

Deutsche
Bundesbank

Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion



Inhalt

Geldpolitische Strategie und Instrumentarium des
Europäischen Systems der Zentralbanken

3

Nr. 4 Februar 1997

Geldpolitische Strategie und Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken

Der nachfolgende Beitrag berichtet über die Diskussion zur geldpolitischen Strategie und zu den geldpolitischen Instrumenten in der Stufe 3 der Währungsunion. Die notwendigen Vorbereitungen auf diesem Gebiet, die sich in vollem Gange befinden, werden vom Europäischen Währungsinstitut (EWI) in enger Zusammenarbeit mit den nationalen Zentralbanken (NZBen) betrieben. Über den gegenwärtigen Stand dieser Arbeiten hat das EWI im Januar 1997 einen Bericht veröffentlicht.¹⁾ Hinsichtlich der geldpolitischen Strategie konzentriert sich die Diskussion auf die Alternativen Geldmengenstrategie versus einem Ansatz, bei dem das Inflationsziel direkt angesteuert wird. Bei den geldpolitischen Instrumenten betreffen die Vorbereitungsarbeiten die Offenmarktpolitik, die im Zentrum steht, zwei ständige Fazilitäten und das Mindestreserveinstrument.

I. Geldpolitische Strategie

Vorbemerkungen

Die geldpolitische Strategie stellt das konzeptionelle Gerüst für die laufende Geldpolitik dar. Eine durchdachte Strategie soll es einer Notenbank in entscheidender Weise erleichtern, Geldwertstabilität als das eigentliche Ziel der Geldpolitik zu erreichen und zu wahren. Die Notwendigkeit eines solchen Konzeptes ergibt sich, weil Notenbanken nicht in der Lage sind, die Inflationsrate unmittelbar zu kontrollieren. Vielmehr sieht sich die Geldpolitik einem komplexen Transmissionsprozeß

¹ European Monetary Institute: The Single Monetary Policy in Stage Three – Specification of the operational framework, Frankfurt, January 1997. Der Bericht liegt auch in deutscher Übersetzung vor (Europäisches Währungsinstitut: Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Festlegung des Handlungsrahmens, Frankfurt, Januar 1997).

gegenüber. In dessen Rahmen werden die durch den Einsatz des geldpolitischen Instrumentariums ausgelösten Impulse über eine Vielzahl von Kanälen mit langen und zudem variablen Zeitverzögerungen auf die Preisentwicklung übertragen. Nach wie vor bestehen Unsicherheiten über viele dieser Übertragungsmechanismen.

Ein angemessener strategischer Ansatz hat in diesem Zusammenhang im wesentlichen zwei Funktionen zu erfüllen:

Intern muß die Strategie ein geeignetes Rahmenwerk für die geldpolitische Entscheidungsfindung abgeben. Die strategische Orientierung soll nicht zuletzt sicherstellen, daß die Geldpolitik einer konsistenten Linie folgt und so innere Widersprüche vermieden werden. In engem Zusammenhang damit steht die Anforderung, daß die strategischen Vorgaben einen Selbstbindungscharakter für die Entscheidungsträger aufweisen und in diesem Sinne disziplinierend wirken sollen. Allerdings muß die Strategie auch ein gewisses Maß an Flexibilität zulassen, um auf unvorhergesehene Entwicklungen reagieren zu können.

Nach außen soll die geldpolitische Strategie dazu dienen, die Notenbankpolitik in der Öffentlichkeit in überzeugender Weise darzustellen. Damit ist sie ein wesentlicher Baustein für die Glaubwürdigkeit einer Notenbank. Die Formulierung, Ankündigung und öffentliche Ableitung von konkreten Zielen – an denen sich die Geldpolitik dann wieder messen lassen muß – ist dabei von wesentlicher Bedeutung.

Umfeldbedingungen in der Europäischen Währungsunion

Mit Blick auf die Wahl der geeigneten geldpolitischen Strategie für die Europäische Zentralbank ist neben diesen grundsätzlichen Überlegungen eine Reihe von spezifischen Faktoren zu berücksichtigen. So muß vor allem das Umfeld der Geldpolitik in der Stufe 3 der Währungsunion in Rechnung gestellt werden. Das gilt verstärkt in der Anfangsphase.

