

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems – Erfahrungen und Maßnahmen zur Verbesserung seiner Effizienz

Das geldpolitische Instrumentarium des Eurosystems hat sich in den ersten vier Jahren seines Einsatzes gut bewährt. Es ermöglichte dem Eurosystem, sein operatives Ziel, den kurzfristigen Geldmarktzins, wirksam zu steuern und die geldpolitischen Absichten des Eurosystems hinreichend präzise und differenziert zu signalisieren. Gleichwohl hat das Eurosystem das geldpolitische Instrumentarium im Laufe des Jahres 2002 einer eingehenden Effizienzanalyse unterzogen und operational-technische Verbesserungsvorschläge in einem öffentlichen Konsultationsverfahren zur Diskussion gestellt. Diese zielten in erster Linie auf die Vermeidung „zinsspekulativer“ Unterbietungen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften und auf eine gewisse Konsolidierung des geldpolitischen Instrumentenkastens. Im Einzelnen wurden eine Flexibilisierung der Mindestreserveperiode, die Verkürzung der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf eine Woche und die Aussetzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte vorgeschlagen. Unter Berücksichtigung der zahlreichen Kommentare und Anregungen der geldpolitischen Geschäftspartner des Eurosystems und von Verbänden beschloss der EZB-Rat im Januar 2003, die ersten beiden Maßnahmen im ersten Quartal 2004 zu implementieren. Von einer Aussetzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurde dagegen Abstand genommen.

Funktionen der geldpolitischen Instrumente

Interdependenz des Instrumen- tariums

Dem Eurosystem steht zur Umsetzung der Geldpolitik eine Vielzahl von Instrumenten zur Verfügung. Dies ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass zur Wahrung der Kontinuität beim Übergang in die Stufe 3 der EWU entschieden wurde, bewährte Instrumente verschiedener Teilnehmerstaaten in den geldpolitischen Instrumentenkasten aufzunehmen. Gleichwohl stehen bestimmte Instrumente im Vordergrund, die miteinander in einem engen operationalen Zusammenhang stehen und sich teilweise auch gegenseitig bedingen. Entsprechend wurden im Konsultationsverfahren die Ausgestaltungen der Mindestreserve, der regelmäßigen Offenmarktgeschäfte und der ständigen Fazilitäten als Gesamtpaket zur Diskussion gestellt.

Mindestreserve

Die Verpflichtung zur Haltung von Mindestreserven, der alle Kreditinstitute des Euro-Raums unterliegen, dient dazu, ein strukturelles Liquiditätsdefizit der Banken gegenüber dem Eurosystem zu erzeugen beziehungsweise zu vergrößern. Dadurch wird sichergestellt, dass die Kreditinstitute in adäquatem Umfang auf die Refinanzierung beim Eurosystem angewiesen sind und dass ihre Nachfrage nach Zentralbankguthaben stabilisiert wird. Dies wiederum bildet die Basis für eine effiziente Geldmarktsteuerung über regelmäßige, liquiditätsbereitstellende Offenmarktgeschäfte. Die Institute müssen ihre Mindestreservepflicht nur im Durchschnitt einer mehrwöchigen Mindestreserveerfüllungsperiode einhalten, so dass die täglichen Liquiditätsschwankungen am Geldmarkt durch Variatio-

nen im Erfüllungsprofil der Institute abgefangen werden können. Die Durchschnittserfüllung hat damit die Funktion, die Volatilität des Tagesgeldsatzes zu begrenzen und somit die Geldmarktentwicklung zu stabilisieren. Das Mindestreservesoll der Institute wird zum durchschnittlichen marginalen Zuteilungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte in der betreffenden Erfüllungsperiode verzinst, so dass die Mindestreservepflicht als Kostenfaktor für die Kreditinstitute praktisch nicht ins Gewicht fällt. Überschussreserven bleiben jedoch unverzinst, Untererfüllungen werden sanktioniert.

Die mögliche Schwankungsbreite des Tagesgeldsatzes am Interbankenmarkt wird durch die Zinssätze der beiden ständigen Fazilitäten begrenzt. Über die Einlagefazilität kann überschüssige Liquidität absorbiert und über die Spitzenrefinanzierungsfazilität kann zusätzliche Übernachtliquidität – nur durch die nötigen Sicherheiten begrenzt – bereitgestellt werden.

*Ständige
Fazilitäten*

Während der EZB-Rat mit den Sätzen für die ständigen Fazilitäten Signale über die generelle Ausrichtung der Geldpolitik gibt, werden über die regelmäßigen Offenmarktgeschäfte (Haupt- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte) die jeweils aktuellen Zins- und Liquiditätsbedingungen am Geldmarkt, insbesondere die Entwicklung des Tagesgeldsatzes, gesteuert. Der Refinanzierungsbedarf der Kreditinstitute richtet sich neben der Mindestreserve nach der Entwicklung der so genannten liquiditätsbestimmenden Marktfaktoren (wie z. B. dem Banknotenumlauf, den Netto-Währungsreserven des Eurosystems und den Einlagen öffentlicher Haushalte bei den natio-

