



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

7. Oktober 2002

ÖFFENTLICHES KONSULTATIONSVERFAHREN

MAßNAHMEN ZUR VERBESSERUNG DER EFFIZIENZ DES GELDPOLITISCHEN HANDLUNGSRAHMENS

1 ZUSAMMENFASSUNG

Das gute Funktionieren des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems¹ seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 ist allgemein anerkannt. Aufgrund der im Mindestreservesystem vorgesehenen Durchschnittserfüllung und der Qualität der Liquiditätsprognosen des Eurosystems war es nur selten notwendig, Feinsteuerungsoperationen durchzuführen. Auch die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten durch die Kreditinstitute hielt sich in Grenzen, was darauf hinweist, dass der Geldmarkt effizient funktioniert. Darüber hinaus geht aus der geringen und recht stabilen Differenz zwischen dem Mengentendersatz bzw. dem Mindestbietungssatz der EZB für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und den kurzfristigen Geldmarktzinsen hervor, dass die EZB in der Lage ist, die kurzfristigen Zinsen zu beeinflussen.

Trotz dieser grundsätzlich positiven Einschätzung sind einige mögliche Maßnahmen geprüft worden, um die Effizienz des Handlungsrahmens zu verbessern.

Drei Änderungen werden erwogen:

- (1) eine zeitliche Veränderung der Mindestreserve-Erfüllungsperiode: Die Erfüllungsperiode soll jeweils am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts beginnen, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die eine Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Damit würden die

¹ Das Eurosystem besteht aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den zwölf nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets.

- Veränderung der Zinssätze der ständigen Fazilitäten und der Beginn einer neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode grundsätzlich zusammenfallen;
- (2) eine Verkürzung der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) von zwei Wochen auf eine Woche und
 - (3) eine Aussetzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs).

Anzumerken ist, dass die vorgeschlagenen Maßnahmen technischer Art sind und sich auf die operationale Durchführung der Geldpolitik beziehen. Die Änderung der Mindestreserve-Erfüllungsperiode würde angesichts des sowohl bei den Geschäftsbanken als auch den nationalen Zentralbanken vorgesehenen zeitlichen Vorlaufs frühestens 2004 in Kraft treten.

Die Konsultation richtet sich an alle Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet sowie an Banken- und Finanzmarktverbände. Antworten können an die EZB oder eine der nationalen Zentralbanken gerichtet werden. Die Ansprechpartner sind den entsprechenden Websites zu entnehmen.

2 GEGENWÄRTIGE STRUKTUR DES HANDLUNGSRAHMENS IM HINBLICK AUF DIE OBEN ANGEFÜHRTEN PUNKTE

2.1 Mindestreserve-Erfüllungsperiode und Mindestreservesystem

Die EZB verlangt von den Kreditinstituten, dass sie im Rahmen des Mindestreservesystems des Eurosystems Mindestreserven auf Konten bei den nationalen Zentralbanken unterhalten. Das Mindestreservesystem des Eurosystems ist im gesamten Euro-Währungsgebiet einheitlich geregelt. Es dient in erster Linie dazu, die Geldmarktzinsen zu stabilisieren und eine strukturelle Liquiditätsknappheit herbeizuführen oder zu vergrößern.

Die Höhe der von jedem Institut zu unterhaltenden Mindestreserven richtet sich nach seiner Mindestreservebasis. Das Mindestreservesystem des Eurosystems ermöglicht den Geschäftspartnern die Durchschnittserfüllung der Mindestreservepflicht; dies bedeutet, dass sich die Erfüllung der Mindestreservepflicht nach den durchschnittlichen Kalendertagesendguthaben auf den Mindestreservekonten der Geschäftspartner innerhalb einer einmonatigen Mindestreserve-Erfüllungsperiode bemisst. Die Mindestreserveguthaben der Institute werden zum Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems verzinst.

Die Dauer der Mindestreserve-Erfüllungsperiode beträgt seit Januar 1999 einen Monat; sie beginnt jeweils am 24. Kalendertag eines Monats und endet am 23. Kalendertag des Folgemonats, unabhängig davon, ob es sich hierbei um einen

TARGET-Geschäftstag handelt oder nicht. Daher kann der jeweilige Anfangs- und Schlußtag auch auf ein Wochenende oder einen TARGET-Feiertag fallen.