Aus einer Reihe von Gründen werden die nationalen Erfahrungen über die Wirkungen von geldpolitischen Maßnahmen in der Vergangenheit nicht automatisch auf Europa übertragen werden können. Das gilt schon allein deshalb, weil es heute noch Unterschiede zwischen den geldpolitischen Transmissionsprozessen der einzelnen Länder gibt. Die geldpolitischen Wirkungsmechanismen in der Währungsunion werden auch nicht einfach ein Durchschnitt aus den nationalen Verhältnissen sein, weil beispielsweise die Wechselkurse für die Entwicklung in der Währungsunion insgesamt von geringerem Gewicht sein werden als in den einzelnen nationalen Volkswirtschaften. Wirtschaftsbeziehungen innerhalb des gemeinsamen Währungsraums werden unabhängig vom Kreis der Mitgliedstaaten von größerer Bedeutung sein als dies bei den einzelnen Nationalstaaten gegolten hat.

Auch in anderer Hinsicht bleibt abzuwarten, wie Änderungen des geldpolitischen Rahmens beim Übergang zur Währungsunion den geldpolitischen Transmissionsprozeß tangieren werden. Die fortschreitende Integration auf den Güter-, Arbeits- und Finanzmärkten und die damit einhergehenden Änderungen in den Wettbewerbsbedingungen auf allen Gebieten müssen hierbei bedacht werden. In diesem Zusammenhang ist auch

darauf zu achten, ob und wie der Übergang zur Währungsunion gegebenenfalls finanziellen Neuerungen Vorschub leistet.

Veränderungen im Transmissionsprozeß werden auch davon abhängen, welche Stabilitätsperspektiven in der Öffentlichkeit mit dem Euro verbunden sein werden. Auf der institutionellen Ebene sind mit dem Statut für das System der Europäischen Zentralbanken (ESZB) und die Europäische Zentralbank (EZB), das sich eng an das Bundesbankgesetz anlehnt, zweifellos grundlegende Voraussetzungen für einen stabilen Euro geschaffen worden. Die Verpflichtung des ESZB, vorrangig für Preisstabilität zu sorgen, und seine Unabhängigkeit von Einflüssen der nationalen Regierungen und Einrichtungen der Europäischen Gemeinschaft sind hierbei von zentraler Bedeutung.

Auf der anderen Seite darf man nicht verkennen, daß die Europäische Zentralbank ihre Tätigkeit als unbeschriebenes Blatt aufnehmen wird und sie dementsprechend erst einen Grundstock an Glaubwürdigkeit aufzubauen hat. Daher werden die Entwicklung in der Währungsunion und die Europäische Zentralbank selbst in der Startphase unter besonders strenger Beobachtung durch die Öffentlichkeit stehen. Es wird wichtig sein, daß die Währungsunion möglichst belastungsfrei beginnen kann. Auch deshalb ist eine strikte Einhaltung der Konvergenzkriterien unerlässlich. Die geldpolitische Strategie sollte in diesem Zusammenhang nicht zu einer Überforderung des ESZB führen. Sie darf deshalb nicht für Entwicklungen Verantwortung übernehmen, die nicht unter ihrer Kontrolle stehen. Ihre Aufgabe ist es, Preisstabilität auf mittlere Frist zu sichern. Kurzfristige Preisänderungen sind dagegen nicht von ihr zu kontrollieren. In diesem Sinne ist auch ein geldpolitisches Regelwerk zu empfehlen, das die Zu-

ständigkeit der Notenbank klar von denen anderer Politikbereiche abgrenzt.