*Offenmarkt-
geschäfte*

nen Zentralbanken). Über die regelmäßigen Refinanzierungsoperationen hinaus stehen dem Eurosystem eine Reihe weiterer Offenermarktgeschäfte zur Verfügung, die ad hoc vor allem zur kurzfristigen Liquiditätssteuerung beziehungsweise Zinsbeeinflussung eingesetzt werden können.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte stehen im Vordergrund des operationalen, geldpolitischen Ansatzes des Eurosystems. Der EZB-Rat setzt über Variationen des Mindestbietungssatzes (Zinstender) beziehungsweise des Festzinsatzes (Mengentender) für Hauptrefinanzierungsgeschäfte Signale bezüglich seines geldpolitischen Kurses und steuert die Bedingungen am kurzen Ende des Geldmarkts, dem Ausgangspunkt des geldpolitischen Transmissionsprozesses. Über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wird der größte Teil des Refinanzierungsbedarfs gedeckt. Sie werden in wöchentlichem Rhythmus mit einer Laufzeit von zwei Wochen angeboten, so dass zu jedem Zeitpunkt jeweils zwei, sich überlappende Haupttendergeschäfte ausstehen. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems in einem dezentralisierten Versteigerungsverfahren (Tender) nach einheitlichen Kriterien durchgeführt. Die Zuteilungsentscheidung für das Eurosystem insgesamt trifft das Direktorium der EZB im Einklang mit der im EZB-Rat beschlossenen geldpolitischen Ausrichtung.

Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

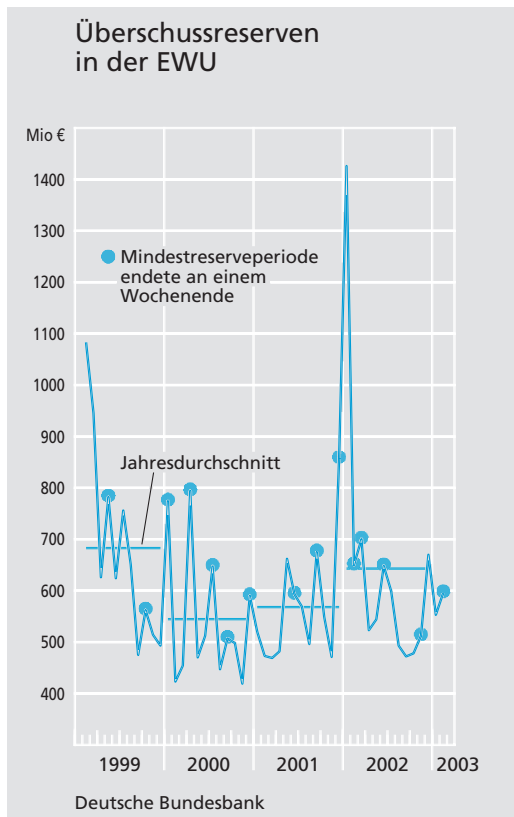
Die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte werden einmal monatlich als Zinstender ohne Mindestbietungssatz mit einer Laufzeit von rund drei Monaten ausgeschrieben. Dieser

Basistender dient nicht dazu, geldpolitische Signale zu geben. Entsprechend wird das Zuteilungsvolumen dem Markt vorab bekannt gemacht, und das Eurosystem agiert als reiner „Zinsnehmer“. Über diese Geschäftsart sollte insbesondere kleineren, weniger geldmarktaktiven Kreditinstituten eine längerfristige Basisrefinanzierung direkt bei der Notenbank ermöglicht werden, worin sich insoweit ein Element des früheren, traditionellen Rediskontkredits der Bundesbank spiegelt. Das Zuteilungsvolumen für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wird in der Regel für ein Jahr im Voraus entsprechend der Entwicklung des Liquiditätsbedarfs so festgesetzt, dass dem Eurosystem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte ausreichend Manövriermasse verbleibt.

Effizienz der geldpolitischen Instrumente

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems hat sich in der Vergangenheit als voll funktionsfähig erwiesen: Das Eurosystem konnte die intendierten geldpolitischen Signale umgehend den Märkten übermitteln; die Volatilität des Tagesgeldsatzes konnte trotz geringer Interventionsfrequenz am Geldmarkt niedrig gehalten werden; in der Regel wurde der Ausgleich des Liquiditätsbedarfs und damit die Stabilisierung der Geldmarktentwicklung allein durch den wöchentlichen Einsatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte erreicht, der Rückgriff auf die ständigen Fazilitäten blieb letztlich gering, und Feinsteuerungsoperationen wurden nur sehr selten genutzt. Schließlich trug auch der grenzüberschreitende Liquiditätsausgleich unter den

*Erfahrungen
seit Beginn der
Währungs-
union ...*



Banken dazu bei, dass die Geldmarktzinsnotierungen an den europäischen Finanzplätzen praktisch identisch sind, so dass man von einem gut integrierten europäischen Geldmarkt sprechen kann.

Gleichwohl wurde deutlich, dass das Instrumentarium nicht unter jeder Bedingung völlig friktionslos funktionierte und insofern Raum für Effizienzsteigerungen bot. So erwies sich die Lage der Mindestreserveperiode, die vom 24. eines Monats bis zum 23. des Folgemonats reicht, gelegentlich als problematisch. Der italienische Steuertermin, der mit großen und nur schwer zu prognostizierenden Schwankungen der Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Banca d'Italia einhergeht, fiel systematisch auf den letzten Tag der Mindestreserveperiode, so dass auch nach der

