

Erste Erfahrungen mit dem neuen geldpolitischen Handlungsrahmen und der Beitrag der Bundesbank zur Liquiditätssteuerung des Eurosystems

Im Jahr 2002 hat das Eurosystem sein geldpolitisches Instrumentarium einer gründlichen Effizienzanalyse unterzogen und in einem öffentlichen Konsultationsverfahren verschiedene operational-technische Verbesserungsvorschläge zur Diskussion gestellt. Diese zielten insbesondere darauf ab, geldpolitisch unerwünschte Unterbietungen in den Haupttendergeschäften zu vermeiden. Auf Basis der Analyseergebnisse und unter Berücksichtigung der Hinweise der Marktteilnehmer hat der EZB-Rat im Januar 2003 beschlossen, die Mindestreserveperiode zu flexibilisieren und die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte von zwei Wochen auf eine Woche zu verkürzen. Im März 2004 wurde das geldpolitische Instrumentarium auf das neue Mindestreserve- und Tender-Regime umgestellt. Die Erfahrungen mit dem geänderten Handlungsrahmen aus nunmehr vier Mindestreserveperioden werden im Folgenden dargestellt und analysiert. Die Umstellung verlief problemlos; die in die Flexibilisierung der Mindestreserveperiode und die Verkürzung der Haupttender-Laufzeit gesetzten Erwartungen wurden im Untersuchungszeitraum erfüllt. Des Weiteren wird der Beitrag der Bundesbank zur Liquiditätssteuerung des Eurosystems und die erweiterte Publikation von Liquiditätsdaten bei der Durchführung von Hauptrefinanzierungsoperationen im neuen geldpolitischen Handlungsrahmen beschrieben.

Änderungen am geldpolitischen Instrumentarium im Überblick¹⁾

Liquiditätssteuerung als operative Umsetzung der Leitzinsentscheidungen des EZB-Rats

Die Liquiditätssteuerung des Eurosystems hat die Aufgabe, den Bedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet an Zentralbankguthaben vorausschauend möglichst genau zu erfassen und über Offenmarktgeschäfte zu decken. Ziel der Liquiditätssteuerung ist es dabei, das Zinsniveau für Tagesgeld am Interbankenmarkt nahe am Hauptrefinanzierungssatz zu halten. Insofern setzt die Liquiditätssteuerung die Zinsbeschlüsse des EZB-Rats operativ am Geldmarkt um und ist das erste Glied in der Wirkungskette des geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Darüber hinaus stellt die Liquiditätssteuerung sicher, dass den Kreditinstituten eine reibungslose Erfüllung ihrer Mindestreserveverpflichtungen ermöglicht wird.

Synchronisierung von Reserveperiode und Haupttender-Laufzeit mit Sitzungsterminkalender des EZB-Rats

Von Beginn der Währungsunion bis Anfang 2004 reichte die Mindestreserveperiode – unabhängig vom Sitzungskalender des EZB-Rats – jeweils vom 24. Kalendertag eines Monats bis zum 23. Kalendertag des Folgemonats. Änderungen der Leitzinsen wurden innerhalb der Reserveperiode und während der Laufzeit der zweiwöchigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte wirksam, das heißt Zinsänderungen bei den ständigen Fazilitäten unmittelbar am Tag nach der Beschlussfassung, Änderungen der Konditionen bei den Haupttendern bei dem nächstfolgenden Geschäft. Entsprechend war das Bietungsverhalten der Geschäftspartner des Eurosystems auch abhängig von deren Leitzinserwartungen. Nachdem das Eurosystem im Juni 2000 vor allem wegen der Überbietungsproblematik beim Fest-

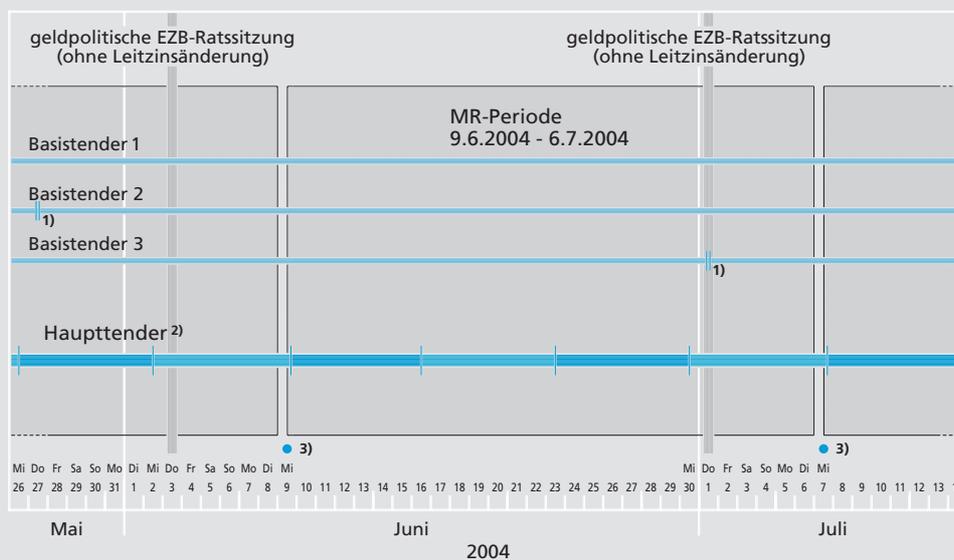
zinstender (Mengentender) auf den Tender mit variablem Zins (Zinstender) übergegangen war,²⁾ kam es – in einem Umfeld von Zinssenkungserwartungen – häufig zu starken Unterbietungen, was die Liquiditätssteuerung des Eurosystems beeinträchtigte.³⁾ Seit Anfang März 2004 ist deshalb die Lage der Erfüllungsperiode mit der monatlichen geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats zeitlich synchronisiert. Sie beginnt jetzt immer am Gutschriftstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Dies ist in der Regel die erste Sitzung eines Monats (geldpolitische EZB-Ratsitzung). Änderungen des Zinssatzes für Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Mindestbietungssatz beim Zinstender bzw. – derzeit nicht angewandt – Festzinssatz bei Mengentendern) sowie der ständigen Fazilitäten werden seit der Umstellung der Reserveperiode erst mit dem Beginn der neuen Erfüllungsperiode wirksam. Eine Anpassung der Notenbankzinsen innerhalb der Erfüllungsperiode ist nun ausgeschlossen; der EZB-Rat kann er-

¹ Für eine ausführliche Darstellung zur Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens, dem öffentlichen Konsultationsverfahren im Herbst 2002 und den Beschlüssen des EZB-Rats im Januar 2003 siehe: Deutsche Bundesbank, Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems – Erfahrungen und Maßnahmen zur Verbesserung seiner Effizienz, Monatsbericht, März 2003, S. 15 ff. Dokumentiert sind die Änderungen in der aktuellen Fassung der EZB-Veröffentlichung „Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“, erschienen Februar 2004, in Kraft getreten am 8. März 2004.

² Vgl.: Europäische Zentralbank, Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, Monatsbericht, Juli 2000, S. 39 ff.

³ Vor diesem Hintergrund entschied der EZB-Rat bereits im November 2001, über den geldpolitischen Kurs normalerweise nur noch auf seiner ersten Sitzung im Monat zu beschließen. Bereits hierdurch wurden die Gelegenheiten für zinsspekulativ bedingte Unterbietungen erheblich reduziert.

Geldpolitische EZB-Ratssitzung, Lage der Reserveperiode und Tendergeschäfte



1 Abwicklung Basistender (Laufzeit drei Monate). — 2 Laufzeit eine Woche. — 3 Gutschrift des ersten Haupttenders nach geldpolitischer EZB-Ratssitzung; gleichzeitig Beginn der Mindestreserve-Periode. Anpassung des Mindestbietungssatzes bzw. Zinsanpassung der ständigen Fazilitäten falls vom EZB-Rat beschlossen.

Deutsche Bundesbank

forderlichenfalls aber von dieser Regel abweichen. Die zusätzlich vorgenommene Verkürzung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf eine Woche führt dazu, dass die Laufzeit von Hauptrefinanzierungsoperationen nicht in die folgende Mindestreserveperiode überhängt. Von Leitzinsänderungserwartungen sollte daher kein Einfluss mehr auf das Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei Hauptrefinanzierungsgeschäften ausgehen.

