

Ulrike Neyer

Veränderung des geldpolitischen Instrumentariums der EZB

Die Europäische Zentralbank plant Veränderungen bei ihren geldpolitischen Instrumenten. Was ist der Anlass für diese Maßnahme? Wie sind die Veränderungsvorschläge zu beurteilen?

Die Europäische Zentralbank (EZB) erwägt, drei wichtige Veränderungen in ihrem geldpolitischen Instrumentarium vorzunehmen: erstens eine zeitliche Veränderung der Mindestreserveerfüllungsperiode, zweitens eine Verkürzung der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und drittens eine Aussetzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte. Zu diesen Veränderungsvorschlägen hat sie Anfang Oktober 2002 ein öffentliches Konsultationsverfahren eingeleitet.

Das gegenwärtige Design des Mindestreservesystems und der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, so die EZB, rufe bei Zinsänderungserwartungen im Markt ein Verhalten der Geschäftsbanken hervor, in dessen Folge es zu signifikanten Abweichungen der Geldmarktsätze von dem von der EZB angestrebten Niveau komme. Hiermit sei ein möglicher Störfaktor für die Signalisierung des geldpolitischen Kurses gegeben. Die Aussetzung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wird in erster Linie mit ihrer geringen Bedeutung begründet¹.

Dieser Artikel setzt sich mit den bedeutenderen ersten beiden Veränderungsvorschlägen auseinander. Sie sind zu begrüßen. Der Vorteil eines geänderten Instrumentariums wird jedoch nicht in einer verbesserten Signalisierung des geldpolitischen Kurses gesehen, sondern in erster Linie in einer für die EZB einfacheren Steuerung des Geldmarktsatzes. Auch unterstützen die beiden Vorschläge die Einhaltung des Grundsatzes, alle Kreditinstitute im Euroraum unabhängig davon, in welchem Mitgliedstaat sie ihren Sitz haben, gleich zu behandeln². Über die anvisierten Veränderungen hinaus sollte die EZB jedoch auch eine Veränderung bei der Verzinsung der Mindestreserve vornehmen, da ihr dies eine größere Flexibilität hinsichtlich ihrer geldpolitischen Entscheidungen einräumen würde.

Dr. Ulrike Neyer, 35, ist wissenschaftliche Mitarbeiterin an der Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind das wichtigste geldpolitische Instrument der EZB. Über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte stellt die EZB den Banken im Rahmen eines Zins- oder Mengentenders Liquidität in Form von zu besichernden Krediten zur Verfügung. Diese Kredite haben eine Laufzeit von zwei Wochen und werden im Wochenrhythmus durchgeführt. Folglich kommt es zu einer zeitlichen Überlappung von zwei Hauptrefinanzierungsgeschäften. Die EZB strebt an, die Laufzeit auf eine Woche zu verkürzen. Die Überlappung der Kreditlaufzeiten wäre damit aufgehoben.

Im Rahmen des Mindestreservesystems wird von den Kreditinstituten verlangt, dass sie einen Teil (derzeit 2%) bestimmter Passivpositionen ihrer Bilanz als Mindestreserve auf den Konten des Eurosystems unterhalten. Grundlage für die Berechnung dieses Mindestreservesolls ist die Bilanz am Ende eines Monats. Die zugehörige Mindestreserveerfüllungsperiode, in der das Mindestreservesoll im Durchschnitt erfüllt werden muss, beginnt am 24. Tag des nächsten und endet am 23. Tag des übernächsten Monats.

Die Verzinsung der Mindestreserveguthaben erfolgt zum Durchschnittszinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die in die entsprechende Mindestreserveerfüllungsperiode fallen. Nach den Vorstellungen der EZB soll die Mindestreserveerfüllungsperiode zukünftig am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts beginnen, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der normalerweise geldpolitische Beschlüsse gefasst werden. Damit würden Zinsänderungsentscheidungen der EZB grundsätzlich mit dem Beginn einer neuen Erfüllungsperiode zusammenfallen³.

¹ EZB: Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens, Öffentliches Konsultationsverfahren, 7. Oktober 2002 (www.ecb.de).