Vor diesem Hintergrund kann man eine Reihe von allgemeinen Grundsätzen für die Strategie der EZB formulieren. Vor allem sollte sie die Europäische Zentralbank in die Lage versetzen, ihrem Auftrag, für stabile Preise zu sorgen, effektiv nachzukommen. Diesem Zweck dient auch eine Reihe weiterer Prinzipien. So sollte die Strategie transparent sein, sie sollte Kontinuität aufweisen, in dem Sinne, daß sie auf den Erfahrungen der nationalen Notenbanken aufbaut; sie sollte dazu führen, daß die EZB ihre Ziele so formuliert, daß die Öffentlichkeit überprüfen kann, ob sie sich zielgerecht verhält, und sie sollte möglichst dazu beitragen, die Unabhängigkeit der EZB zu stärken.

Mögliche Strategien für die Europäische Zentralbank

Bei der Suche nach der geeigneten geldpolitischen Strategie für die Europäische Zentralbank stellen die derzeit von den nationalen Notenbanken der EU praktizierten Ansätze mit Blick auf Glaubwürdigkeit, Transparenz und Kontinuität einen wichtigen Ausgangspunkt dar. Gegenwärtig lassen sich hier im Prinzip drei Konzepte unterscheiden: Einige Zentralbanken verfolgen ein direktes Inflationsziel (beispielsweise die Bank of England und die Sveriges Riksbank). Andere binden sich über den Wechselkurs eng an die Ankerwährung D-Mark an (so vor allem die De Nederlandsche Bank und die Oesterreichische Nationalbank). Der dritte Ansatz ist an der Geldmengensteuerung ausgerichtet. Dieses Konzept wird von der Deutschen Bundesbank mit einer im internationalen Vergleich bemerkenswerten Kontinuität praktiziert.

Offensichtlich kommen für die Europäische Zentralbank nur die Geldmengenpolitik und das direkte Inflationsziel als ernsthafte Kandidaten in Frage. Die Wechselkursanbindung ist dagegen ein Ansatz, der eher auf kleinere Länder mit einem relativ hohen außenwirtschaftlichen Verflechtungsgrad zugeschnitten ist. Für große Währungsräume ist er nicht sinnvoll; er wäre gleichbedeutend mit einem weitgehenden geldpolitischen Souveränitätsverzicht für die Europäische Währungsunion.

Für die Geldmengenstrategie spricht zunächst, daß auf längere Frist ein klarer Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Preisanstieg besteht. Sie ist transparent, weil sie die Verbindung zum eigentlichen Ziel der Geldpolitik herstellt. Das wird dann besonders deutlich, wenn bei der Zielableitung auf eine Preisnorm Bezug genommen wird. Da die Geldmengenentwicklung von der Öffentlichkeit ständig und zeitnah beobachtet werden kann, kann auch immer überprüft werden, ob sich die Notenbank entsprechend ihrer Zielsetzung verhält. Bei Zielabweichungen steht die Notenbank in der Pflicht, Rechenschaft abzulegen. Darüber hinaus erlaubt ein solcher Ansatz die eindeutige Zuordnung von Verantwortlichkeiten, weil die Geldmengenentwicklung letztlich dem Einfluß der Notenbank unterliegt. Gleichzeitig stärkt die klare Abgrenzung der Verantwortlichkeiten zwischen den Politikbereichen die Unabhängigkeit der Geldpolitik.

Eine Geldmengenstrategie ist von der Bundesbank seit über 20 Jahren verfolgt worden. Sie hat dabei stets ein breit definiertes Geldmengenaggregat – zunächst die Zentralbankgeldmenge, seit 1988 die Geldmenge M3 – als Zwischenziel verwendet. Die wichtigste Grundlage eines solchen Ansatzes, die langfristige Stabilität der Geldnachfrage, besteht weiterhin, obwohl die kurzfristige Volatilität

der Geldmengenentwicklung zugenommen hat. Im Dezember 1996 hat die Bundesbank ein Geldmengenziel verkündet, wonach die Geldmenge M3 im Verlauf der Jahre 1997 und 1998 jeweils um etwa 5 % wachsen soll. Die Erweiterung des Zeithorizonts erfolgte nicht zuletzt mit Blick auf die Europäische Währungsunion. Damit ist dem EZB-Rat, der nach seiner Berufung über die Strategie befinden wird, die Möglichkeit eines direkten Anschlusses an die Politik des Ankerlandes gegeben. Ein Rückgriff auf wesentliche Elemente der Geldmengenstrategie würde es der Europäischen Zentralbank auch ermöglichen, für Kontinuität zu sorgen und von der mit diesem Ansatz verbundenen Reputation zu profitieren. Auch andere europäische Notenbanken, wie die französische, verkünden Geldmengenziele. Insbesondere sind aber jene Zentralbanken in Europa, die ihre Wechselkurse zur DMark festhalten, indirekt dieser Strategie verpflichtet.