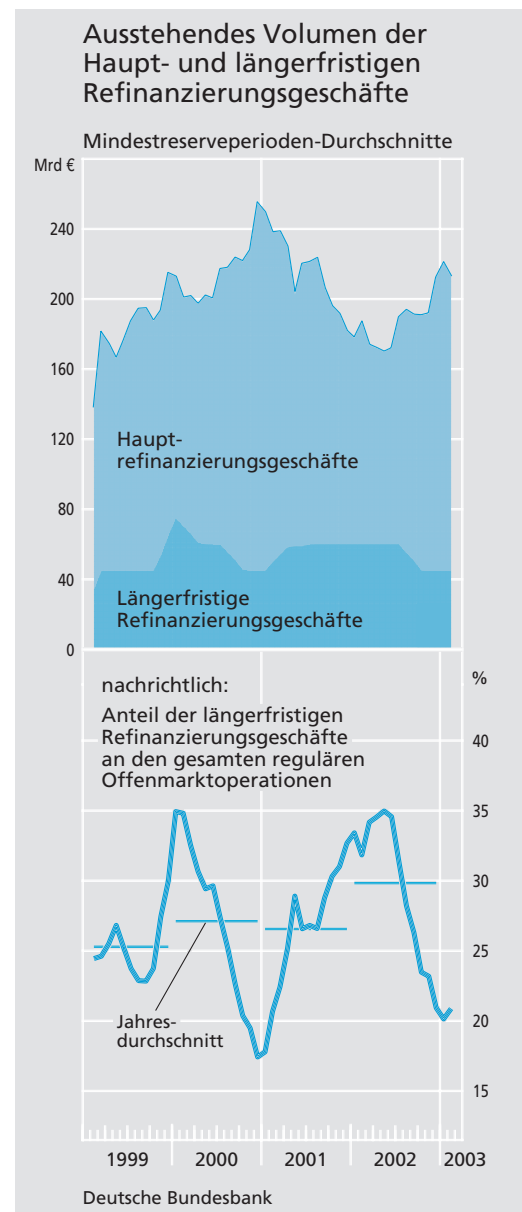
letzten Tenderzuteilung der Periode noch größere Risiken für die Liquiditäts- und Zinsentwicklung bis zum Reserveultimo verblieben. Dieses Problem entschärfte sich ab Juli 2002 etwas, weil seither der größere Teil der Steuerabführungen an das italienische Staatskassenkonto bei der Banca d'Italia in der Regel bereits vor dem 23. eines Monats erfolgt. Außerdem entstehen den Kreditinstituten Kosten, wenn der Reserveultimo auf ein Wochenende oder auf einen TARGET-Feiertag fällt. Aus Sicherheitsüberlegungen und insbesondere um eine mit Sanktionen belegte Untererfüllung auszuschließen, sind die Institute geneigt, am letzten Geschäftstag einer Reserveperiode höhere als die unbedingt notwendigen Guthaben bei den nationalen Notenbanken zu halten. Dies führt zu höheren, generell unverzinsten Überschussreserven als bei einem Reserveultimo an einem Geschäftstag. Aber auch wenn die Erfüllungsperiode an einem geschäftsfreien Tag beginnt, kann sich das Reservemanagement der Banken verteuern. In diesem Fall wird die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten, die sich auf das Ende der Erfüllungsperioden konzentriert, auf die neue Erfüllungsperiode übertragen. Bei Rückgriff auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität wird die neue Periode vergleichsweise teuer anfinanziert. Gelder, die am Reserveultimo in die Einlagefazilität gelegt und damit der Reserveerfüllung entzogen wurden, müssen in der neuen Periode in der Regel teurer bei der Zentralbank oder am Geldmarkt wiederbeschafft werden.

In den Jahren 1999 bis 2002 wurden durchschnittlich knapp drei Viertel des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems über Hauptrefinan-

*... mit den
Hauptrefinanzierungs-
geschäften*

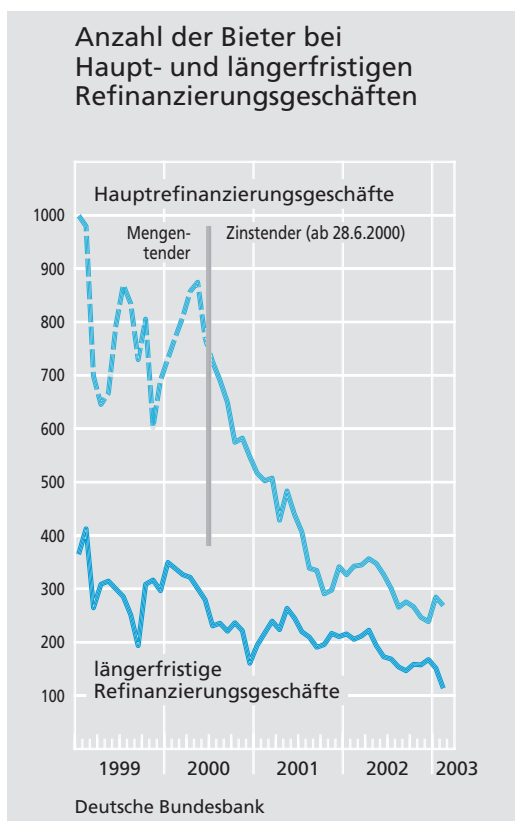
*... mit der
Mindest-
reserve ...*

zierungsgeschäfte gedeckt (rd. 149 Mrd €), die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte trugen mit durchschnittlich rund 54 Mrd € gut ein Viertel zur Deckung des Liquiditätsdefizits bei. Damit war das Volumen der Haupttender – wie beabsichtigt – stets ausreichend groß, um auch größere Änderungen im Liquiditätsbedarf der Banken zeitnah auszugleichen. Die Anzahl der Bieter in den Hauptrefinanzierungsgeschäften hat sich seit Beginn der Währungsunion deutlich von 777 im Jahresdurchschnitt 1999 auf durchschnittlich 307 Kreditinstitute im Jahr 2002 verringert. Diese Entwicklung ist zum einen im Zusammenhang mit den generellen Konsolidierungstendenzen im Bankgewerbe und der damit verbundenen Zentralisierung des Liquiditätsmanagements zu sehen, zum anderen erwies sich die Beteiligung an den Hauptrefinanzierungsgeschäften auch als abhängig vom Tenderverfahren und den im Markt vorherrschenden Zinserwartungen. So zeigte sich ab Mitte 2000 mit dem Übergang vom Mengen- zum Zinstender ein besonders ausgeprägter Rückgang bei der Tenderbeteiligung, als sich insbesondere kleinere, risikoaverse Kreditinstitute aus den Tendergeschäften zurückzogen (siehe Schaubild auf S. 20). Das rückläufige Bieterinteresse ist auf die mit dem Zinstender verbundenen erhöhten Anforderungen an eine marktnahe und geschäftspolitisch adäquate Gebotsentscheidung zu sehen. Auch Zinssenkungserwartungen, die seit dem Frühjahr 2001 vermehrt auftraten, könnten zu einem eher nachlassenden Bieterinteresse geführt haben. Gleichwohl blieb ein hoher Wettbewerbsgrad bei den Tendergeschäften gewahrt, und es gibt keinerlei Anzeichen für oligopolistische Strukturen.