2.2 Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) sind die wichtigsten Offenmarktgeschäfte des Eurosystems; sie geben Signale bezüglich des geldpolitischen Kurses, und bei der Steuerung der Zinssätze und der Liquidität am Markt kommt ihnen eine Schlüsselrolle zu. Der Großteil des Liquiditätsbedarfs der Kreditinstitute – in den ersten drei Jahren der Währungsunion durchschnittlich 73,5 % – wird durch die regelmäßigen HRGs abgedeckt.

Die wichtigsten Merkmale der Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden in der Veröffentlichung *Europäische Zentralbank (2002a)*² beschrieben. Im Zusammenhang mit dem gegenwärtigen Konsultationsverfahren ist hervorzuheben, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte

- regelmäßig jede Woche mit einer Laufzeit von üblicherweise zwei Wochen durchgeführt werden, sodass zu jedem beliebigen Zeitpunkt zwei dieser Geschäfte ausstehen;
- bis zum 27. Juni 2000 als Mengentender durchgeführt wurden. Seit diesem Zeitpunkt erfolgt die Durchführung dieser Geschäfte als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz (siehe *Europäische Zentralbank (2000)*³).

Bis Mitte September 2002 waren 191 HRGs mit einem durchschnittlichen Zuteilungsvolumen von 73 Mrd EUR durchgeführt worden. Die durchschnittliche Zahl der bei den HRGs mitbietenden Kreditinstitute lag bei 578, und die mittlere absolute Abweichung von diesem Durchschnitt betrug 196.

2.3 Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Das Eurosystem führt außerdem monatlich regelmäßige Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit durch, über die dem Finanzsektor zusätzliche längerfristige Refinanzierungsmittel zur Verfügung gestellt werden sollen. Zu jedem beliebigen Zeitpunkt stehen drei Geschäfte dieser Art aus. Sie machen nur einen begrenzten Teil des gesamten Refinanzierungsvolumens (26,1 %) aus. Im Allgemeinen verfolgt das Eurosystem mit dem Einsatz dieser Refinanzierungsgeschäfte nicht die Absicht, dem Markt Signale zu geben, und tritt damit in der Regel als Preisnehmer auf. Entsprechend wird für längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) gewöhnlich die

² Bibliographische Angaben am Ende des Dokuments.

³ Bibliographische Angaben am Ende des Dokuments.

Form des Zinstenders gewählt; die EZB gibt regelmäßig das für die nächsten Tender geplante Zuteilungsvolumen bekannt.

Die Merkmale der LRGs sind ebenfalls in der Veröffentlichung *Europäische Zentralbank (2002a)*⁴ zusammengefasst.

3 GRÜNDE FÜR DIE ÄNDERUNG DES HANDLUNGSRAHMENS

3.1 Zeitliche Änderung der Mindestreserve-Erfüllungsperiode

Der EZB-Rat kündigte am 8. November 2001 an, dass er Einschätzungen des geldpolitischen Kurses der EZB und Änderungen der Zinssätze in der Regel jeweils nur auf seiner ersten Sitzung im Monat, die normalerweise am ersten Donnerstag im Monat stattfindet, vornehmen wird. Wenn der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die für die ständigen Fazilitäten geltenden Sätze zu ändern, treten die neuen Zinssätze unmittelbar in Kraft, d. h. für die HRGs zum nächstfolgend angekündigten Geschäft und für die ständigen Fazilitäten am darauf folgenden Tag. Die Termine für die jeweils anstehenden Sitzungen des EZB-Rats sind der Website der EZB zu entnehmen.

Gegenwärtig sind die Termine für die Sitzungen des EZB-Rats vom Beginn der jeweiligen Mindestreserve-Erfüllungsperiode unabhängig. Im Rahmen der oben vorgeschlagenen Änderungen würde jedoch ein sehr direkter Zusammenhang entstehen. Beginn der Erfüllungsperiode wäre dann jeweils der Abwicklungstag des HRG nach der EZB-Ratssitzung, in der eine Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Eine Änderung der für die ständigen Fazilitäten geltenden Sätze würde sich in der Regel ebenfalls nach den Zinsänderungen für die HRGs richten, d. h. jeweils am Beginn einer neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode vollzogen werden.