² Für eine Beschreibung der allgemeinen Grundsätze, die bei der Gestaltung des geldpolitischen Handlungsrahmens berücksichtigt werden sollen, siehe z.B. O. Issing, V. Gaspar, I. Angeloni, O. Tristani: *Monetary Policy in the Euro Area*, Cambridge 2001, S. 112-113; EZB: *The Monetary Policy of the ECB*, Frankfurt 2001, S. 59-60.

Über- und Unterbietungen

Signifikante Über- und Unterbietungen in den Tendersverfahren zahlreicher Hauptrefinanzierungsgeschäfte haben die angestrebten Veränderungen ausgelöst. Von einer Über- bzw. Unterbietung spricht man, wenn das aggregierte Bietungsvolumen wesentlich über bzw. unter der so genannten Benchmark-Zuteilung liegt. Die Benchmark-Zuteilung ist der von der EZB berechnete Liquiditätsbedarf des Bankensektors, der aus der Mindestreservepflicht und den so genannten autonomen Faktoren, wie z.B. der Bargeldhaltung der Wirtschaftssubjekte, resultiert. Bei der Berechnung der Benchmark-Zuteilung berücksichtigt die EZB ihre Einschätzung bezüglich der Entwicklung der autonomen Faktoren und eine gleichmäßige Erfüllung des Mindestreservesolls⁴. Die EZB strebt eine gleichmäßige Erfüllung an, da sie die Pufferwirksamkeit bei unerwarteten Liquiditätsschocks erhöht und somit zur Stabilisierung der Geldmarktsätze beiträgt⁵.

Die von Mitte 1999 bis Mitte 2000 durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte waren durch extreme Überbietungen charakterisiert, wobei der Spitzenwert im Juni 2000 erreicht wurde, als die Summe der Gebote die Benchmark-Zuteilung um mehr als das Hundertfache überstieg. Es kam folglich zu Zuteilungsquoten, die unter einem Prozent lagen.

Dass trotz der extrem niedrigen Zuteilungsquoten genügend Liquidität zur Verfügung gestellt wurde, machen der in dieser Zeit nicht signifikant vom Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte nach oben abgewichene EONIA⁶ („Euro Overnight Index Average“, siehe Abbildung 1) und die moderate Inanspruchnahme der Kreditfazilität bei der EZB deutlich. Diese lag in den Monaten März bis Juni 2000, die durch besonders niedrige Zuteilungsquoten charakterisiert waren, im Durchschnitt bei 334 Mill. Euro, was lediglich 0,5% des Liquiditätsvolumens ausmacht, das im Durchschnitt je Hauptrefinanzierungsgeschäft in dieser Zeit zugeteilt wurde⁷.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die durch extreme Unterbietungen charakterisiert waren, wurden am

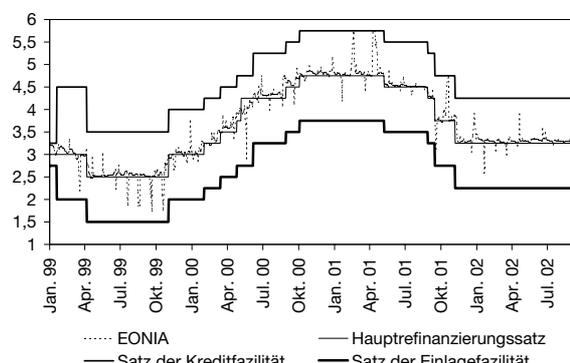
³ Für eine ausführliche Beschreibung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und des Mindestreservesystems siehe z.B. EZB: Die einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, April 2002 (www.ecb.de). Für eine Beschreibung der anvisierten Veränderungen siehe EZB: Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens, a.a.O.

⁴ Für eine ausführliche Beschreibung der autonomen Faktoren und eine Erläuterung zur Berechnung der Benchmark-Zuteilung siehe EZB: Die Liquiditätssteuerung der EZB, Monatsbericht Mai 2002, S. 45-58.

⁵ EZB: Die Liquiditätssteuerung der EZB, a.a.O., S. 51.

⁶ Der EONIA repräsentiert einen durchschnittlichen Tagesgeldsatz am Interbankenmarkt im Euroraum.