Die aus Sicht des Eurosystems und der Marktteilnehmer bislang wichtigste Modifikation beim Einsatz des Instrumentariums war der Wechsel vom Mengentender zum Zinstender mit Mindestbietungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften im Juni 2000. Der Festzinstender hatte für die Geldpolitik zwar den Vorteil, eine äußerst signalstarke und wirkungsvolle Orientierungsmarke für den Geldmarkt setzen zu können. Er bedeutete jedoch

*Überbietungen
beim Mengentender
und
Übergang zum
Zinstender*

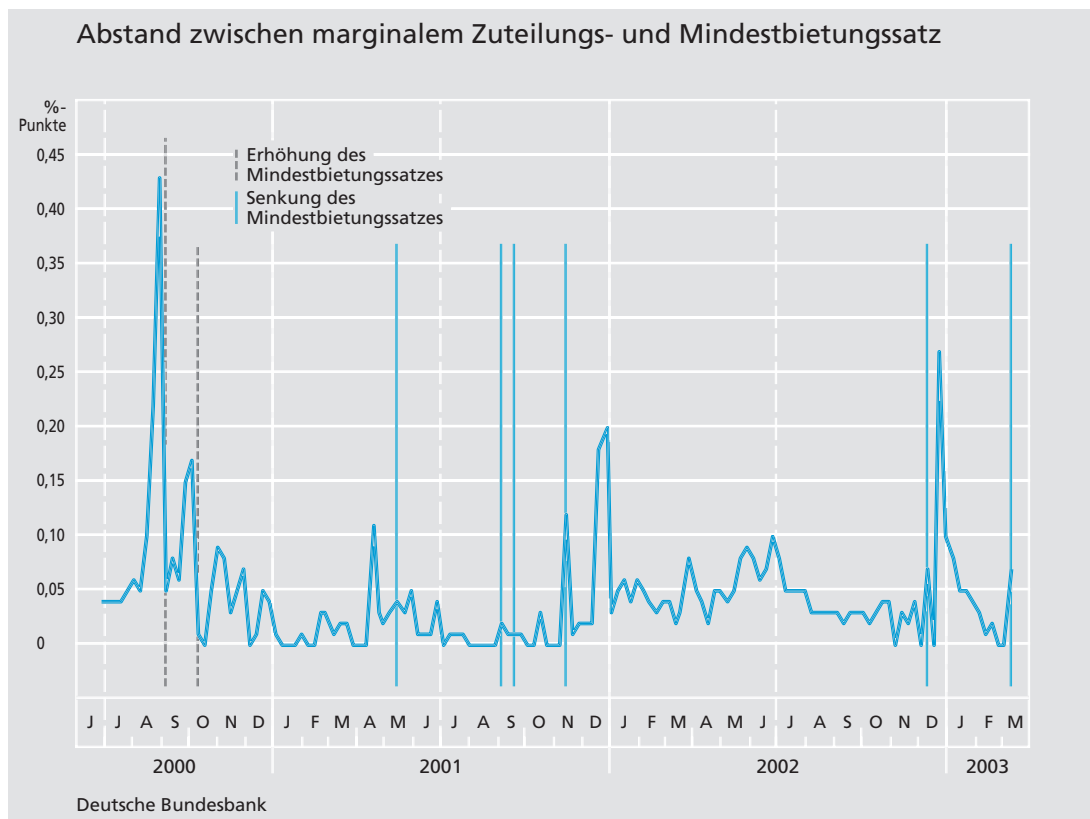


auch, dass die Geschäftspartner relativ risikolos hohe Beträge bieten konnten, da die EZB zur Stabilisierung des Geldmarkts die Zuteilungsmenge stets am Liquiditätsbedarf ausgerichtet hat. Im Frühjahr 2000 hatten sich zudem die Zinssteigerungserwartungen der Marktteilnehmer auf breiter Basis verfestigt, so dass es bei den unverändert als Mengentender ausgeschrieben Hauptrefinanzierungsgeschäften zu massiven Überbietungen kam. Die Repartierungsquote sank schließlich unter 1 %. Durch den Übergang zum Zinstender konnten die Anreize zu spekulativen Überbietungen wirkungsvoll eliminiert werden. Aus rein „technischer“ Sicht des Liquiditätsmanagements waren die spekulativen Überbietungen weitgehend unproblematisch; sie haben jedoch erhöhte Anforderungen an das Bankensystem beim Management ihres

Portefeuilles an Schuldtiteln, die zur Besicherung der Notenbankkredite erforderlich sind, und bei der Umverteilung der Zentralbankliquidität auf dem Interbankengeldmarkt im Anschluss an die Tenderzuteilung gestellt. Bei sehr hohen Überbietungen ist es für das einzelne Institut kaum möglich, seine voraussichtliche Zuteilungsmenge abzuschätzen, denn bereits geringe, nicht vorhersehbare Veränderungen des Repartierungssatzes bewirken große Veränderungen der (bankindividuellen) Zuteilung.

