 761440, 761441

## BEZUGSANGEBOT

Sehr geehrte VEBA-Aktionäre, aufgrund der Ermächtigung in §3 Abs. 2 der Satzung unserer Gesellschaft haben wir mit Zustimmung des Aufsichtsrates beschlossen, das Grundkapital von DM 1.403.987.200,- um DM 280.800.000,- auf DM 1.684.787.200,- durch Ausgabe neuer auf den Inhaber lautender Aktien im Nennbetrag von DM 50,- zu erhöhen. Die neuen Aktien sind mit Gewinnberechtigung ab 1. Januar 1979 ausgestattet. Ein Bankenconsortium unter der gemeinsamen Führung der Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG, Commerzbank AG und Deutsche Girozentrale - Deutsche Kommunalbank - hat die neuen Aktien mit der Verpflichtung übernommen, hiervon nom. DM 280.797.450,- den Aktionären unserer Gesellschaft im Verhältnis 5:1 zum Preis von DM 120,- je Aktie im Nennbetrag von DM 50,- zum Bezüge anzubieten. Nachdem die Durchführung der Kapitalerhöhung in die Handelsregister bei den Amtsgerichten Bonn und Berlin eingetragen worden ist, bitten wir hiermit unsere Aktionäre, ihr Bezugsrecht auf die neuen Aktien zur Vermeidung des Ausschlusses in der Zeit **vom 25. Oktober bis 13. November 1979 einschließlich** gegen Einreichung des Gewinnanteilscheines Nr. 16

bei einer der nachstehend aufgeführten Bezugsstellen während der üblichen Schalterstunden auszuüben:

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Berlin AG  
Commerzbank AG  
Berliner Commerzbank AG  
Bankhaus H. Aufhäuser  
Bank für Gemeinwirtschaft AG  
Bayerische Landesbank Girozentrale  
Joh. Berenberg, Gossler & Co.  
Berliner Handels- und Frankfurter Bank  
Delbrück & Co.  
Hamburgische Landesbank - Girozentrale -  
Georg Hauck & Sohn  
Landesbank Rheinland-Pfalz Girozentrale  
Landesbank Schleswig-Holstein Girozentrale  
Merck, Finck & Co.  
Norddeutsche Landesbank Girozentrale  
Schröder, Münchmeyer, Hengst & Co.  
J. H. Stein  
Vereins- und Westbank AG  
Westdeutsche Landesbank Girozentrale  
Württembergische Kommunale Landesbank  
Girozentrale

Dresdner Bank AG  
Bank für Handel und Industrie AG  
Deutsche Girozentrale  
- Deutsche Kommunalbank -  
Badische Kommunale Landesbank - Girozentrale -  
Bayerische Hypotheken- und Wechsel-Bank AG  
Bayerische Vereinsbank  
Berliner Bank AG  
Bremer Landesbank  
Deutsche Genossenschaftsbank  
Hardy & Co. GmbH  
Hessische Landesbank - Girozentrale -  
Landesbank Saar Girozentrale  
Bankhaus Maffei & Co. GmbH  
B. Metzler seel. Sohn & Co.  
Sal. Oppenheim jr. & Cie.  
Simonbank AG  
Trinkaus & Burkhardt  
M. M. Warburg-Brinckmann, Wirtz & Co.  
Westfalenbank AG  
Commerz-Credit-Bank AG Europartner  
Deutsche Bank Saar AG

**Auf je 5 alte Aktien im Nennbetrag von DM 50,- je Stück kann eine neue Aktie im Nennbetrag von DM 50,- zum Preis von DM 120,- börsenumsatzsteuerfrei bezogen werden.**

Das Bezugsrecht auf die neuen Aktien wird vom 25. Oktober bis 9. November 1979 einschließlich an allen deutschen Wertpapierbörsen gehandelt und amtlich notiert. Die Bezugsstellen sind bereit, den An- und Verkauf von Bezugsrechten zu vermitteln. Der Bezugspreis ist bei der Ausübung des Bezugsrechtes, spätestens jedoch am 13. November 1979

zu zahlen. Für den Bezug wird die übliche Provision berechnet; er ist provisionsfrei, sofern er unter Einreichung des Gewinnanteilscheines Nr. 16 durch den Bezieher während der üblichen Geschäftsstunden an den Schaltern einer Bezugsstelle vorgenommen wird und ein weiterer Schriftwechsel damit nicht verbunden ist. Die neuen Aktien, denen die Gewinnanteilscheine Nr. 17 bis 20 und ein Erneuerungsschein beigegeben sind, liegen nach Ablauf der Bezugsfrist zur Auslieferung bereit.

Die Zulassung der neuen Aktien zum Handel und zur amtlichen Notierung an allen deutschen Wertpapierbörsen ist bereits beantragt. Der Handel und die amtliche Notierung der neuen Aktien wird voraussichtlich am 16. November 1979 aufgenommen.

Düsseldorf,  
im Oktober 1979

Mit freundlichen Grüßen  
VEBA Aktiengesellschaft  
Der Vorstand