Es ist selbstverständlich, daß die Geldmengensteuerung (wie andere Strategien auch) empirisch begründet sein muß. Voraussetzung ist insbesondere eine langfristig hinreichend stabile Geldnachfrage mit einer ausreichenden Zinssensitivität, an der die geldpolitische Steuerung ansetzen kann. Bisherige Analysen des Europäischen Währungsinstituts, der Bundesbank und anderer Stellen zeichnen in dieser Hinsicht ein durchaus positives Bild. Die Untersuchungsergebnisse zeigen überwiegend, daß für eine europäische Geldmenge eine langfristig stabile Nachfrage vorliegt. Aus heutiger Sicht scheint die Grundlage für eine Geldmengenstrategie in der Währungsunion also gegeben. Weitergehende Analysen in diesem Bereich sind jedoch notwendig, da die für die Vergangenheit festgestellten Verhältnisse nicht ohne weiteres in die Zukunft fortgeschrieben werden können. In der Tat sind Befürchtungen, daß Instabilitä-

ten in der Anfangsphase auftreten werden, der wichtigste Einwand gegen eine reine Geldmengenstrategie der EZB.

Das Konzept des direkten Inflationsziels läßt sich in groben Zügen wie folgt beschreiben: Auf Abweichungen zwischen Ziel und Preisprognose reagiert die Notenbank mit einer angemessenen Veränderung ihrer Zinssätze. Der unmittelbare Bezug zur Preisentwicklung und die klare Verbindung zwischen drohender Zielverfehlung und Instrumenteneinsatz sind als grundsätzliche Vorzüge eines solchen Ansatzes zu sehen. Auch der Grundsatz, daß die Notenbank flexibel alle Informationen über die künftige Preisentwicklung berücksichtigt, ist als Vorteil gewertet worden. Dies macht eine solche Strategie weniger empfindlich gegen Störungen in der Geldnachfrage. Allerdings sind solche Störungen auch im Rahmen dieses Ansatzes nicht ohne Bedeutung, da für längerfristige Inflationsprognosen kaum Alternativen zur Geldmengenentwicklung als der entscheidenden Indikatorengröße bestehen.

Eine Reihe von europäischen Zentralbanken (Bank of England, Sveriges Riksbank, Suomen Pankki und Banco de España) ist in den letzten Jahren zu einer Strategie übergegangen, bei der das Inflationsziel direkt verfolgt wird. In diesen Ländern wurden zum Teil vorher auch Geldmengenziele als Richtschnur der Geldpolitik verwendet. Gravierende Probleme mit der Stabilität der Geldnachfrage haben aber diese Länder zur Aufgabe dieses Ansatzes veranlaßt.

Die Ausformung der Strategie eines direkten Inflationszieles unterscheidet sich durchaus von Land zu Land. So veröffentlichen manche Notenbanken ihre Inflationsprognosen und andere nicht. Der Preisindex, der den geldpolitischen Entscheidungen zugrundegelegt

wird, ist nicht einheitlich. Zum Teil wird ein Lebenshaltungspreisindex verwendet, zum Teil ein Preisindex, bei dem einige Effekte, wie der einer Veränderung der indirekten Steuern, ausgeschaltet sind. Die Verantwortlichkeit für die Geldpolitik ist in diesen Ländern nicht immer gleich geregelt. In Großbritannien entscheidet zum Beispiel im wesentlichen noch der Finanzminister über die Geldpolitik.