Nach dem Übergang zum Zinstender mit Mindestbietungssatz trat erstmals im Februar 2001 in einem Umfeld starker Zinssenkungserwartungen das Phänomen des „Unterbietens“ auf. In Erwartung einer Zinssenkung noch innerhalb der laufenden Reserveperiode hielten sich die Kreditinstitute bei den Geboten im Hauptrefinanzierungsgeschäft so stark zurück, dass das gesamte Bietungsvolumen nicht ausreichte, den aus liquiditätspolitischer Sicht angemessenen Betrag zuzuteilen. Das Eurosystem hat sich bisher bei spekulativ bedingten Unterbietungen dazu entschieden, die – auf Grund der kurzzeitig dann unzureichenden Liquiditätsausstattung des Marktes – vorübergehend erhöhte Volatilität der Geldmarktzinsen hinzunehmen und den verbliebenen Liquiditätsbedarf erst in dem (den) noch anstehenden Haupttender(n) der laufenden Reserveperiode zumindest teilweise zu decken. Hierdurch wurde den Geschäftspartnern signalisiert, dass sie auch das Kostenrisiko ihres spekulativen Verhaltens zu tragen haben. Zwar blieb die erhöhte Volatilität auf das sehr kurze Ende des Geldmarkts begrenzt, gleichwohl kann auch dies die Signali-

*Unterbietungen
beim
Zinstender*



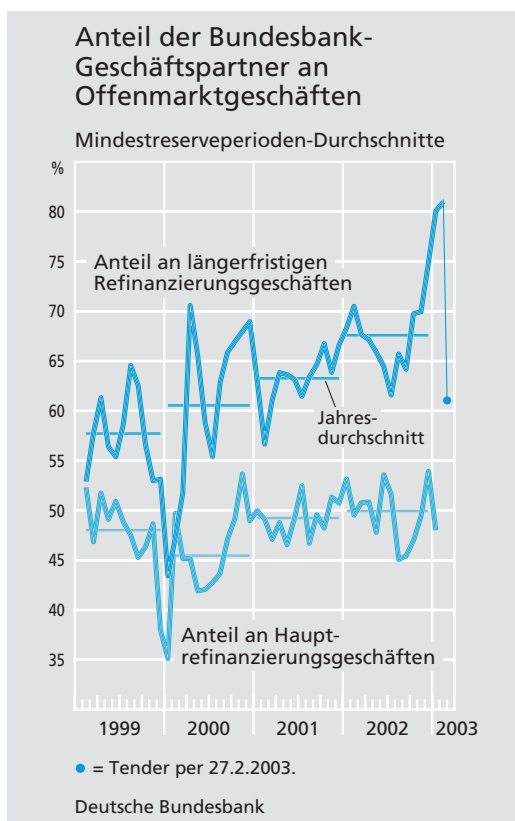
sierung des aktuellen geldpolitischen Kurses beeinträchtigen. Vor diesem Hintergrund hat der EZB-Rat im November 2001 entschieden, über den geldpolitischen Kurs normalerweise nur noch auf seiner ersten Sitzung im Monat zu beschließen. Hierdurch wurden die Gelegenheiten für zinsspekulativ bedingte Unterbietungen mit sich anschließenden Verwerfungen am Tagesgeldmarkt erheblich reduziert. Insgesamt betrachtet konnte das Eurosystem auch durch den Zinstender mit Mindestbietungssatz ein wirkungsvolles geldpolitisches Signal setzen, lag doch der marginale und auch der gewichtete Zuteilungssatz in der Regel eng an der Orientierungsmarke des Eurosystems. Größere Abweichungen beschränkten sich auf Perioden ausgeprägter Zinsänderungserwartungen.

Ein Nebeneffekt von Unterbietungen ist das Auseinanderlaufen der Volumina der beiden ausstehenden Hauptrefinanzierungsgeschäfte; dies kann aus technisch-operationaler Sicht zu Problemen führen. Die vereinzelt zur Wiederangleichung der Tendervolumina zeitgleich mit dem 2-Wochen-Tender durchgeführten 7-Tage-Geschäfte (Tendersplit-Operationen) gelten seit April 2002 auch formal als Hauptrefinanzierungsgeschäfte und gehen somit in die Berechnung der Mindestreserve-Verzinsung ein.

Seit Beginn der Währungsunion ist auch bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften ein Rückgang der Bieterbeteiligung zu verzeichnen, der jedoch weniger ausgeprägt ist als bei den Haupttendern (siehe Schaubild auf S. 20). Nahmen 1999 durchschnittlich

Tender-Splitting

Erfahrungen mit den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften



noch etwas mehr als 300 Kreditinstitute am Basistender teil, so betrug die durchschnittliche Teilnehmerzahl 2002 nur noch 186 Institute. Das Verhältnis von gebotenen Volumen und Zuteilungsbetrag pro Auktion hat sich seit Mitte 2000 (ähnlich wie das entsprechende Verhältnis beim Haupttender) jedoch nicht auffällig verändert. Es liegt bei durchschnittlich knapp zwei (beim Haupttender geringfügig niedriger). Der Kreis der Banken, die sich regelmäßig am langen Tender beteiligen, ist äußerst heterogen, eine besonders starke Teilnahme kleinerer Kreditinstitute, also der eigentlichen Zielgruppe, konnte bis jetzt nicht beobachtet werden. Deutsche Kreditinstitute zählen seit Beginn der Währungsunion zu den aktivsten Bietern in den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, was sich insbesondere auch in

ihren kontinuierlich hohen Zuteilungsanteilen widerspiegelt.