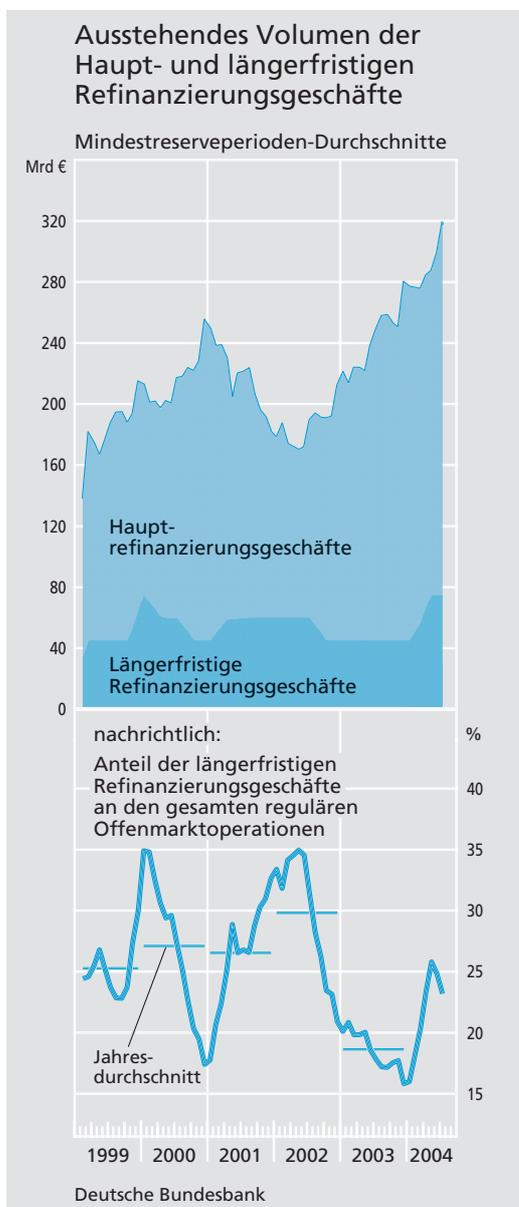
Beginn und Ende der Reserveperiode an TARGET-Geschäftstagen

Durch die zeitliche Änderung der Erfüllungsperiode wird außerdem sichergestellt, dass die Mindestreserveperiode immer an einem TARGET-Geschäftstag beginnt und somit Inanspruchnahmen der ständigen Fazilitäten, die sich auf den Reserveultimo konzentrieren, nicht länger in die neue Mindestreserveperiode überhängen. Die Erfüllungsperiode

endet darüber hinaus in der Regel an einem TARGET-Geschäftstag, was den Kreditinstituten die abschließende Feinadjustierung am Ende der Erfüllungsperiode erleichtert. Da die Kreditinstitute aus Sicherheitsüberlegungen und zur Vermeidung einer Untererfüllung dazu neigen, am Reserveultimo höhere als die unbedingt notwendigen Guthaben bei der Notenbank zu halten, wurden, im Falle dass der letzte Tag der Erfüllungsperiode auf ein Wochenende oder auf einem TARGET-Feiertag fiel, tendenziell höhere, generell unverzinsten Überschussreserven gehalten.

Die neue zeitliche Lage der Mindestreserveperiode führt zudem zu einer Entzerrung zwischen dem „italienischen Steuertermin“ und dem Reserveultimo. Der Steuertermin bringt typischerweise eine hohe Volatilität der auto-

Zuteilungspolitik erleichtert und transparenter



nomen Faktoren mit sich, erschwerte daher in der Vergangenheit eine passgenaue Zuteilungspolitik in der Endphase der Erfüllungsperiode und belastete tendenziell den liquiditätsmäßigen Einstieg in die neue Reserveperiode. Als zusätzliche Information für die Bieter bei Haupttendern und um den Marktteilnehmern eine bessere Einschätzung der Zuteilungspolitik der EZB zu ermöglichen, veröffentlicht die EZB seit dem Wechsel auf ein-

wöchige Hauptrefinanzierungsgeschäfte jeweils am Ausschreibungs- und Zuteilungstag eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts die so genannte Benchmark-Zuteilung.⁴⁾ Dies ist der Zuteilungsbetrag, der den Geschäftspartnern eine problemlose Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht erlaubt.

Schließlich wurde vor dem Hintergrund eines insgesamt ansteigenden Refinanzierungsbedarfs das Volumen der drei ausstehenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte Anfang 2004 um jeweils 10 Mrd € auf 25 Mrd € aufgestockt, so dass sich die über diese Basisstender bereitgestellte Liquidität derzeit auf 75 Mrd € beläuft. Die Zuteilung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte erfolgt nun in der Regel am letzten Mittwoch eines jeden Kalendermonats mit Abwicklung am folgenden Tag. Die Aufstockung steht darüber hinaus im Einklang mit dem im öffentlichen Konsultationsverfahren von den Kreditinstituten geäußerten Wunsch, der – mit der Verkürzung der Haupttenderlaufzeit einhergehenden – Verringerung der durchschnittlichen Laufzeit der Refinanzierung entgegenzuwirken und die höheren operativen und dispositiven Risiken auf Grund der nur noch einwöchigen, sich nicht mehr überlappenden Haupttender abzumildern.

Aufstockung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte

⁴ Zur Kalkulation der Benchmark siehe: Europäische Zentralbank, Veröffentlichung der Benchmark-Zuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, Monatsbericht, April 2004, S. 20 ff.

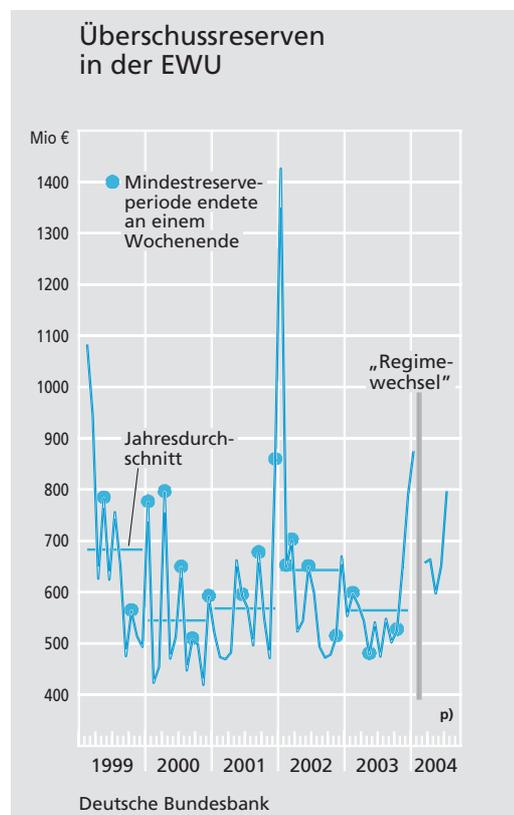
Erfahrungen mit der variablen Mindestreserveperiode

*Reibungsloser
Verlauf der
Übergangs-
Mindestreserve-
periode...*

Zum Übergang ins neue Reserve-Erfüllungsperioden-Regime hatte das Eurosystem eine überlange Mindestreserveperiode festgelegt, die sich vom 24. Januar 2004 bis zum 9. März 2004 erstreckte. Im Gegensatz zu der Alternative einer sehr kurzen Übergangsperiode (24. Januar bis 10. Februar) bot die auf gut sechs Wochen verlängerte Reserveperiode den mindestreservepflichtigen Instituten den Vorteil, die Flexibilität der Durchschnittserfüllung auch in der Übergangsphase ins neue Mindestreserveperioden-Regime effizient zu nutzen. Zudem lag diese Lösung nahe, da sich auch unter dem neuen, nach dem Sitzungskalender des EZB-Rats getakteten Reserveperioden-Regime gelegentlich „lange“

*... und der ersten
regulären
Reserve-
perioden unter
dem neuen
Regime*

Erfüllungsperioden ergeben. Die Übergangsperiode und die ersten vier mit der geldpolitischen EZB-Ratssitzung synchronisierten Reserveperioden verliefen reibungslos. Die notwendigen IT-Anpassungen zur buchungstechnischen Bewältigung der nunmehr variablen Periodenlänge wurden von den deutschen Kreditinstituten rechtzeitig vorgenommen, so dass es weder in der Übergangsperiode noch in den bisher abgeschlossenen Reserveperioden unter dem neuen Regime zu vermehrten Verstößen gegen die Mindestreservepflicht kam. Seit Einführung ihres neuen Kontoführungssystems im Januar 2004 stellt die Bundesbank zudem jedem mindestreservepflichtigen deutschen Kreditinstitut geschäftstäglich eine Mindestreserveübersicht zur Verfügung, in der unter anderem aufgeführt ist, wie hoch die verbleibende, bis zum Periodenende noch zu erfüllende Mindestre-



servepflicht ist. Diese Neuerung hat dazu beigetragen, dass sich seit Frühjahr 2004 die Anzahl der bei der Bundesbank verzeichneten Verstöße gegen die Mindestreservepflicht – trotz der neuen, variablen Periodenlänge – auf dem gewohnt sehr niedrigen Niveau hielt.