Abbildung 1
EONIA und Schlüsselzinssätze der EZB



* Mengentenderersatz bzw. Mindestbietungssatz bei den Zinstendern.

Quelle: EZB.

14. Februar, 11. April und 10. Oktober 2001 abgeschlossen. In diesen Geschäften war das aggregierte Bietungsvolumen so niedrig, dass trotz der vollständigen Befriedigung aller Gebote durch die EZB die zur Verfügung gestellte Liquidität nicht ausreichte, um den Liquiditätsbedarf des Bankensektors zu decken. Der sprunghafte Anstieg des EONIA bis an den Satz der Spitzenrefinanzierungsfazilität (siehe Abbildung 1) und eine starke Inanspruchnahme dieser Fazilität verdeutlichen dies. Die Inanspruchnahme lag beispielsweise am 20. und 21. Februar 2001 bei knapp 30 Mrd. Euro. Dieser Wert entspricht fast 50% des im Hauptrefinanzierungsgeschäft am 14. Februar zugeteilten Liquiditätsvolumens⁸.

Zinsänderungserwartungen

Die Ursache für das extreme Bietungsverhalten liegt in erster Linie in Zinsänderungserwartungen der Banken, wie folgende Überlegungen zeigen⁹.

⁷ Datenquelle: EZB.

⁸ Datenquelle: EZB.

⁹ Für eine umfassende modelltheoretische Darstellung siehe: U. Neyer: Banks' Behaviour in the European Money Market and the Operational Framework of the Eurosystem, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät, Volkswirtschaftliche Diskussionsbeiträge Nr. 30, November 2002 (www.wiwi.uni-halle.de). Bezüglich Zinsänderungserwartungen als Ursache für das extreme Bietungsverhalten siehe auch EZB: Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, Monatsbericht, Juli 2000, S. 39-44; dies.: Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den Offenmarktgeschäften des Eurosystems, Monatsbericht, Oktober 2001, S. 59-72. Weitere in der Literatur diskutierte Ursachen sind ein falsches Zuteilungsverfahren bei Überbietungen... vgl. D. Nautz, J. Oechsler: The Repo Auctions of the European Central Bank and the Vanishing Quota Puzzle, Humboldt-University Berlin, SFB 373, Diskussionspapier Nr. 79, Version September 2001, und eine asymmetrische Zielfunktion der EZB, vgl. J. Ayuso, R. Repullo: A Model of the Open Market Operations of the European Central Bank, Centre for Economic Policy Research (CEPR), Diskussionspapier Nr. 2605, November 2000; dies.: Why Did the Banks Overbid? An Empirical Model of the Fixed Rate Tenders of the European Central Bank, in: Journal of International Money and Finance, Vol. 20 (2001), S. 857-870.

Der Liquiditätsbedarf des Bankensektors insgesamt kann nur von der EZB gedeckt werden. Jede einzelne Bank kann diese Liquidität jedoch auch am Interbankengeldmarkt erwerben. Im Euroraum liegt sogar für die Mehrzahl der Kreditinstitute die Bedeutung des Interbankenmarktes nicht nur in dem Ausgleich von Liquiditätsschwankungen, sondern in der Liquiditätsbeschaffung¹⁰. Einige Banken fungieren nämlich als „Intermediäre“ zwischen der EZB und den Kreditinstituten, indem sie die Verteilung der von der EZB zur Verfügung gestellten Liquidität übernehmen.

Der Grund hierfür liegt in unterschiedlichen Transaktions- und Besicherungskosten der einzelnen Kreditinstitute bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften¹¹. Diese schlagen sich in einem im Durchschnitt leicht höheren Zinsniveau am Interbankenmarkt im Vergleich zu dem in den Hauptrefinanzierungsgeschäften nieder (siehe Abbildung 1). Kreditinstitute mit relativ hohen Besicherungskosten werden somit die Liquiditätsbeschaffung über den Interbankenmarkt bevorzugen, während Institute mit relativ niedrigen Besicherungskosten aufgrund des Zinsaufschlags am Interbankenmarkt einen Anreiz haben, mehr Liquidität nachzufragen als sie für den eigenen erwarteten Bedarf benötigen, um den entsprechenden Überschuss am Interbankenmarkt anzulegen.