Im Hinblick auf die Zinsgebote ergibt ein Vergleich des marginalen Zuteilungssatzes der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dem 3-Monats-EONIA-Swapsatz, dass sich die Kreditinstitute bei der Basisrefinanzierung relativ teuer mit Liquidität eindecken. Während der Spread zwischen dem marginalen Zuteilungssatz beim Haupttender und dem 2-Wochen-EONIA-Swapsatz im Zeitraum zwischen April 2001 und Februar 2003 im Durchschnitt relativ stabil bei null lag, beläuft sich der entsprechende Spread bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften auf durchschnittlich $2\frac{1}{2}$ Basispunkte. Außerdem ist seit dem zweiten Halbjahr 2002 tendenziell eine leichte Ausweitung des Spreads im Dreimonatsbereich zu beobachten, die jedoch zumindest teilweise auf ein saisontypisches Bietungsverhalten im Zusammenhang mit den Jahresultimodispositionen der Kreditinstitute zurückzuführen ist. Diese Beobachtungen könnten insgesamt als Hinweis darauf gesehen werden, dass die Bereitstellung längerfristiger Liquidität für die Kreditinstitute einen in jüngster Vergangenheit zunehmenden Stellenwert hat. Vor dem Hintergrund der begrenzten Geldmarktliquidität für längerfristige Mittel liegt diese Bewertung nahe. Von Vorteil waren die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte auch im Zusammenhang mit der Liquiditätsvorsorge für den Jahrtausendwechsel, als ihre Ankaufsbeträge vorübergehend aufgestockt wurden und so ein größeres Volumen an liquiditätsmäßiger Grundversorgung über die Jahrtausendwende zur Verfügung stand. Dies wirkte sta-

*Basistender
vergleichsweise
teuer*

bilisierend auf die Bankendispositionen und beugte einer befürchteten Liquiditätsverknappung vor.

Öffentliches Konsultationsverfahren

*Vorschläge zur
Verbesserung
der Effizienz
des geldpoliti-
schen Hand-
lungsrahmens*

Angestoßen durch die skizzierte Unterbietungsproblematik bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften wurde der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems im vergangenen Jahr einer detaillierten Überprüfung unterzogen. Im Ergebnis formulierte der EZB-Rat mögliche Maßnahmen, die geeignet erschienen, die identifizierten Ineffizienzen zu beseitigen, und forderte im Herbst 2002 die Kreditinstitute, Bankenverbände und Finanzmarktvereinigungen im Euro-Raum in einem öffentlichen Konsultationsverfahren auf, zu den angedachten operational-technischen Änderungen Stellung zu nehmen. Im Einzelnen wurden folgende Änderungen zur Diskussion gestellt:

- Die Mindestreserveperiode solle mit der monatlichen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats synchronisiert werden und dementsprechend jeweils am Gutschriftstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts beginnen, das auf die erste EZB-Ratssitzung im Monat folgt. Die Anpassung der Zinssätze der ständigen Fazilitäten würde dann ebenfalls mit dem Beginn der Mindestreserveperiode synchronisiert werden.
- Um ein Überlappen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte in die folgende Mindestreserveperiode zu verhindern, solle die Lauf-

zeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf eine Woche verkürzt werden.

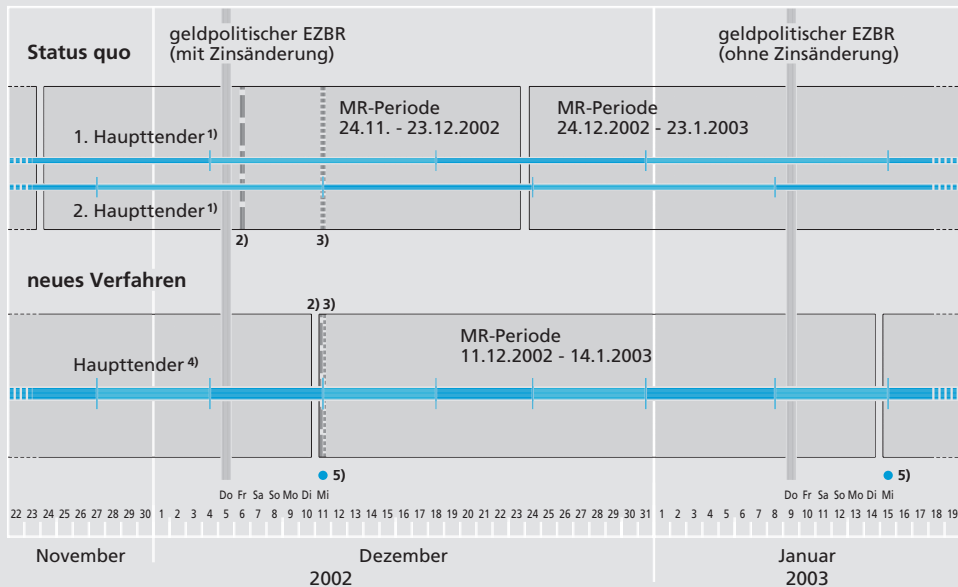
- Außerdem wurde vorgeschlagen, die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte auszusetzen, weil sich gezeigt habe, dass die ursprünglich angepeilte Zielgruppe, nämlich kleinere, nicht geldmarktaktive Institute, nicht erreicht wurde.