Hinsichtlich der Schwankungsbreite der Überschussreserven sollte das neue Regime eine etwas stabilere und damit das Liquiditätsmanagement des Eurosystems erleichternde Entwicklung begünstigen. Auf Grund der sehr wenigen Beobachtungswerte sind hierzu bislang jedoch noch keine Tendenzaussagen möglich. Die seit Jahresbeginn 2004 eurosystemweit leicht veränderte Abgrenzung für die Ermittlung der Überschussreserven hat dazu geführt, dass diese seither – strukturell

*Entwicklung
der Überschuss-
reserven*

bedingt – um etwa 130 Mio € höher ausgewiesen werden. Bis zur im November 2003 endenden Mindestreserveperiode wurden Kontoguthaben von Kreditinstituten, die ihre Mindestreservepflicht über einen Mittler erfüllten (indirekte Reservehaltung), beziehungsweise die nicht reservspflichtig waren, oder die nach Abzug des Freibetrags von 100 000 € kein Reserve-Soll hatten, nicht in den Überschussreserven erfasst. Diese Kontoguthaben, die nicht zur Erfüllung der Mindestreservepflicht beitragen, werden nun als Teil der Überschussreserven ausgewiesen und haben zu der erwähnten Erhöhung des Niveaus der Überschussreserven geführt.

Entwicklungen bei den Offenmarktgeschäften

*Zinsspekulative
Unter-
bietungen...*

Ein Hauptziel der Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen war, zinsspekulativ bedingte Unterbietungen im Zinstender zukünftig zu verhindern, Situationen also, in denen das gesamte Bietungsvolumen nicht ausreicht, um die aus liquiditätspolitischer Sicht erforderliche Zuteilung zu realisieren. In der Vergangenheit traten Unterbietungen dann auf, wenn die Marktteilnehmer mit einer Leitzinssenkung innerhalb der laufenden Mindestreserveperiode rechneten und sich deshalb, in der Hoffnung auf einen niedrigeren Mindestbietungssatz bei den noch folgenden Haupttendern bei der Gebotsabgabe im aktuellen Tendengeschäft zurückhielten. Unterbietungen führten zu kurzzeitigen Liquiditätsverknappungen und zu unerwünschten Ausschlägen der Geldmarktsätze nach oben, obwohl am Markt Zinssenkungs-

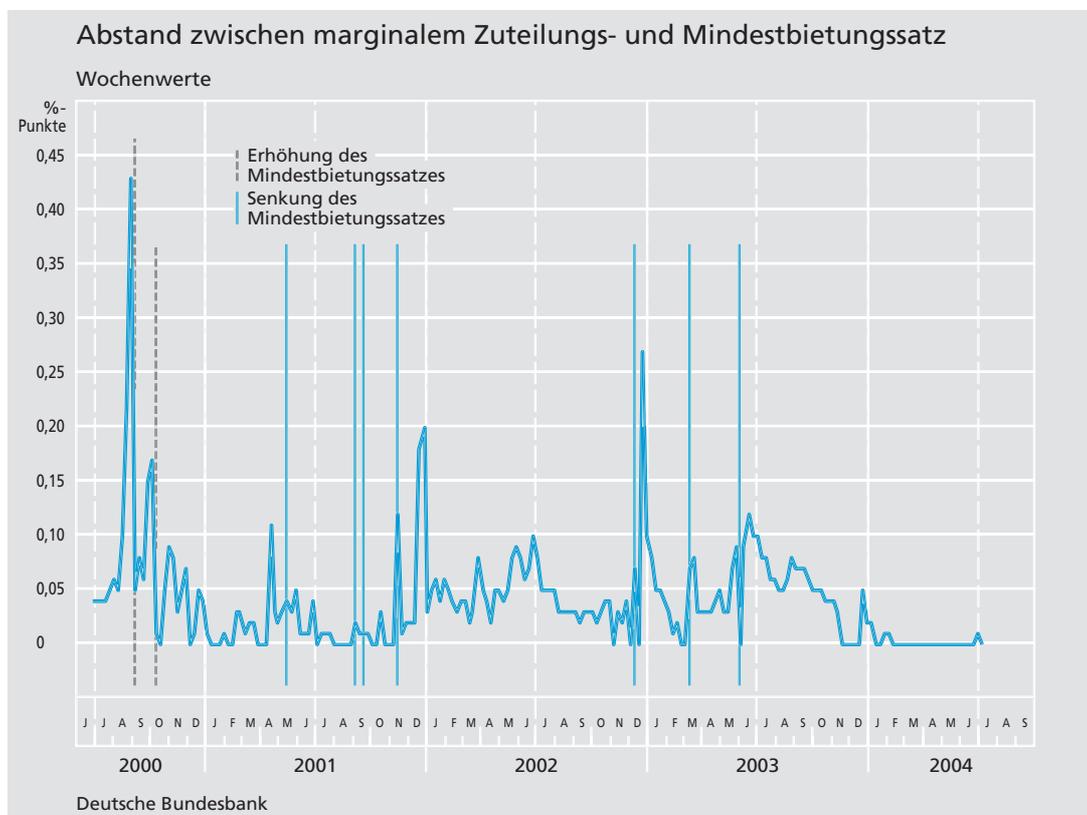
erwartungen vorherrschten. Das erschwerte potenziell das Liquiditätsmanagement des Eurosystems und konnte zu einer Verwässerung des beabsichtigten geldpolitischen Signals beitragen. Seit dem Übergang ins neue Mindestreserveperioden- und Tender-Regime im März dieses Jahres kam es zu keinen zinsspekulativ bedingten Unterbietungen. Allerdings erwies sich das gesamte Zinsumfeld schon seit der Leitzinssenkung im Juni letzten Jahres als sehr stabil, so dass bereits vor dem Übergang auf den neuen geldpolitischen Handlungsrahmen keine zinsspekulativen Unterbietungen mehr stattfanden.

*... im stabilen
Zinsumfeld des
ersten Halb-
jahres 2004
kein Thema*

Gleichwohl kam es im Frühjahr dieses Jahres zweimal zu leichten Unterbietungen, die jedoch zinsdifferenzbedingt waren. Derartige Unterbietungen können auftreten, wenn sich der Abstand zwischen den kurzfristigen Geldmarktzinsen und dem marginalen Haupttendersatz soweit verringert hat, dass insbesondere die normalerweise geldmarktaktiven Kreditinstitute ihr Bietungsvolumen deutlich einschränken, da das „Durchhandeln“ von Tenderliquidität für sie keine attraktiven Margen mehr bietet. Zinsdifferenzbedingte Unterbietungen ereigneten sich bei den per 23. Februar (also in der Übergangsperiode) und per 24. März valutierenden Hauptrefinanzierungsgeschäften. Ihnen war jeweils eine Phase am Geldmarkt vorausgegangen, in der Tagesgeld auf dem Niveau des Mindestbietungssatzes oder nur ein bis zwei Basispunkte darüber notierte.

*Zinsdifferenz-
bedingte Unter-
bietungen als
neues
Phänomen*

Im öffentlichen Konsultationsverfahren im Herbst 2002 hatten die Marktteilnehmer die Sorge geäußert, es könne bei der Abkehr



Keine Hinweise auf preistreibende Sicherheitsgebote

von überlappenden Hauptrefinanzierungsgeschäften und der damit verbundenen Konzentration des gesamten Umschlags der Haupttenderliquidität auf einen Tag zu einer Erhöhung der Zinsgebote („Sicherheitsgebote“) kommen, was sich in einem erhöhten Abstand der marginalen und der gewichteten Zuteilungssätze vom Mindestbietungssatz widerspiegeln würde. Bei nur einem ausstehenden und folglich vollständig zu revolvingierenden Hauptrefinanzierungsgeschäft könnten die Institute dazu neigen, preistreibende Sicherheitsgebote abzugeben um auszuschließen, dass sie bei der Zuteilung zu knapp bedient würden oder gar leer ausgingen. Im ersten Halbjahr 2004 gab es im Gebotsverhalten der Institute jedoch keine Hinweise auf die Abgabe von Sicherheitsgeboten. Einerseits lag seit Mitte Februar 2004 der Abstand

zwischen dem marginalen Zuteilungssatz und dem Mindestbietungssatz fast durchweg bei null, so dass jedem Kreditinstitut normalerweise mindestens ein Teilbetrag seines Gebots zugeteilt wurde; andererseits hätte ein eventuelles „Nicht-zum-Zuge-Kommen“ im Hauptrefinanzierungsgeschäft wegen des in diesem Zeitraum äußerst geringen Abstands zwischen dem marginalen Haupttendersatz und dem Tagesgeldsatz kein großes finanzielles Risiko für das betreffende Kreditinstitut dargestellt.

Auch die im öffentlichen Konsultationsverfahren artikulierten Bedenken, es könne im Anschluss an die Haupttenderzuteilung künftig zu einem hohen und von den Geldmarktakteuren schwer darstellbaren Umverteilungsbedarf kommen, bei dem sich die von

den Instituten festgelegten Kreditlinien im Interbankenhandel als hinderlich erweisen könnten, haben sich bislang nicht bestätigt.