Auch die Länder, die eine solche Strategie verfolgten, konnten die Inflationsraten in den letzten Jahren deutlich reduzieren. Insgesamt ist die Erfahrung mit diesem geldpolitischen Ansatz aber noch kurz. Zudem waren die Umfeldbedingungen in den letzten Jahren für stabile Preise allgemein günstig. Es besteht deshalb weitgehend Konsens darüber, daß ein endgültiges Urteil über die Strategie eines direkten Inflationsziels noch nicht gesprochen werden kann.

Gegen einen solchen Ansatz können aber verschiedene gewichtige Argumente ins Feld geführt werden:

- Preisprognosen sind naturgemäß mit Unsicherheiten behaftet. Dies gilt umso mehr, je länger der Prognosehorizont ist.
- Der Zusammenhang zwischen Instrumenteneinsatz und künftiger Preisentwicklung unterliegt vielen Unwägbarkeiten. Die zeitlichen Verzögerungen sind in der Regel lang und unterliegen Schwankungen.

Beide Gesichtspunkte erschweren es nicht nur der Notenbank, die eine solche Strategie verfolgt, eine angemessene Politik zu betreiben. Sie machen es auch für die Öffentlichkeit schwierig zu überprüfen, ob sich die Notenbank stabilitätsgerecht verhält.

Trotz der bestehenden Unterschiede zwischen einer Geldmengenstrategie und einem Ansatz, bei dem das Inflationsziel direkt angestrebt wird, zeigt sich in der Praxis, daß die Notenbanken jeweils Elemente des anderen Konzepts integriert haben. Zentralbanken, die Geldmengenziele verfolgen, haben stets auch auf andere wichtige Indikatoren für die künftige Preisentwicklung geachtet. Umgekehrt spielt das Geldmengenwachstum für Notenbanken, die auf ein veröffentlichtes Zwischenziel verzichten, eine wichtige Rolle. Zum Teil publizieren sie zur Orientierung Richtlinien für das Geldmengenwachstum. Vor allem aber betonen beide Ansätze, daß die Geldpolitik in vorausschauender Weise und mit einer mittelfristigen Perspektive betrieben werden muß und daß das eigentliche Ziel der Geldpolitik die Preisstabilität ist.

Derzeit ist noch keine Entscheidung gefallen, wie die Strategie der EZB genau aussehen soll. Dies wird dem Rat der Europäischen Zentralbank nach deren Gründung im Jahr 1998 vorbehalten bleiben. Da das geldpolitische Umfeld zu Beginn der Stufe 3 noch nicht bekannt ist, wäre es ohnehin nicht opportun, sich jetzt schon festzulegen. Dies ist auch nicht notwendig. Die Vorbereitungsarbeiten für das geldpolitische Instrumentarium, wie sie zur Zeit betrieben werden, sind weitgehend unabhängig von der Strategie, für die sich der EZB-Rat später entscheiden wird.

Wichtige Kernelemente einer Strategie

Unabhängig von der endgültigen Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie für die Währungsunion erscheint es aus heutiger Sicht angebracht, daß der geldpolitische Überbau für die Europäische Zentralbank einige wichtige Kernelemente aufweist. Dazu zählen:

- Die öffentliche Ankündigung, was unter dem eigentlichen Endziel der Preisstabilität zu verstehen ist. Soweit wie möglich, sollte dieses auch quantitativ eingegrenzt werden, um so die Transparenz und Glaubwürdigkeit der Strategie zu stärken.
- Die Ankündigung von spezifischen Zielen, an denen die laufende Geldpolitik der Europäischen Zentralbank gemessen werden kann.
- Die Nutzung aller für das Endziel relevanten Informationen, um die Risiken für die Geldwertstabilität möglichst umfassend abschätzen zu können. Dazu gehören die Auswertung der Entwicklung von Geld- und Kreditaggregaten, Zinshöhe und Zinsstruktur, Wechselkursen, Löhnen, Kosten- und Umfragen über Erwartungen und anderes mehr.
- Im Rahmen der Indikatoren sollte der Geldmenge eine herausragende Rolle eingeräumt werden. Aus heutiger Sicht scheinen die empirischen Voraussetzungen dafür gegeben zu sein.
- Schließlich sollte die Europäische Zentralbank in der Lage sein, eigene Schätzungen über die künftige Inflationsentwicklung, das Potentialwachstum und andere wichtige ökonomische Größen durchzuführen.