Zu Unterbietungen kommt es in Phasen, in denen Zinssenkungen erwartet werden. Die überlappenden Laufzeiten der Hauptrefinanzierungsgeschäfte bewirken, dass bei einer Kreditaufnahme bei der EZB die Banken nach der Zinssenkung noch teurere Liquidität im Bestand haben. Damit entfällt vor einer erwarteten Zinssenkung für die Banken der Anreiz, die Liquiditätsverteilung zu übernehmen, und es entsteht der Anreiz, den eigenen Liquiditätsbedarf am Interbankentagesgeldmarkt zu decken. Wird die Zinssenkung innerhalb einer Mindestreserveerfüllungsperiode erwartet, wird dieses zu einer Unterbietung führende Verhalten noch verstärkt, da die Banken vor der erwarteten Zinssenkung ihre Mindestreserve möglichst niedrig halten und ihr Mindestreservesoll entsprechend erst nach der Senkung erfüllen wollen. Der Grund liegt in den niedrigeren Kosten der Mindestreservehaltung nach

der Zinssenkung, während die Erträge vor und nach der Zinssenkung aufgrund der durchschnittlichen Verzinsung identisch sind.

Das am 14. Februar 2001 abgeschlossene Hauptrefinanzierungsgeschäft spiegelt diese Sachverhalte sehr gut wider. Nachdem die amerikanische Notenbank am Anfang des Jahres 2001 mehrfach die Zinsen gesenkt hatte, gingen die Marktteilnehmer davon aus, dass der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 15. Februar 2001 ebenfalls eine Leitzinssenkung beschließen würde. Das aggregierte Bietungsvolumen lag bei 65,3 Mrd. Euro. Zur Abdeckung der autonomen Faktoren und einer reibungslosen Erfüllung des Mindestreservesolls war jedoch ein Liquiditätsvolumen von 88 Mrd. Euro notwendig¹². Eine Unterbietung lag vor. Abbildung 2 illustriert eindrucksvoll die aus der Zinssenkungserwartung resultierende ungleichmäßige Erfüllung des Mindestreservesolls.

Analog gilt, dass es bei einer erwarteten Zinssteigerung zu einer Überbietung kommt. Zum einen haben die Banken vor der erwarteten Zinserhöhung den Anreiz, eine möglichst hohe Mindestreserve zu halten, um die Mindestreservekosten zu minimieren. Zum anderen versuchen sie, sich vor der erwarteten Zinserhöhung so stark mit Liquidität bei der Zentralbank einzudecken, dass sie ihren Liquiditätsbedarf für die gesamten nächsten zwei Wochen decken können. Rechneten sie nicht mit einer Zinserhöhung, würden sie einen Teil des Liquiditätsbedarfs in der zweiten Woche über das dann wieder neu abzuschließende Hauptrefinanzierungsgeschäft decken. Das zur Überbietung führende Verhalten wird dadurch verstärkt, dass die Banken die Möglichkeit haben, Zinsgewinne zu erzielen, indem sie vor der Zinserhöhung relativ billig erworbene Liquidität später am Interbankenmarkt zu höheren Zinsen anlegen.

Probleme der Über- und Unterbietungen

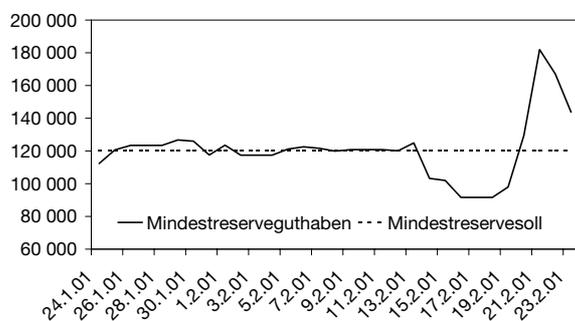
- *Schwierigere Steuerung des Geldmarktsatzes:* Ziel der EZB ist, das Preisniveau in der mittleren Frist stabil zu halten, was sie über die Steuerung der Zinsen am Geldmarkt zu erreichen sucht. Das extreme Bietungsverhalten der Banken führt nicht dazu, dass ihr dieses Steuer aus der Hand genommen wird. Zum einen werden Zinsausschläge am Geldmarkt durch die auf die Einlagen- und Kreditfazilitäten zu zahlenden Zinssätze begrenzt, und zum anderen kann die EZB Zinsausschläge durch entsprechend niedrige Zuteilungsquoten bei einer Überbietung und durch den Einsatz von Feinsteuerungsoperati-