Timing der letzten Tenderzuteilung einer Reserveperiode

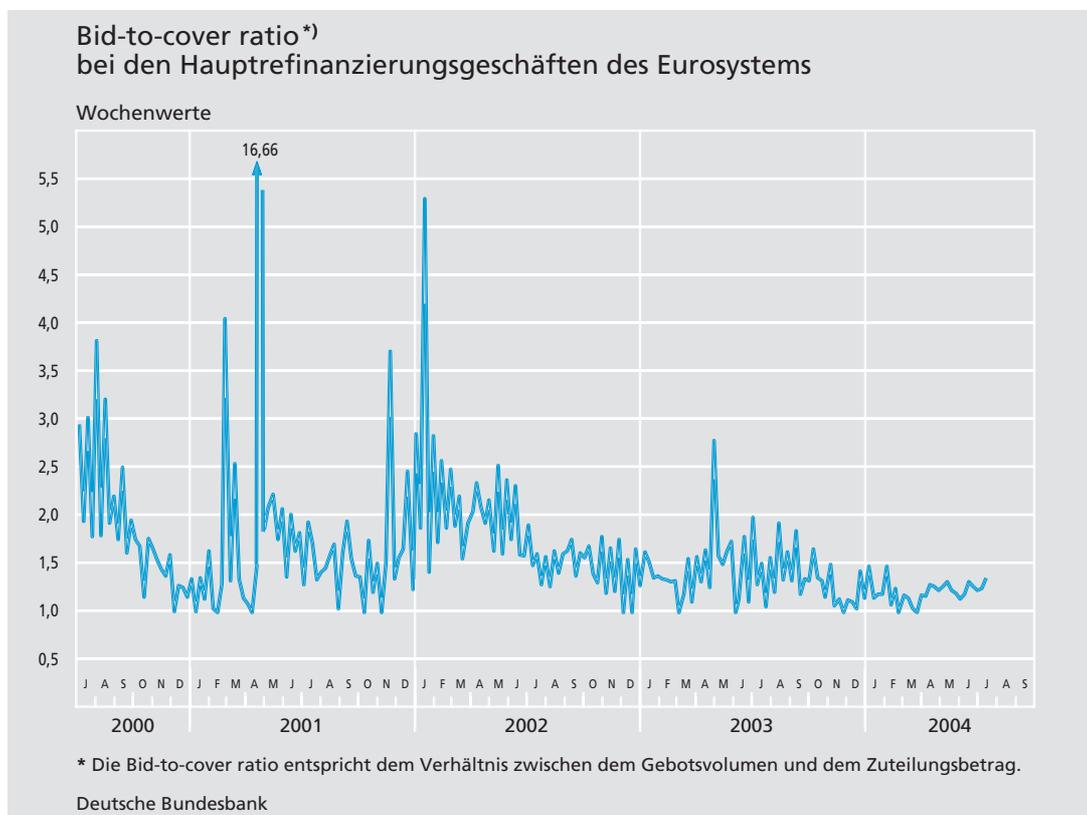
Der letzte Haupttender einer Reserveperiode wird seit dem Übergang auf das neue Mindestreserveperioden- und Tender-Regime regelmäßig bereits sieben Tage vor dem Reserveultimo zugeteilt und sechs Tage vorher abgewickelt,⁵⁾ wohingegen früher der Abstand zwischen dem Zuteilungstag des letzten Tenders und dem Reserveultimo meist nur wenige Tage und nur sehr selten eine Woche betrug. Damit ist der Zeitraum gewachsen, innerhalb dessen die Banken unter mehr Unsicherheit hinsichtlich der Adäquanz der Liquiditätsausstattung am Periodenende handeln. Es ist aus liquiditätspolitischer Sicht abzuwarten, ob dies zu einer systematisch erhöhten Volatilität der Tagesgeldsätze zum Ende der Reserveperiode führt. Mit der Verlängerung dieser Zeitspanne steigt zudem das Risiko von Fehlern in den Liquiditätsvorausschätzungen des Eurosystems und damit einer möglichen Passungenauigkeit der letzten Tenderzuteilung in der Reserveperiode. Dies könnte zu einer vermehrten Nutzung der Einlage- oder Spitzenrefinanzierungsfazilität und zu Ausschlägen des Tagesgeldsatzes zum Periodenultimo führen, was wiederum den Einsatz von Feinsteuerungsoperationen nahe legen könnte. Im Vergleich zum alten Verfahren ist es unter dem neuen Handlungsrahmen bis jetzt jedoch nicht zu einem signifikanten Anstieg der Nutzung der ständigen Fazilitäten gekommen.

Feinsteuerungsbedarf

Im neuen System wurde bislang nur eine Feinsteuerungsoperation durchgeführt. Das Euro-

system hat am 11. Mai 2004, einem Reserveultimo, für einen Tag Liquidität in Höhe von 13 Mrd € durch die Hereinnahme von Termineinlagen (im Wege eines Festzinstenders zu 2 %) absorbiert. Diese Maßnahme wurde einen Tag im Voraus angekündigt, nachdem sich im Anschluss an den letzten regulären Haupttender der laufenden Erfüllungsperiode ein hoher Liquiditätsüberschuss infolge einer größeren Überschätzung des Liquiditätsbedarfs aus autonomen Faktoren herausgestellt hatte und die Tagesgeldnotierungen das Leitziinsniveau von 2 % deutlich unterschritten. Bereits unmittelbar nach der Vorankündigung der Hereinnahme von Termineinlagen stabilisierten sich die Tagesgeldsätze. Im Ergebnis blieb der Rückgriff auf die ständigen Fazilitäten gering und war per saldo sogar so niedrig wie noch nie an einem Reserveultimo. Im Ergebnis ist festzuhalten, dass die Qualität der Liquiditätsvorausschätzungen ausreichend hoch ist, so dass das Eurosystem auch im neuen Regime seine Politik eines nur sehr begrenzten Einsatzes von Feinsteuerungsmaßnahmen fortsetzen konnte. Diese Zurückhaltung liegt zum einen auch darin begründet, dass der Kreis der Geschäftspartner bei Feinsteuerungsoperationen eingeschränkt ist und damit eine – operativ bedingte – Ungleichbehandlung der Geschäftspartner einhergeht. Zum anderen trägt der nur sehr selektive Einsatz von Feinsteuerungsinstrumenten dazu bei, Anreize für den Geldhandel (inter-temporale Arbitrage, Risikoübernahme), also

⁵ Um das Zuteilungsvolumen insbesondere beim letzten Tender einer Erfüllungsperiode möglichst exakt auf den geschätzten Liquiditätsbedarf abzustimmen, ist die EZB im März 2004 dazu übergegangen, die Zuteilungsbeträge auf eine halbe Milliarde Euro statt wie zuvor eine volle Milliarde Euro zu runden.



die Breite und Tiefe des Interbanken-Geldmarkts, zu wahren, so dass sich die Knappheitsverhältnisse am kurzfristigen Geldmarkt auch stets in den Preisen widerspiegeln.

Veröffent-
lichung der
Benchmark-
Zuteilung

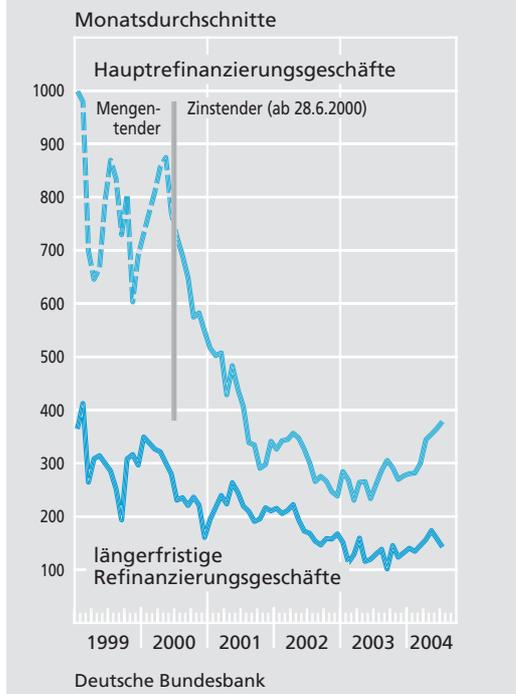
Die Zuteilungsvolumina der Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind seit März dieses Jahres nicht von der seither veröffentlichten Benchmark-Zuteilung abgewichen (mit Ausnahme des unterbotenen Tenders per 24. März). Damit hat die EZB ihre Absicht bekräftigt, bis auf weiteres die Zuteilungsentscheidung eng am aktuellen Liquiditätsbedarf auszurichten. Die Veröffentlichung der Benchmark-Zuteilung ermöglicht den Marktteilnehmern, die Zuteilungspolitik der EZB präziser zu beurteilen und ihre Gebote schon vorab daran zu orientieren. Das Verhältnis von Gebotsvolumen zu Zuteilungsbetrag, die so genannte „Bid-to-

cover ratio“, hat sich seit Anfang 2004 schwankungsarm auf niedrigem Niveau stabilisiert. „Bid-to-cover ratios“, die über längere Zeiträume hinweg kontinuierlich nur wenig über eins liegen, vereinfachen wiederum die Gebotsentscheidung der Marktteilnehmer deutlich und führen zu einer zweckgemäßen Primärallokation der Zentralbankliquidität. Hohe und insbesondere volatile „Bid-to-cover ratios“ erfordern dagegen von den Bietern bei der Gebotsabgabe zusätzlich eine taktische Einschätzung hinsichtlich der Entwicklung des Verhältnisses von Gebots- zu Zuteilungsvolumen und können somit zunächst zu einer weniger effizienten Liquiditätsallokation führen.