Die vorgeschlagenen Änderungen würden dazu beitragen, dass Erwartungen einer Zinsänderung während der Erfüllungsperiode beseitigt werden könnten und sich somit die Auswirkungen von Zinserwartungen auf das Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den HRGs verringern. Damit würde sich in Phasen, in denen mit einer Zinssenkung gerechnet wird, die Wahrscheinlichkeit von Unterbietungen verringern. In Phasen, in denen höhere Zinsen erwartet werden, würde zudem eine signifikante Abweichung der Geldmarktzinsen sowie der HRG-Tendersätze vom Mindestbietungssatz vermieden und somit ein Störfaktor für die Signalisierung des geldpolitischen Kurses beseitigt werden. Darüber hinaus würden diese Änderungen Überbietungen, wie sie beim Mengentenderverfahren vorkamen, entgegenwirken.

⁴ Bibliographische Angaben am Ende des Dokuments.

Durch die Änderungen wäre auch gewährleistet, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperiode immer an einem TARGET-Geschäftstag beginnt und nur äußerst selten an einem TARGET-Feiertag endet. Wenn unter dem gegenwärtigen Verfahren der Beginn einer Erfüllungsperiode auf ein Wochenende fällt, wird die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten aus der letzten Erfüllungsperiode auf die neue Erfüllungsperiode übertragen, wodurch den Banken unnötige Kosten entstehen. Von Januar 1999 bis August 2002 gab es 43 Erfüllungsperioden, von denen 14 an einem TARGET-Feiertag begannen und 14 an einem TARGET-Feiertag endeten.

Die vorgeschlagene Änderung würde eine unterschiedliche Dauer der Erfüllungsperiode zur Folge haben. Nimmt man zum Beispiel das Jahr 2003 (wobei zu beachten ist, dass mögliche Änderungen erst nach 2003 umgesetzt werden), so würde die Dauer der jeweiligen Mindestreserve-Erfüllungsperioden bei Anwendung der neuen Verfahren zwischen 21 und 37 Tagen schwanken, wie in der folgenden Tabelle dargestellt wird.

Tabelle 1: Mindestreserve-Erfüllungsperioden nach den neuen Verfahren im Jahr 2003

Periode	EZB-Ratssitzung *	Beginn	Ende	Dauer in Tagen
1.	9. Januar	15. Januar	11. Februar	28
2.	6. Februar	12. Februar	11. März	28
3.	6. März	12. März	8. April	28
4.	3. April	9. April	13. Mai	35
5.	8. Mai	14. Mai	8. Juni	26
6.	5. Juni	9. Juni	15. Juli	37
7.	10. Juli	16. Juli	5. August	21
8.	31. Juli	6. August	9. September	35
9.	4. September	10. September	7. Oktober	28
10.	2. Oktober	8. Oktober	10. November	34
11.	6. November	11. November	9. Dezember	29

* Sitzungen des EZB-Rats, für die eine Einschätzung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist.

3.2 Verkürzung der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf eine Woche

Um die Auswirkungen von Zinsänderungserwartungen auf das Bietungsverhalten der Geschäftspartner abzumildern, sollte sich die Laufzeit der HRGs nicht mit der nachfolgenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode überschneiden. Dies wäre nur dann der Fall, wenn die Erfüllungsperiode am Abwicklungstag eines HRG begänne und die Laufzeit des HRG eine Woche betrüge. Daher ergänzt die Verkürzung der Laufzeit die zeitliche Veränderung der Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

Was die Auswirkungen auf die Steuerbarkeit der kurzfristigen Geldmarktzinsen anbelangt, so bestehen kaum Unterschiede zwischen einer Laufzeit von einer und zwei Wochen für die HRGs. Für die Steuerbarkeit der kurzfristigen Geldmarktzinsen ist die Häufigkeit dieser Geschäfte, auf die sich die Verkürzung der Laufzeit nicht auswirken würde, von größerer Bedeutung.

Die Verkürzung der Laufzeit des HRG hätte jedoch zur Folge, dass sich das Transaktionsvolumen von Zentralbankmitteln zur Refinanzierung vergrößern würde. Die Zuteilungsbeträge bei den HRGs würden sich, wenn alle anderen Faktoren gleich blieben, verdoppeln.

3.3 Aussetzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte

In den ursprünglichen Erörterungen über den geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems war entschieden worden, einen Teil des gesamten Refinanzierungsbedarfs über längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) zur Verfügung zu stellen, da man der Auffassung war, dass diese für kleinere Geschäftspartner, die nur begrenzten oder gar keinen Zugang zum Interbankenmarkt haben, eine gute Möglichkeit zur Liquiditätsbeschaffung über einen längeren Zeitraum (d. h. drei Monate) darstellten. Die EZB tritt in den LRGs als Preisnehmer auf und nutzt diese Geschäfte nicht zur Steuerung der kurzfristigen Zinssätze. Die Durchführung der Geldpolitik könnte durch einen sehr hohen Anteil der LRGs an den Refinanzierungsgeschäften insgesamt sogar behindert werden.