Durch die zeitliche Änderung der Mindestreserve-Erfüllungsperiode würde sichergestellt, dass die Erfüllungsperiode immer an einem TARGET-Geschäftstag beginnt, Inanspruchnahmen der ständigen Fazilitäten am Reserveultimo mithin nicht länger in die neue Erfüllungsperiode überhängen können. Darüber hinaus würde die Erfüllungsperiode in der Regel an einem TARGET-Geschäftstag enden, die abschließende Feinadjustierung der Reserveverfüllung mithin nicht mehr erschwert werden. Weiterhin wäre eine Änderung der Notenbankzinsen innerhalb einer Erfüllungsperiode in der Regel ausgeschlossen, wodurch sich die Wahrscheinlichkeit von zinsspekulativ bedingten Über- oder Unterbietungen verringert. Durch die gleichzeitige Verkürzung der Laufzeit der Haupttender auf eine Woche dürfte erreicht werden, dass Zinsänderungserwartungen sich überhaupt nicht mehr auf das Bietungsverhalten der Geschäftspartner innerhalb einer Erfüllungsperiode auswirken.

Die Durchführung des öffentlichen Konsultationsverfahrens wurde von den Marktteilnehmern einhellig begrüßt und insbesondere unter Transparenzgesichtspunkten positiv bewertet. Die zahlreichen Antworten, die bei der EZB und den nationalen Zentralbanken

*Reaktionen auf
öffentliches
Konsultations-
verfahren ...*

Änderung der Reserveperiode und der Haupttenderlaufzeit*)



* Status quo und neues Verfahren beispielhaft dargestellt anhand der Kalenderkonstellation November 2002 bis Januar 2003. — 1 Laufzeit zwei Wochen. — 2 Zinsanpassung der ständigen Fazilitäten. — 3 Anpassung des Mindestbietungssatzes. — 4 Laufzeit eine Woche. — 5 Gutschrift des ersten Haupttenders nach geldpolitischer EZBR-Sitzung; gleichzeitig Beginn der Mindestreserve-Periode.

Deutsche Bundesbank

eingingen, vermittelten ein detailliertes und differenziertes Bild der Ansichten und Präferenzen der Kreditinstitute und Verbände. Es wurde zudem deutlich, dass auch aus Sicht des Finanzsektors trotz der vom EZB-Rat festgestellten Verbesserungsmöglichkeiten beim geldpolitischen Instrumentarium die geldpolitische Transmission und die Funktionsweise des Geldmarkts durch die vereinzelt aufgetretenen Über- und Unterbietungen nicht ernsthaft behindert wurden.

Die überwiegende Mehrheit der konsultierten Institute des Euro-Raums sprach sich für die zeitliche Veränderung der Mindestreserveerfüllungsperiode aus. Auch die deutschen Institute und Bankenverbände, die sich an der Konsultation beteiligt hatten, signalisierten Zustimmung zur Flexibilisierung der Mindest-

reserveperiode. Dabei divergierten die Ansichten über die Vorteilhaftigkeit der Vermeidung von Unterbietungen. Spekulative Unterbietungen und die damit verbundenen Volatilitäten am Tagesgeldmarkt wurden von größeren, geldmarktaktiven Instituten eher positiv eingeschätzt, da sie schließlich auch Ertragschancen eröffneten. Außerdem seien Unterbietungen, im Vergleich zur Nutzung derivativer Geldmarktinstrumente, eine weniger effiziente und professionelle Art der Spekulation auf Zinsentscheidungen des EZB-Rats. Für kleinere Institute standen die Vorteile einer verringerten Zinsvolatilität auf dem Tagesgeldmarkt im Vordergrund, da dies ihre Dispositionssicherheit erhöht. Für die insgesamt positive Bewertung des Vorschlags, auch durch deutsche Institute, scheinen vielmehr die erwarteten Kosteneinsparungen

... in Bezug auf die Flexibilisierung der Mindestreserveperiode ...

entscheidend gewesen zu sein, die darauf beruhen, dass der Beginn und in der Regel auch das Ende der Mindestreserveperiode nicht mehr auf Wochenenden beziehungsweise TARGET-Feiertage fallen. Die überwiegende Mehrheit der antwortenden Kreditinstitute gab an, dass man keine größeren technischen Probleme beim Übergang auf Mindestreserveperioden mit variabler Länge befürchte, jedoch wurde dem Eurosystem die frühzeitige Publikation eines „Mindestreservekalenders“ (in Analogie zum Tenderkalender) nahe gelegt.

*... auf die
Zeitspanne
zwischen
Beschluss und
Wirksamwerden
von Zins-
änderungen ...*

Kritisch wurde die lange Zeitspanne zwischen dem Beschluss und dem Wirksamwerden einer Zinsentscheidung gesehen. Der sechstägige Zeitraum zwischen der EZB-Ratssitzung am Donnerstag und dem Beginn der neuen Reserveperiode am darauf folgenden Mittwoch wurde vereinzelt als ungewöhnlich lang empfunden, zumal auch Änderungen der Zinssätze der ständigen Fazilitäten erst mit der Valutierung des ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfts nach der geldpolitischen Ratssitzung wirksam werden. Zudem wurde mit Blick auf das Liquiditätsmanagement des Eurosystems bemerkt, dass der letzte Haupttender in einer Mindestreserveperiode immer bereits sechs Tage vor dem Reserveultimo abgewickelt werde. Angesichts der mit der Länge des Prognosezeitraums sich tendenziell verschlechternden Qualität der Liquiditätsvorausschätzungen wurde das erhöhte Risiko suboptimaler Zuteilungen beim Haupttender gesehen, mit der Gefahr systematisch volatilerer Geldmarktzinsen zum Ende der Reserveperiode.