Seit dem Frühjahr dieses Jahres ist eine Erhöhung der Bieteraktivität bei den Hauptrefi-

Stabilisierung
von Gebots-
volumen zu
Zuteilung auf
niedrigem
Niveau

Anzahl der Bieter bei Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäften



Bieterbeteiligung an den Hauptrefinanzierungsgeschäften

Refinanzierungsgeschäften zu verzeichnen. Während im Jahr 2003 durchschnittlich 267 Bieter an den Haupttendern des Eurosystems teilnahmen, ist unter dem neuen Regime die Anzahl der bietenden Institute stetig bis auf knapp 400 angestiegen, eine Größenordnung, die zuletzt im ersten Halbjahr 2002 erreicht wurde. Der Anstieg der Bieterzahlen beim Haupttender könnte zum einen auf den Übergang zur einwöchigen Laufzeit und der damit einhergehenden, für manche Kreditinstitute attraktiveren, kürzeren Bindungsfrist für die bei den Notenbanken zu hinterlegenden refinanzierungsfähigen Sicherheiten zurückzuführen sein. Zum anderen dürfte die Konstellation der Geldmarktzinsen im Berichtszeitraum eine Rolle gespielt haben. So führten die engen Spreads zwischen Mindestbietungssatz, marginalem Zuteilungssatz und

Tagesgeldsatz zu einer deutlichen Verringerung des Risikos, mit der Gebotsabgabe beim Zinstender im Nachhinein hinsichtlich des zu zahlenden Zinssatzes oder der zugeteilten Menge falsch zu liegen, so dass es für kleinere, weniger geldmarktaktive Institute wieder attraktiver wurde, sich direkt am Notenbanktender zu beteiligen.

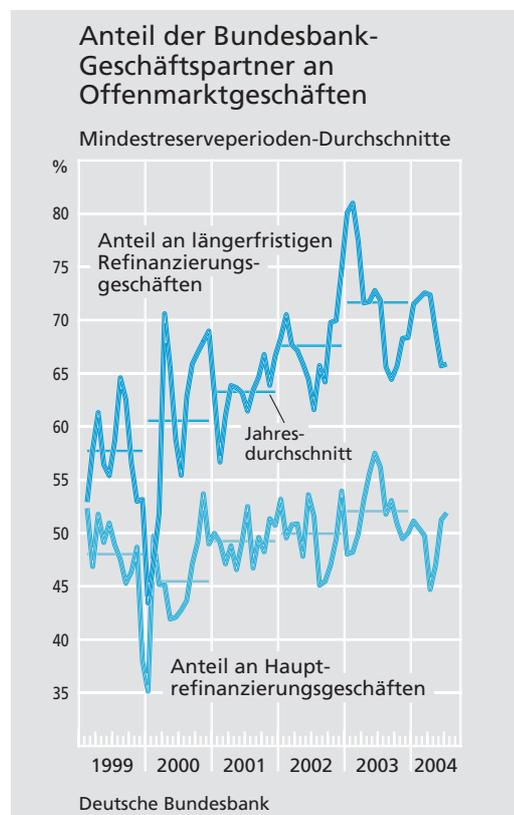
Besonders auffällig ist die stark gestiegene Anzahl deutscher Bieter. Diese Entwicklung steht jedoch im Kontrast zum zeitweiligen Absinken des Anteils der Bundesbank-Geschäftspartner am ausstehenden Haupttendervolumen. Dies lag darin begründet, dass sich der Anteil einer kleinen Gruppe von auf dem Geldmarkt traditionell besonders stark engagierten deutschen Instituten am ausstehenden deutschen Refinanzierungsvolumen vorübergehend spürbar verringert hatte. Mitte vergangenen Jahres, im Vorfeld der letzten Zinssenkung, erreichten diese Institute einen Anteil von etwas mehr als 60 % des ausstehenden deutschen Refinanzierungsvolumens; ihr Anteil ging im Frühjahr 2004 stark zurück und hat sich inzwischen wieder bei rund 40 % stabilisiert. Das Bietungsverhalten dieser Institute dominiert die volumenmäßige Entwicklung der Zentralbankrefinanzierung deutscher Institute maßgeblich und übt auch einen spürbaren Einfluss auf die grenzüberschreitenden Liquiditätsströme des deutschen Bankensystems insgesamt aus. Gemessen am Intra-Eurosystem-Verrechnungssaldo aus TARGET haben die deutschen Kreditinstitute insgesamt in der Vergangenheit meist Zentralbankliquidität exportiert. Seit Herbst 2003, auch im Zuge des rückläufigen Tender-Engagements einiger geldmarktaktiver deut-

Entwicklungstendenzen bei der Zentralbankrefinanzierung deutscher Institute

scher Institute, agierte das heimische Kreditgewerbe per saldo durchweg als Liquiditätsimporteur. Erst zum Ende des Berichtszeitraums mit dem Wiederanstieg des deutschen Anteils an den Refinanzierungskrediten haben die deutschen Kreditinstitute wieder Zentralbankliquidität exportiert. Das Verhalten der größeren deutschen Geldmarktdressen bei den Tendergeschäften seit September 2003 war möglicherweise eine Reaktion auf die verschlechterten Geschäftsmöglichkeiten am Interbankengeldmarkt. Der EONIA-Tagesgeldsatz lag durchweg dicht am Mindestbietungssatz, so dass sich die am Interbankengeldmarkt erzielbaren Margen deutlich reduzierten, was auch zu der vorstehend beschriebenen zinsdifferenzbedingten Unterbietung im März 2004 führte. Im Zusammenwirken mit den niedrigen Margen könnte auch das zeitweise gesunkene mengenmäßige Engagement der größeren deutschen Bieter zu einer stärkeren Beteiligung kleinerer deutscher Institute an den Tendergeschäften beigetragen haben, insofern diese damit Interbank-Geldaufnahmen am heimischen Geldmarkt substituieren (es aber nicht gewohnt sind, sich grenzüberschreitend mit Liquidität einzudecken).

Beteiligung an den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften

Im öffentlichen Konsultationsverfahren sprachen sich die Kreditinstitute für die Beibehaltung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte aus, weil unbesicherte längerfristige Geldmarktgeschäfte, aber auch der längerfristige Interbanken-Repomarkt nicht als vollwertige Substitute für die längerfristige Zentralbankrefinanzierung angesehen werden könnten. Tatsächlich ist das Interesse am Basistender gestiegen; die Anzahl der Bieter



hat sich erhöht. Deutsche Kreditinstitute zählen weiterhin zu den aktivsten Teilnehmern. Zur gestiegenen Attraktivität des Basistenders dürften auch die vergleichsweise günstigen Zuteilungssätze beigetragen haben: Der Abstand zwischen den Zuteilungssätzen des Basistenders und dem Dreimonats-EONIA-Swap-Satz, der im Jahr 2003 noch mehrere Basispunkte betrug, hat sich nahezu vollständig abgebaut.