¹⁰ Folgende Zahlen verdeutlichen dies. Am Ende des Jahres 2000 gab es im Euroraum 7 521 Kreditinstitute. 2 542 dieser Institute erfüllten die Kriterien, um an den Hauptrefinanzierungsgeschäften teilzunehmen. Tatsächlich teilgenommen haben bis zu diesem Zeitpunkt aber immer nur zwischen 400 und 600 Institute; vgl. EZB: The Monetary Policy of the ECB, a.a.O., S. 63.

¹¹ Siehe hierzu auch S. Hämäläinen: The Operational Framework of the Eurosystem, Ansprache auf der EZB-Konferenz „The Operational Framework of the Eurosystem and the Financial Markets“ in Frankfurt am Main am 5./6. Mai 2000 (www.ecb.de); J. Ayuso, R. Repullo, a.a.O., S. 3.

¹² EZB: Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den Offenmarktgeschäften des Eurosystems, a.a.O., S. 65.

Abbildung 2
Mindestreserveerfüllung in der Erfüllungsperiode
Januar / Februar 2001
 (in Mill. Euro)



Quelle: EZB.

onen bei einer Unterbietung verhindern. (Der Einsatz der Feinsteuerungsoptionen blieb bislang Ausnahmesituationen vorbehalten, wie z.B. nach den Ereignissen des 11. September 2001 oder der Eurobargeldeinführung im Januar 2002.) Die Steuerung des Zinsniveaus am Geldmarkt wird der EZB somit nicht aus der Hand genommen, sie wird jedoch aus zwei Gründen schwieriger. Erstens erfordert sie möglicherweise den Einsatz zusätzlicher Instrumente, und zweitens wird aufgrund einer extrem volatilen Erfüllung des Mindestreservesolls (siehe Abbildung 2) die Pufferfunktion der Mindestreserve, und damit ihre Zinsstabilisierungsfunktion, eingeschränkt.

- *Verletzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes:* Ein weiteres aus den Über- und Unterbietungen resultierendes Problem liegt in einer möglichen Verletzung des Gleichbehandlungsgrundsatzes. Abhängig von dem Mitgliedstaat, in dem sie ihren Sitz haben, werden Kreditinstitute unterschiedlich von geldpolitischen Impulsen in Form von Zinsänderungen betroffen, weil sich die Verfügbarkeit und die marginalen Kosten der Besicherung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte in den einzelnen Mitgliedstaaten der EWU unterscheiden¹³. So können Kreditinstitute mit umfangreichen Sicherheitenbeständen höhere Kredite bei der EZB aufnehmen und sind somit in der Lage, bei erwarteten Zinsänderungen durch ein flexibleres Liquiditätsmanagement ihre Liquiditätskosten stärker zu senken als Kreditinstitute, die mangels Verfügbarkeit von Sicherheiten in ihrem Land gar nicht in der Lage sind, entsprechend hohe Kredite aufzunehmen. Auch können Kreditinstitute mit hohen Sicherheitenbeständen im Fall einer Zinserhöhung stärker von möglichen Gewinnen auf dem Interbankenmarkt profitieren, da sie sich vor der

¹³ Siehe hierzu die in Fußnote 11 angegebene Literatur.

Zinserhöhung im größeren Umfang mit relativ billiger Liquidität bei der EZB eindecken können¹⁴.