Der Vorschlag, die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte als komplementäre Maßnahme zur Flexibilisierung der Mindestreserveperiode auf eine Woche zu verkürzen, wurde von den Banken des Euro-Raums mit verhaltener Zustimmung aufgenommen. Von der Mehrheit der Institute wurde die Verkürzung der Haupttenderlaufzeit als eine folgerichtige Ergänzungsmaßnahme zur Flexibilisierung der Mindestreserveperiode gesehen, die hilft, zinsspekulative Unterbietungen in Zukunft zu verhindern. Die gleichzeitig vorgebrachten Bedenken der Kreditinstitute konzentrierten sich insbesondere auf die mit der Abkehr von überlappenden Hauptrefinanzierungsgeschäften einhergehenden zusätzlichen operationalen Risiken und die erhöhten liquiditätsdispositiven Unwägbarkeiten der Kreditinstitute. Käme es beim Eurosystem oder einzelnen Bieteradressen im Laufe der Tenderprozeduren zu größeren technischen Problemen, so stünde ein deutlich größerer Teil des gesamten Refinanzierungsvolumens zur Disposition als bei zwei sich überlappenden Geschäften. Darüber hinaus wurde die Sorge artikuliert, dass bei nur einem ausstehenden und folglich vollständig zu revolvingierenden Hauptrefinanzierungsgeschäft die Institute dazu neigen könnten, preistreibende Sicherheitsgebote abzugeben, um bei der Zuteilung nicht zu knapp bedient zu werden oder gar leer auszugehen. Dies könnte zu einem „strukturellen“ Anstieg der marginalen und auch gewichteten Zuteilungssätze führen und die Refinanzierung insgesamt verteuern. Beim Übergang zu einem einzigen einwöchigen Hauptrefinanzierungsgeschäft sei darüber hinaus zu bedenken, dass für ein nicht zum Zuge gekommenes Institut – we-

*... auf die
Verkürzung der
Laufzeit der
Hauptrefinanzierungs-
geschäfte ...*

gen der dann höheren über den Markt zu beschaffenden Volumina – die Ausnutzung von Geldmarktlinien zusätzlich an Relevanz gewinnen könnte. Als ein möglicher Ausgleich für die Verkürzung der Haupttenderlaufzeit wurde von verschiedenen Marktteilnehmern die Einführung eines „Erfüllungsperiodentenders“ vorgeschlagen, über den einmal im Monat Basisliquidität für die Dauer einer Reserveperiode zur Verfügung gestellt werden könnte.

... und die Aussetzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte

Neben den deutschen Instituten, die sich traditionell stark bei der Basisrefinanzierung engagieren, lehnten nahezu auch alle anderen Kreditinstitute, die sich am Konsultationsverfahren beteiligt hatten, eine Aussetzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte ab. Die Basisrefinanzierung spielt eine wichtige Rolle für die Institute zur Erreichung einer ausgewogenen Fristenstruktur ihrer Refinanzierung. Außerdem wurde die Bedeutung des Basistenders im Rahmen einer vorausschauenden Liquiditätsplanung betont, welche unter anderem in den BIZ-Empfehlungen „Sound practices for managing liquidity in banking organisations“ gefordert wird.

Breite Zustimmung zum Basistender auf Grund mangelnder Alternativen am Interbankenmarkt

Unbesicherte längerfristige Geldmarktgeschäfte, aber auch der Interbanken-Repo-Markt, wurden von den meisten Kreditinstituten nicht als vollwertige Substitute für die längerfristige Zentralbankrefinanzierung angesehen. Der Bereich der längerfristigen, unbesicherten Geldmarktkredite habe von jeher nicht die nötige Tiefe an Liquidität. Der Kreis der für ein General-Collateral-Repogeschäft¹⁾ nutzbaren Sicherheiten sei ein anderer als derjenige, der für die Refinanzierung bei der

Notenbank verwendet werden kann; zudem seien auch hier längere Laufzeiten wenig liquide. Der Basistender biete somit den Banken die Möglichkeit, eine breitere, nach Laufzeiten diversifizierte Refinanzierungsbasis aufzubauen, und stelle daher ein wichtiges, verstetigendes Element in ihrem Liquiditätsmanagement dar.

Als Gegengewicht zur geplanten Verkürzung der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurde von den Kreditinstituten häufig der Wunsch nach einer Volumenaufstockung bei der Basisrefinanzierung artikuliert. Dies könne einer Verringerung der durchschnittlichen Laufzeit der Refinanzierung entgegenwirken. Insbesondere könne eine volumensmäßige Aufstockung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte die höheren operativen und dispositiven Risiken auf Grund der vorgesehenen nur noch einwöchigen, sich nicht mehr überlappenden Haupttender abmildern.

Wunsch nach Basistender-Aufstockung

Entscheidung des EZB-Rats

Der EZB-Rat hat in seiner Sitzung am 23. Januar 2003 beschlossen, die Mindestreserveperiode wie vorgeschlagen zu flexibilisieren und mit der monatlichen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats zu synchronisieren. Änderungen der Zinssätze der ständigen Fazilitäten werden ebenfalls mit dem Beginn der

Änderungen im ersten Quartal 2004

¹ Während ein Special-Collateral-Repogeschäft abgeschlossen wird, um ein bestimmtes Wertpapier zu erlangen, steht beim General-Collateral-Repogeschäft die Liquiditätsbeschaffung im Vordergrund. Daher wird für ein General-Collateral-Repogeschäft ein relativ breiter Kreis von Sicherheiten (insbesondere EWU-Staatsstitel) akzeptiert.

Mindestreserveperiode wirksam. Die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte wird auf eine Woche verkürzt. In Anbetracht des großen Rückhalts für die Beibehaltung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurde von der Aussetzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte abgesehen. Die beiden beschlossenen Änderungen werden im

ersten Quartal 2004 umgesetzt. Dadurch ist sichergestellt, dass dem Eurosystem und seinen Geschäftspartnern ausreichend Zeit verbleibt, die durch die Flexibilisierung der Mindestreserveperiode und der Laufzeitverkürzung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte notwendig gewordenen technischen Anpassungen vorzunehmen.