Angesichts der Unsicherheiten über die geldpolitischen Übertragungskanäle zu Beginn der Währungsunion wird der Europäischen Zentralbank gerade in den Anfangsjahren ein hohes Maß an geldpolitischer Steuerungskunst abverlangt werden. Die damit verbundenen Herausforderungen dürften ein deutliches Maß an Flexibilität erfordern. Allerdings darf diese Flexibilität nicht den geringsten

Zweifel an der eindeutigen Orientierung der EZB am Ziel der Preisstabilität aufkommen lassen.

Monetäre Zwischenziele haben sich nach deutscher Erfahrung bewährt. Vor dem Hintergrund der langen und zudem variablen Verzögerungen bis geldpolitische Impulse auf die Preise wirken, erscheint es kaum vorstellbar, daß das geldpolitische Steuerungskonzept der Europäischen Zentralbank ohne die Festsetzung eines Zwischenziels auskommen kann. Die besondere Situation zu Beginn der Währungsunion rückt allerdings das Verhältnis zwischen Zwischenziel und Endziel in ein neues Licht. So könnten Unsicherheiten über die Entwicklung der Geldnachfrage in der Währungsunion gegebenenfalls nahelegen, das Geldmengenkonzept zumindest in der Anfangsphase durch Elemente der direkten Inflationssteuerung zu ergänzen.

Der stabilitätspolitische Auftrag verlangt, daß die Europäische Zentralbank alle preisrelevanten Informationen auswertet. Darunter nimmt die Geldmengenentwicklung zweifellos eine herausragende Rolle ein. Der grundsätzlich breitere Blickwinkel verdeutlicht aber, daß ein monetäres Zwischenziel nur als eine Orientierungsgröße, wenn auch eine zentrale, zur Erreichung des Endziels zu sehen ist. Denn im Ergebnis zählt letztlich, daß Preisstabilität verwirklicht wird.

II. Geldpolitisches Instrumentarium

Die endgültige Entscheidung über die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB ist dem Rat der im Frühjahr 1998 zu errichtenden EZB vorbehalten. Der vom EWI-Rat hierfür vorbereitete Entscheidungsrahmen wird nachfolgend vor allem auch aus deutscher Sicht näher beleuchtet. Sobald die Vor-

bereitungsarbeiten ein konkreteres Stadium erreicht haben, wird über sie an dieser Stelle erneut berichtet werden.

Ständige Fazilitäten

Die operationale Umsetzung der Geldpolitik durch das ESZB stellt darauf ab, den kurzfristigen Geldmarktzins wirksam zu steuern. Den Rahmen für die laufende Geldmarktsteuerung, die primär auf Offenmarktgeschäften basiert, bilden dabei zwei ständige Fazilitäten, nämlich die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität. Ihre Zinssätze werden vom EZB-Rat festgelegt. Ähnlich wie im Falle des Diskont- und des Lombardsatzes der Bundesbank wird durch sie die geldpolitische Grundausrichtung des ESZB auf etwas längere Sicht signalisiert. Die Initiative für die Inanspruchnahme beider Fazilitäten liegt bei den Geschäftspartnern des ESZB.

Die Spitzenrefinanzierungsfazilität entspricht weitgehend dem in Deutschland gebräuchlichen Lombardkredit. Der Rückgriff ist – abgesehen von dem Erfordernis, in ausreichendem Umfang Sicherheiten zu stellen – in der Regel nicht begrenzt. Die Zweckbestimmung ist allerdings auf die Deckung eines nur vorübergehenden Liquiditätsbedürfnisses abgestellt. Dementsprechend erfolgt die Mittelbereitstellung „über Nacht“. Aufgrund dieser Ausstattungsmerkmale wird der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität im allgemeinen die Obergrenze für den Tagesgeldsatz des Interbankengeldmarktes bilden. Nicht zuletzt im Hinblick auf die Sicherung des Zahlungsverkehrs wird es – analog zum in Deutschland bekannten Giroüberzugslombard – eine „automatische Überleitung“ von am Tagesende ungedeckt gebliebenen Schuldnerpositionen gegenüber den NZBen in die Spitzenrefinanzierungsfazilität geben.