Bei der Anzahl der an den LRGs teilnehmenden Banken war ein trendmäßiger Rückgang zu beobachten. Am höchsten war die Bieterzahl beim ersten LRG am 13. Januar 1999 mit 466 Teilnehmern. Beim letzten LRG im August 2002 erreichte die Teilnehmerzahl mit nur 158 Bietern ein Rekordtief. In den ersten drei Jahren der Währungsunion lag die Anzahl der Bieter im Schnitt bei 272; berücksichtigt man jedoch lediglich die im Jahr 2001 sowie die in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres abgewickelten Geschäfte, so reduziert sich der Durchschnitt auf 197. Daraus geht hervor, dass die LRGs nur für eine begrenzte Anzahl von Banken eine Refinanzierungsquelle darstellen.

Angesichts des raschen Tempos der sich in den letzten dreieinhalb Jahren an den europäischen Finanzmärkten vollziehenden Entwicklungen ist es an der Zeit, zu überlegen, ob die LRGs tatsächlich die Rolle spielen, die ihnen ursprünglich zugedacht war: nämlich kleineren Geschäftspartnern, deren Zugang zum Interbankenmarkt begrenzt ist, Refinanzierungsmittel über einen längeren Zeitraum zur Verfügung zu stellen. Falls dies nicht der Fall ist, sollte zum Zweck einer effizienteren Durchführung der Geldpolitik die Aussetzung dieser Art von Geschäft in Erwägung gezogen werden.

Sollten die LRGs ausgesetzt werden, so würde die entstehende Refinanzierungslücke über die regelmäßigen wöchentlichen HRGs geschlossen werden.

3.4 Zusammenhang zwischen den drei angestrebten Veränderungen

Der Zusammenhang zwischen der Verkürzung der Laufzeit der HRGs und einer geänderten Definition der Mindestreserve-Erfüllungsperiode ist in Abschnitt 3.2 beschrieben worden.

Darüber hinaus besteht ein Zusammenhang zwischen der Verkürzung der Laufzeit der HRGs und einer möglichen Aussetzung der LRGs, denn beide Änderungen verringern die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden Offenmarktgeschäfte und erhöhen somit das Transaktionsvolumen von Zentralbankmitteln zur Refinanzierung.

4 VERFAHRENSABLAUF

Alle Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet und sämtliche Banken- und Finanzmarktverbände sind eingeladen, ihre Ansichten über die oben angeführten Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens zu äußern. Das Eurosystem begrüßt, wo möglich, eine Koordinierung der Antworten der Kreditinstitute durch die Verbände. Insbesondere wird auf die Möglichkeit hingewiesen, zu jedem der drei Änderungsvorschläge getrennt Stellung zu nehmen oder nur zu einem der drei Vorschläge eine Meinung abzugeben. Die Stellungnahmen werden grundsätzlich nicht veröffentlicht.

Die Antworten können in Englisch oder einer anderen EU-Amtssprache an die EZB oder an die Deutsche Bundesbank gesendet werden (Adressen wie folgt):

Europäische Zentralbank
Abteilung Sekretariat
Kaiserstraße 29
D-60311 Frankfurt am Main
Fax: (069) 1344-6170
E-Mail: ecb.secretariat@ecb.int

Deutsche Bundesbank
Zentralbereich Kredit, Devisen, Finanzmärkte
Wilhelm-Epstein-Straße 14
D-60431 Frankfurt am Main
Fax: (069) 9566-3177
E-Mail: Secretariat-K@bundesbank.de

Letzter Termin zur Abgabe von Stellungnahmen ist der

29. November 2002

5 BIBLIOGRAPHIE

Weitere Einzelheiten über den geldpolitischen Handlungsrahmen finden sich in den folgenden EZB-Veröffentlichungen, die auf der EZB-Website abrufbar sind:

Europäische Zentralbank (2002a), Die einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems.

Europäische Zentralbank (2000), Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, Monatsbericht, Juli 2000, S. 39-44.

Europäische Zentralbank (2001), Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den Offenmarktgeschäften des Eurosystems, Monatsbericht, Oktober 2001, S. 59-72.

Europäische Zentralbank (2002b), Die Liquiditätssteuerung der EZB, Monatsbericht, Mai 2002, S. 45-58.