Funktionsfähigkeit des angepassten Instrumentariums

In den ersten Monaten seit dem Übergang auf das neue Mindestreserveperioden- und Tender-Regime hat sich der geldpolitische Handlungsrahmen bewährt und seine Funk-

Wirkungsvolle geldpolitische Signalwirkung des Zinstenders

tionen voll erfüllt. Die Kontrolle der EZB über den marginalen Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die kurzfristigen Geldmarktsätze blieb sehr wirkungsvoll. Der Abstand zwischen dem Mindestbietungssatz und dem marginalen Zuteilungssatz bei den Haupttendern lag seit Jahresbeginn 2004 nahe null. Der Mindestbietungssatz konnte somit seine geldpolitische Signalwirkung voll entfalten. Die Einführung der mit der geldpolitischen EZB-Ratssitzung synchronisierten Mindestreserveperiode verlief technisch reibungslos. Zinsspekulativ bedingte Unterbietungen blieben aus, preistreibende Sicherheitsgebote waren nicht zu beobachten. Der neue geldpolitische Handlungsrahmen muss seine Fähigkeit zur Vermeidung zinsspekulativer Unterbietungen in einem zinspolitisch unruhigen Fahrwasser jedoch erst noch beweisen. Das Auftreten einer zinsdifferenzbedingten Unterbietung ist im Zusammenhang mit dem extrem stabilen Zinsumfeld der vergangenen Monate zu werten. Zu einem systematisch höheren Rückgriff auf die ständigen Fazilitäten oder einem verstärkten Einsatz von Feinsteuerungsoperationen ist es bislang nicht gekommen. Darin spiegelt sich nicht zuletzt auch die Qualität der Liquiditätsvoraussetzungen und der Liquiditätssteuerung des Eurosystems wider.

Die Rolle der Bundesbank bei der Liquiditätssteuerung des Eurosystems

Bei der Liquiditätssteuerung arbeiten die EZB und die zwölf nationalen Zentralbanken (NZBen) des Eurosystems eng zusammen. Der EZB-Rat legt den Kalender für die regulären

Offenmarktgeschäfte fest und bestimmt deren Konditionen wie auch die für die ständigen Fazilitäten. Das EZB-Direktorium trifft die Entscheidungen über die Höhe der Zuteilungsbeträge für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Durchführung von Feinsteuerungsoperationen. Diesen Entscheidungen geht eine eingehende, zeitnahe Analyse der Liquiditätssituation des Bankensystems beziehungsweise des Geldmarkts voraus. Die Bundesbank prognostiziert dabei den Liquiditätsbedarf für Deutschland, den die EZB anschließend mit den Beiträgen der anderen NZBen zu einer Gesamtanalyse für das Eurosystem zusammenfasst. Auf der Grundlage dieser Aggregation trifft die EZB ihre Entscheidungen über die Bereitstellung oder Abschöpfung von Zentralbankliquidität im Rahmen der geldpolitischen Vorgaben des EZB-Rats.

Grundlage der Liquiditätsanalyse des Eurosystems sind die Tagesausweise der NZBen und der EZB vom Vortag. Die Bundesbank übermittelt ihren Tagesausweis an jedem TARGET-Geschäftstag morgens elektronisch an die EZB. Dabei, wie auch bei einer Vielzahl von anderen täglichen elektronischen Datentransfers, kommt ein eigens für das Eurosystem entwickeltes Informationssystem zum Einsatz, das die hohen Anforderungen des Eurosystems an die Zuverlässigkeit und Sicherheit der Datenübermittlung erfüllt. Die EZB erstellt aus den zugelieferten Tagesausweisen und ihrem eigenen Tagesausweis den bis zum Nachmittag des gleichen Tages noch vorläufigen, konsolidierten Tagesausweis des Eurosystems vom Vortag. Aus diesem Tagesausweis und insbesondere aus den Veränderungen zum vorangegangenen Tag lassen sich bereits eine

Der Tagesausweis als Grundlage der Liquiditätsanalyse

Vielzahl von Informationen über die aktuelle Liquiditätslage gewinnen. Dazu gehören vor allem der Stand der Zentralbankguthaben der Kreditinstitute und die Inanspruchnahmen der Spitzenrefinanzierungs- beziehungsweise Einlagefazilität. Diese Informationen werden von der EZB täglich bis 9:15 Uhr über Informationsdienste auch der Öffentlichkeit bekannt gegeben. In der Regel dienstags wird der gesamte konsolidierte Ausweis des vorangegangenen Freitags in vereinfachter Form als Eurosystem-Wochenausweis von der EZB in einer Pressemitteilung veröffentlicht und kann auf der Homepage der EZB abgerufen werden.

*Prognose des
Liquiditäts-
bedarfs des
Bankensystems*

Eine alleinige Betrachtung des Tagesausweises reicht für eine fundierte Liquiditätsanalyse allerdings nicht aus. Zusätzlich ist vielmehr eine Prognose des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems erforderlich, der sich aus dem Mindestreserve-Soll und den so genannten autonomen Liquiditätsfaktoren ergibt. Unter den autonomen Faktoren versteht man diejenigen Bestimmungsgründe des Liquiditätsbedarfs außer dem Mindestreserve-Soll, die sich der unmittelbaren Kontrolle der Liquiditätssteuerung entziehen und daher von ihr als gegeben angenommen werden. Dazu gehören vor allem der Banknotenumlauf, der letztlich von der Nachfrage der Bevölkerung nach Banknoten bestimmt wird, und die Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem, deren Höhe von den Entscheidungen staatlicher Stellen abhängt. Hinzu kommen die Netto-Währungsreserven und die Netto-Forderungen in Euro des Eurosystems, schwebende Verrechnungen aus der Abwicklung des Zahlungsverkehrs und die sonstigen auto-

nomen Faktoren (wie z. B. aufgelaufene Zinserträge des Eurosystems).

Die Bundesbank prognostiziert an jedem TARGET-Geschäftstag den deutschen Anteil der autonomen Faktoren für den jeweiligen Tag und die folgenden Tage der laufenden Mindestreserveperiode, mindestens aber für zehn Wochentage im Voraus. Diese Daten übermittelt sie zusammen mit dem deutschen Mindestreserve-Soll, das sich jedoch in der Regel nur mit dem Wechsel auf eine neue Reserveperiode ändert, elektronisch an die EZB. Die EZB konsolidiert die Bundesbank-Prognose mit den Prognosen der anderen NZBen und ihrer eigenen Prognose der auf die EZB entfallenden autonomen Faktoren zu einer Vorausschau für das gesamte Eurosystem. Auf Grund des hohen deutschen Anteils am Liquiditätsbedarf des Bankensystems des Euro-Währungsgebiets kommt der Prognose des deutschen Anteils an den autonomen Faktoren besondere Bedeutung zu: Im Tagesdurchschnitt der Mindestreserveperiode Juni/ Juli 2004 beispielsweise machte der deutsche Anteil rund 50 % aus. Der Öffentlichkeit wird der Stand der autonomen Faktoren des Eurosystems vom Vortag täglich bis 9:15 Uhr von der EZB über Informationsdienste bekannt gemacht. Durchschnittswerte der autonomen Faktoren im Eurosystem und bei der Bundesbank für die einzelnen Mindestreserveperioden können in vereinfachter Form auch dem statistischen Teil des Monatsberichts der Bundesbank (S. 14* f.) entnommen werden. In den im Februar, Mai, August und November erscheinenden Monatsberichten wird darüber hinaus die Entwicklung der autonomen Faktoren in einem separaten Berichtsteil „Geld-

*Beitrag der
Bundesbank
zur Prognose
der autonomen
Faktoren*

marktsteuerung und Liquiditätsbedarf“ kommentiert. Die Vorausschätzung der autonomen Faktoren wird immer bei Ankündigung eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts als Durchschnitt der für die Laufzeit des Geschäfts relevanten Tage bekannt gegeben. Seit dem 9. März 2004 wird diese Vorausschätzung am Zuteilungstag nochmals in aktualisierter Form veröffentlicht, um dem Markt eine bessere Einschätzung des Zuteilungsvolumens zu ermöglichen.

*Erfassung und
Prognose der
Überschuss-
reserven*

Neben den autonomen Faktoren spielen die Überschussreserven der Kreditinstitute eine wichtige Rolle bei der Liquiditätsanalyse. In der Regel weichen die Zentralbankguthaben der Kreditinstitute von den Mindestreserveguthaben ab. Will man beurteilen, ob im Markt ausreichend Liquidität vorhanden ist, so muss man auch den Stand der aktuellen und prognostizierten Mindestreserveguthaben berücksichtigen. Die Bundesbank erfasst daher den Teil der Zentralbankguthaben, der nicht zur Erfüllung der Mindestreserve zählt, gesondert und übermittelt die entsprechenden Tagesdaten mindestens dreimal in jeder Mindestreserveperiode an die EZB. Auf Grundlage dieser Daten und der Daten der anderen NZBen erstellt die EZB eine Prognose des Liquiditätsbedarfs der Kreditinstitute aus Überschussreserven. Hierbei sind die Daten zum Ende der Reserveperiode von besonderer Bedeutung, da sich der weit überwiegende Teil der Überschussreserven erst an den letzten Tagen vor dem Reserveultimo aufbaut.