- *Informationsgehalt der Gebote:* Als weiteres Problem wird diskutiert, dass die Zentralbank bei extremem Bietungsverhalten keine Informationen über den tatsächlichen Liquiditätsbedarf des Bankensektors gewinnen kann¹⁵. Fraglich ist, inwiefern die EZB auf diese Informationen angewiesen ist. Sie selbst betont, dass sie den Liquiditätsbedarf des Bankensektors aufgrund ihres „privilegierten Zugang[es] zu Informationen über ihre eigenen Finanztransaktionen und vor allem die Finanztransaktionen des öffentlichen Sektors“¹⁶ gut einschätzen könne. Entsprechende Prognosen veröffentlicht sie stets zusammen mit der Ankündigung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, also vor Kenntnis der Gebote der Banken.
- *Falsches Signalisieren eines geldpolitischen Impulses:* Die EZB selbst führt als Problem der Über- und Unterbietungen an, dass es zu signifikanten Abweichungen der Geldmarktsätze vom angestrebten Niveau käme. Dies sei ein möglicher Störfaktor für die Signalisierung ihres geldpolitischen Kurses¹⁷. Überzeugend ist dies jedoch nicht, denn die EZB hat es, wie oben beschrieben, selbst in der Hand, durch einen entsprechenden Griff in ihren Instrumentenkasten diese Abweichungen zu vermeiden. Zudem ist es unwahrscheinlich, dass selbst extreme Ausschläge des Geldmarktsatzes wie beispielsweise nach den Unterbietungen im Februar, März und Oktober 2001 zu einer Fehlinterpretation des geldpolitischen Kurses führen. Den Marktteilnehmern dürfte bekannt sein, dass dies eine Reaktion auf das Bietungsverhalten ist, und auch die EZB betont, dass das geldpolitische Signal vom angekündigten Mindestbietungssatz bzw. Mengentendersatz ausgeht¹⁸.

Bewertung der EZB-Vorschläge

Die EZB reagierte bislang zu drei Zeitpunkten auf das extreme Bietungsverhalten der Kreditinstitute. Im Juni 2000 führten die extremen Überbietungen

¹⁴ Siehe hierzu auch U. Neyer: Banks' Behaviour in the European Money Market and the Operational Framework of the Eurosystem, a.a.O.

¹⁵ D. Nautz, J. Oechssler, a.a.O. Siehe auch: D. Nautz: How Auctions Reveal Information: A Case Study on German Repo Rates, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 29 (1997), S. 161-183.

¹⁶ EZB: Die Liquiditätssteuerung der EZB, a.a.O., S. 49.

¹⁷ EZB: Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens, a.a.O.

¹⁸ EZB: Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, a.a.O., S. 40.

in den vorangegangenen Hauptrefinanzierungsgeschäften zur Umstellung vom Mengentender- auf das Zinstenderverfahren¹⁹. Als Reaktion auf extreme Unterbietungen verkündete die EZB im Oktober 2001, geldpolitische Entscheidungen in Form von Zinsänderungen grundsätzlich nur noch auf der ersten von zwei Sitzungen des EZB-Rats in einem Monat zu treffen, um somit Zinsänderungserwartungen entgegenzuwirken²⁰.

Beide Lösungsansätze sind nicht überzeugend. Neben der Tatsache, dass mit der Umstellung des Tendersverfahrens lediglich das Überbietungs-, nicht jedoch das Unterbietungsproblem gelöst wurde, würde die EZB, wenn sie dem Bankensektor grundsätzlich keine Liquidität mehr im Rahmen eines Mengentenders zur Verfügung stellen wollte, auf ein in bestimmten Situationen geeignetes geldpolitisches Instrument verzichten. Auch der Beschluss, geldpolitische Entscheidungen grundsätzlich nur noch auf der ersten Monatssitzung des EZB-Rats zu fällen, löst unter dem gegenwärtigen Design des geldpolitischen Instrumentariums nicht das Problem, sondern reduziert nur die Häufigkeit seines möglichen Auftretens. Außerdem hat die EZB mit diesem Beschluss ihre Flexibilität bezüglich geldpolitischer Entscheidungen einschränkt.