*Ableitung der
Benchmark-
Zuteilung*

Aus dem Mindestreserve-Soll, der Prognose der autonomen Faktoren und der Prognose der Überschussreserven entsteht so ein Bild

der voraussichtlichen Entwicklung des Bedarfs an Zentralbankliquidität am Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets im Prognosezeitraum. Aus diesem geschätzten Bedarf lässt sich – unter Berücksichtigung der bislang geleisteten Reserveerfüllung und bereits erfolgten Mittelbereitstellung – auch die Benchmark-Zuteilung eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts berechnen, die es den Geschäftspartnern (voraussichtlich) erlaubt, ihre Mindestreservepflicht in dem Zeitraum bis zur Abwicklung des folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäfts problemlos zu erfüllen.

Neben der quantitativen Analyse sind auch qualitative Informationen wichtig für eine Beurteilung der Liquiditätssituation. Hier hält die Bundesbank den täglichen Kontakt zu wichtigen deutschen Geldhandelsadressen und bereitet diese Informationen für die EZB auf. Täglich bringt die Bundesbank dazu die Einschätzung der geldmarktaktivsten deutschen Institute zur Geldmarktentwicklung, ihre Erwartungen hinsichtlich der weiteren Zinsentwicklung und ihre Interpretationen der geldpolitischen Operationen des Eurosystems in Erfahrung. Bei größeren Rückgriffen auf die ständigen Fazilitäten analysiert die Bundesbank die jeweiligen Gründe dieser Inanspruchnahmen. Darüber hinaus beobachtet die Bundesbank kontinuierlich den Geldmarkt und setzt sich gegebenenfalls mit Geschäftspartnern in Verbindung, um liquiditätsrelevante Informationen zu sammeln und an die EZB weiterzugeben. Auf der Grundlage aller dieser Daten und Informationen über die Liquiditätslage trifft die EZB letztendlich ihre Entscheidungen über die Bereitstellung oder die Abschöpfung von Zentralbankliquidität.

*Qualitative
Informationen
zur Beurteilung
der Liquiditäts-
situation*

*Liquiditäts-
steuerung des
Eurosystems
bisher sehr
erfolgreich*

Die Liquiditätssteuerung des Eurosystems hat in den Jahren seit Beginn der Währungsunion ihr Hauptziel erreicht: Die kurzfristigen Geldmarktsätze, das heißt insbesondere der Tagesgeldsatz, lagen gemessen am gewichteten Durchschnittssatz EONIA nahe am Festsatz beziehungsweise am Mindestbietungssatz der Haupttender. Größere Abweichungen kamen in der Regel nur zum Ende der Mindestreserveperioden vor, wenn ein bestehender Liquiditätsüberschuss oder ein Liquiditätsdefizit in der laufenden Periode nicht mehr über ein reguläres Hauptrefinanzierungsgeschäft ausgeglichen werden konnten. Der Abstand zwischen dem Festsatz/Mindestbietungssatz und EONIA belief sich zwischen dem 2. Januar 1999 und dem 6. Juli 2004 im Durchschnitt nur auf sieben Basispunkte bei einer Standardabweichung von 17 Basispunkten; dabei sind sämtliche „Verwerfungen“ zum Mindestreserve-Ultimo sowie zinspekulative Ausschläge enthalten. Auch die im Durchschnitt nur sehr geringe Nutzung der ständigen Fazilitäten von 0,5 Mrd € bei der Spitzenrefinanzierungsfazilität und 0,4 Mrd € bei der Einlagefazilität deutet darauf hin, dass die Vorausschätzungen des Liquiditätsbedarfs aus autonomen Faktoren hinreichend genau waren, um in Verbindung mit der nur im Durchschnitt einer Periode zu erfüllenden Mindestreservepflicht eine ausgeglichene Liquiditätslage am Geldmarkt nachhaltig zu gewährleisten.

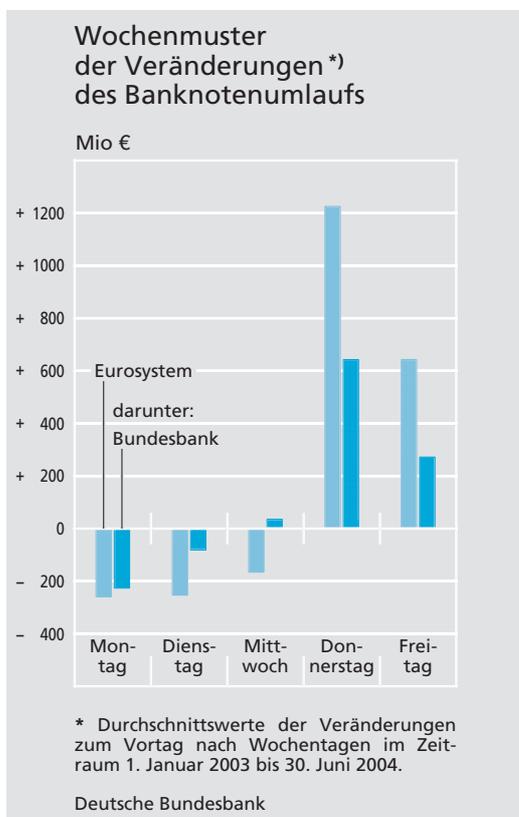
Der dezentrale Aufbau der Liquiditätssteuerung ist trotz eines damit verbundenen unvermeidlichen Abstimmungsbedarfs ein entscheidender Faktor für den Erfolg der Liquiditätssteuerung. So leitet sich der Liquiditäts-

bedarf aus autonomen Faktoren maßgeblich aus Tagesausweispositionen der NZBen her. Dabei zeigt sich, dass einzelne autonome Faktoren von nationalen Besonderheiten bestimmt werden. Diese nationalen liquiditätsrelevanten Entwicklungen lassen sich über den dezentralen Aufbau der Liquiditätssteuerung des Eurosystems effizient erfassen. Es sprechen also die Nähe und die damit verbundenen Informationsvorteile für diesen dezentralen Ansatz. Dies gilt vor allem für den Banknotenumlauf, der sehr unterschiedliche nationale Profile aufweist, sowie den Einfluss öffentlicher Transaktionen mit den NZBen. Aus Sicht der Bundesbank ist insbesondere erwähnenswert, dass seit Einführung der Euro-Noten die aus der Vergangenheit bekannten Spitzen der heimischen Notennachfrage zu den Haupturlaubs- und Reisezeiten nur noch abgeschwächt auftreten, aber dennoch in der Schätzung eine nicht zu vernachlässigende Rolle spielen. Darüber hinaus ergeben sich aus national unterschiedlichen Feiertagskonstellationen länderspezifische Entwicklungen beim Banknotenumlauf. Aber auch bei der längerfristigen Entwicklung der Banknotennachfrage bestehen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern.

So wuchs der Banknotenumlauf des Eurosystems insgesamt zwischen dem 1. Januar 2003 und dem 30. Juni 2004 um 25,4 %, während bei der Netto-Banknotenemission der Bundesbank ein Zuwachs um 36,7 % zu verzeichnen war. Auf Grund der besonders dynamischen Entwicklung der Banknotennachfrage in Deutschland relativ zum Eurosystem insgesamt kommt der Prognose für die weitere Entwicklung dieses autonomen

*Dezentrale
Organisation
der Liquiditäts-
steuerung ent-
scheidender
Faktor für eine
genaue
Prognose der
autonomen
Faktoren...*

*... insbesondere
des Banknoten-
umlaufs...*

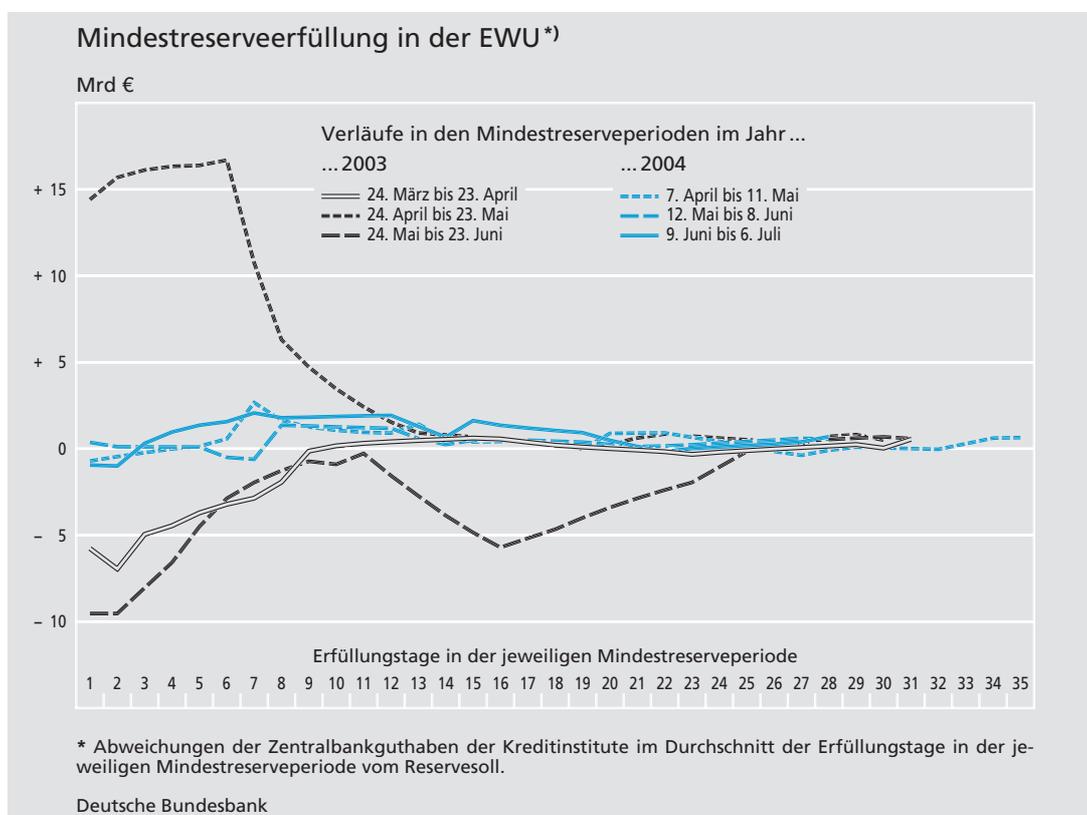


Faktors eine wichtige Bedeutung zu. Die Schätzung wird dadurch erschwert, dass die Veränderung des Banknotenumlaufs in Deutschland sich als recht instabil erweist. Bei den für die Prognose der autonomen Faktoren des Eurosystems besonders relevanten täglichen Veränderungen des Banknotenumlaufs belief sich der deutsche Anteil im Mittel des gleichen Zeitraums auf 53,3 %, während der deutsche Anteil an der Netto-Banknotenemission nur 38,1 % ausmachte. Um die Entwicklung des Banknotenumlaufs für die Schätzung des Liquiditätsbedarfs adäquat abzubilden, liefert ein charakteristischer Wochenverlauf für die Veränderungen der Banknotennachfrage einen Hinweis für die ökonomische Herangehensweise.

Typischerweise zeichnen sich die Tage Montag und Dienstag durch einen Rückgang des Banknotenumlaufs aus. Der Mittwoch erweist sich als relativ konstant. Donnerstag und Freitag weisen dagegen üblicherweise einen Anstieg der Banknoten aus. Dieses Muster lässt sich über das Nachfrageverhalten der Verbraucher erklären, die ihre Käufe in verstärktem Maße auf den Samstag konzentrieren. Zum Wochenanfang fließt das Geld wieder zur Bundesbank zurück. Zudem ist zu beachten, dass an den Tagen um den Monatswechsel die Notennachfrage merklich ansteigt. Zu Abweichungen von diesem Standard-Wochenverlauf kommt es durch Feiertageffekte, Ferienzeiten und in besonders bargeldintensiven Phasen wie dem Oster- und Weihnachtsgeschäft. Diese Effekte gilt es ebenfalls bei der Schätzung des Banknotenumlaufs zu berücksichtigen. Als Hilfsmittel für ihre Schätzung des Banknotenumlaufs verwendet die Bundesbank seit einiger Zeit ein dynamisches Banknotenmodell, welches die täglichen Veränderungen über einen autoregressiven Prozess unter Berücksichtigung von typischen Wochenverläufen sowie von Sondereinflüssen darstellt. Auf der Basis des Modells und gegebenenfalls fallweiser Anpassungen erfolgt täglich die Schätzung des Banknotenumlaufs in Deutschland.

Die Transaktionen der öffentlichen Haushalte mit den NZBen spielen für die Bundesbank dagegen keine Rolle, da die öffentliche Hand in Deutschland ihre Guthaben im Geldmarkt hält. Anders ist dies zum Beispiel in Italien, wo die öffentliche Hand ihre im Zeitablauf ausgeprägt schwankenden Guthaben bei der Banca d'Italia hält mit entsprechend großen

... und der
Einlagen
öffentlicher
Haushalte



Auswirkungen auf die Liquiditätsausstattung der Kreditinstitute.⁶⁾ Während im alten System die größte Streuung der öffentlichen Einlagen beim Eurosystem mit dem Wechsel der Reserveerfüllungsperioden zusammenfiel, liegt sie seit dem Übergang auf das neue Regime im März 2004 ungefähr in der Mitte der Periode, wodurch die laufende Erfüllung der Kreditinstitute insbesondere zu Periodenbeginn verstetigt wurde.

Dezentrale
Durchführung
der
Offenmarkt-
geschäfte

Bei der Durchführung der Offenmarktgeschäfte gibt es zwar einen für alle Länder der Währungsunion einheitlichen geldpolitischen Handlungsrahmen, doch bestehen in einzelnen Punkten durchaus länderspezifische Unterschiede, die beispielsweise den unterschiedlichen Rechtsordnungen Rechnung tragen. Die Refinanzierungsgeschäfte werden

beispielsweise in Deutschland als besicherte Kredite durchgeführt, bei denen ein Pfandrecht der Bundesbank auf die hinterlegten Sicherheiten besteht, das Eigentum aber beim Schuldner verbleibt, solange dieser seinen Zahlungsverpflichtungen nachkommt. In anderen Ländern werden die Refinanzierungsgeschäfte dagegen als Pensionsgeschäfte durchgeführt, bei denen das Eigentum an den Wertpapieren für die Laufzeit des Geschäfts auf die entsprechende NZB übertragen wird. Auch bei der Verwaltung der refinanzierungsfähigen Sicherheiten gibt es nationale Unterschiede. Die Bundesbank verwendet das „Pfandpoolverfahren“, bei dem

⁶ Weitere Informationen zu den Liquiditätseffekten der Transaktionen öffentlicher Haushalte mit den NZBen in den einzelnen Ländern der Währungsunion sind auf der Website der EZB unter <http://www.ecb.int/mopo/implementation/liq/html/treas.en.html> abrufbar.

alle eingereichten Sicherheiten eines Kreditinstituts „en bloc“ der Besicherung aller Arten von Notenbankkrediten, einschließlich Innertageskrediten im Rahmen des Zahlungsverkehrs, dienen. Bei anderen NZBen wird dagegen das „Kennzeichnungsverfahren“ benutzt, bei dem eingereichte Sicherheiten genau einem Geschäftsvorfall zugeordnet sind. Das Pfandpoolverfahren hat den großen Vorteil, dass Veränderungen des Wertes der eingelieferten Sicherheiten sich normalerweise nur in Schwankungen des noch freien Teiles des Sicherheitenpools niederschlagen. Beim „Kennzeichnungsverfahren“ hingegen können Neubewertungen Sicherheiteneinforderungen oder -freigaben erforderlich machen. Diese hohe Flexibilität des Pfandpoolverfahrens erleichtert insbesondere die Abwicklung von Innertageskrediten, für die in der Regel keine gesonderte Einlieferung von Sicherheiten erforderlich ist. Darüber hinaus ist ein Austausch von Sicherheiten, die vom einliefernden Kreditinstitut anderweitig benötigt werden, problemlos möglich.

Unterschiede bestehen auch bei den operational-technischen Kriterien, die ein Kreditinstitut erfüllen muss, um zu Refinanzierungsgeschäften bei der heimischen Notenbank zugelassen zu werden. Im Interesse eines Gleichgewichts zwischen Pflichten (Mindestreserve) und Rechten (Refinanzierung) hat die

Bundesbank diese Kriterien so festgelegt, dass im Prinzip alle reservspflichtigen heimischen Banken einen direkten Zugang zum Notenbankkredit erlangen können. Obwohl nur ein Drittel der reservspflichtigen Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets deutsche Banken sind, stellt Deutschland rund 60% aller zu den Offenmarktoperationen und der Spitzenrefinanzierungsfazilität zugelassenen Geschäftspartner.

Dies alles zeigt, dass der dezentrale Aufbau der Liquiditätssteuerung des Eurosystems mit einer weitgehend in den einzelnen NZBen stattfindenden Informationsgewinnung über die Liquiditätslage, einer zentralen Entscheidungsfindung über die zu treffenden Maßnahmen durch die EZB und die anschließend wiederum dezentrale Umsetzung dieser Entscheidung der besonderen Struktur des Eurosystems am besten gerecht wird. Voraussetzung ist dabei eine enge Kooperation zwischen den beteiligten Institutionen. Im Fall des Beitritts weiterer Länder zur Währungsunion wird der Abstimmungsbedarf tendenziell zunehmen. Dabei wird es darauf ankommen, die Zusammenarbeit im dann größer gewordenen Eurosystem weiterhin so zu organisieren, dass die Liquiditätssteuerung wie bisher ihre Aufgaben erfolgreich wahrnehmen kann.

*Erweiterung
der EWU
erhöht
Anforderungen
an die Effizienz
der
Organisation
der Liquiditäts-
steuerung*