Positiv zu beurteilen sind hingegen die jetzt vorgeschlagenen Veränderungen des geldpolitischen Instrumentariums. Durch die nicht mehr bestehende Überlappung der Laufzeiten der Hauptrefinanzierungsgeschäfte lohnt sich ein Überbieten nicht mehr, da billig erworbene Liquidität vor einer möglichen Zinserhöhung an die EZB zurückgezahlt werden muss, und ein Unterbieten ist auch wenig wahrscheinlich, da die Banken nicht in Gefahr laufen, auf teurer Liquidität „sitzen zu bleiben“. Auch ein mögliches Unter- oder Überbieten als Folge einer spekulativen Umschichtung der Erfüllung des Mindestreservesolls ist nicht mehr gegeben: Durch die vorgeschlagene zeitliche Veränderung der Erfüllungsperiode beginnt und endet sie mit der Laufzeit eines Hauptrefinanzierungsgeschäftes, wobei es innerhalb der Mindestreserveerfüllungsperiode nicht zu Zinsänderungen kommt. Mithin haben die Banken keinen Anreiz mehr, ihr Mindestreservesoll ungleichmäßig zu erfüllen.

Dies gilt allerdings nur, wenn die EZB sich daran hält, keine Zinsänderungen während einer vier Wochen andauernden Mindestreserveerfüllungsperiode vorzunehmen. Von dieser Selbstbindung kann sie

sich befreien, und somit eine flexiblere Geldpolitik betreiben, indem sie Mindestreserveguthaben nicht mehr zu dem Durchschnittszins der während der Erfüllungsperiode abgeschlossenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst, sondern jeweils am Ende der Laufzeit eines Hauptrefinanzierungsgeschäftes zum Hauptrefinanzierungssatz²¹.

Das Problem, dass Kreditinstitute mit unterschiedlichen Besicherungskosten unterschiedlich stark von einem geldpolitischen Impuls in Form von Zinsänderungen betroffen sind, wird nach Umsetzung der Veränderungsvorschläge gelöst sein. Die unterschiedliche Kostenbelastung aus der Mindestreservehaltung bleibt jedoch bestehen. Für die Kreditinstitute mit den höheren Besicherungskosten bleibt Liquidität grundsätzlich teurer, denn entweder fallen die höheren Besicherungskosten tatsächlich an, wenn sie sich die Liquidität bei der EZB besorgen, oder sie werden mit den leicht höheren Liquiditätskosten am Interbankenmarkt konfrontiert. Zu überlegen ist daher, inwiefern nicht grundsätzlich auf eine Besicherung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzichtet werden könnte.

Fazit

Nach Umsetzung der vorgeschlagenen Veränderungen werden extreme Über- und Unterbietungen allem Anschein nach der Vergangenheit angehören. Damit kann die EZB den Zinssatz am Geldmarkt einfacher steuern, die Zinsstabilisierungsfunktion der Mindestreserve wird auch bei Zinsänderungserwartungen nicht eingeschränkt, und die Liquiditätsbereitstellung durch Feinsteuerungsoperationen bleibt Ausnahmesituationen vorbehalten. Eine unterschiedliche Betroffenheit der Kreditinstitute von einem geldpolitischen Impuls in Form von Zinsänderungen ist nicht mehr gegeben, da ein Liquiditätsmanagement, das die Überlappung der Laufzeiten der Hauptrefinanzierungsgeschäfte ausnutzt, nicht mehr möglich ist. Weiterhin kann die EZB aus dem Bietungsverhalten der Banken möglicherweise zusätzliche Informationen über den tatsächlichen Liquiditätsbedarf des Bankensystems ableiten.

Um eine flexiblere Geldpolitik betreiben zu können, sollte jedoch zusätzlich eine Veränderung bei der Verzinsung der Mindestreserve vorgenommen werden. Ferner sollte überlegt werden, ob auf eine Besicherung der Kredite bei der EZB nicht grundsätzlich verzichtet werden kann, um zu vermeiden, dass Kreditinstitute abhängig davon, in welchem Mitgliedsland sie ihren Sitz haben, mit unterschiedlichen Mindestreservekosten belastet werden.

¹⁹ Vgl. ebenda

²⁰ EZB: Pressekonferenz in Frankfurt, 8. November 2001 (www.ecb.de).

²¹ Für eine modelltheoretische Analyse siehe U. Neyer: Banks' Behaviour in the European Money Market and the Operational Framework of the Eurosystem, a.a.O.