Auch hinsichtlich der rechtlichen Ausgestaltung wird sich gegenüber dem Lombardkredit in Deutschland keine Änderung ergeben, das heißt diese Fazilität wird weiterhin im Wege eines durch Pfand besicherten Darlehens genutzt werden können. In anderen Rechtsordnungen wird man dagegen von der Möglichkeit Gebrauch machen, die Rechtsform eines (eintägigen) Pensionsgeschäfts zu wählen. Für die geldpolitische Funktionalität spielt es grundsätzlich keine Rolle, ob sich eine NZB bei den befristeten Transaktionen (s. Tabelle auf S. 11) für „Pfand“ oder „Pension“ entscheidet. Die Bundesbank überlegt noch, ob es im Offenmarktgeschäft bei der Verpensionierung bleibt, oder ob eine Verpfändungslösung Vorteile hätte.

Die Einlagefazilität ist das Pendant zur Spitzenrefinanzierungfazilität. Sie bietet den Geschäftspartnern die Möglichkeit, bei den NZBen bis zum nächsten Geschäftstag unbesicherte Einlagen zu tätigen. Auf die Fazilität kann auf Antrag jederzeit während eines Geschäftstages zurückgegriffen werden, und sie unterliegt in der Regel keinen Betragsbegrenzungen. Deshalb bildet ihr Zinssatz im allgemeinen die Untergrenze für den Tagesgeldsatz. Für den deutschen Geldmarkt ist dies ein Novum. Das mit dieser Fazilität noch am ehesten vergleichbare Instrument der Bundesbank, die Abgabe kurzfristiger Schatzwechsel, wurde bislang lediglich ad hoc und unter situationsabhängiger Festsetzung des Schatzwechselabgabegesetzes eingesetzt.

Der Diskontkredit als eine traditionelle Form der ständigen Fazilität im deutschen Notenbankwesen wird für den Beginn von Stufe 3 nicht vorbereitet. In der Europäischen Union wird er außer in Deutschland derzeit praktisch nur noch in Österreich angewendet. Gegen diese Form der Refinanzierung wurde von den anderen Notenbanken geltend ge-

macht, daß die mit ihr verbundenen Elemente (Vorzugszinssatz, Kontingentierung) schwerlich mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb entsprechend der ESZB-Satzung in Einklang zu bringen seien. Auch die Vorstellung, daß zur Herannahme von Handelswechseln eine arbeitsintensive Bonitätsprüfung gehört, die die an Stufe 3 teilnehmenden nationalen Notenbanken hätten neu einführen müssen, stand der Akzeptanz des Diskontkredits entscheidend entgegen. Der Bundesbank ist es allerdings gelungen, wichtige Elemente des Diskontkredits in das künftige instrumentelle Rahmenwerk einzubringen. Diese finden sich bei der Ausgestaltung der Offenmarktinstrumente sowie bei der Bestimmung notenbankfähiger Sicherheiten wieder.

Offenmarktgeschäfte

Offenmarktgeschäfte werden im Zentrum des geldpolitischen Instrumentariums des ESZB stehen. Entsprechend der allgemeinen Orientierung hin zu einer marktkonformen Implementierung der Geldpolitik sind sie bei praktisch allen Partnernotenbanken seit geraumer Zeit gängige Praxis. Auch das ESZB wird, ähnlich wie es die deutschen Banken von der Bundesbank gewohnt sind, die laufende Steuerung der Zinssätze und der Liquidität am Geldmarkt vorwiegend über Offenmarktgeschäfte vornehmen und sich dabei innerhalb des durch die ständigen Fazilitäten abgesteckten Zinskanals bewegen, das heißt die Operationen des ESZB werden vornehmlich auf den Tagesgeldsatz ausgerichtet sein. Dies ist naheliegend, obwohl das operative Ziel derzeit noch nicht näher konkretisiert ist, denn zum einen stehen die sehr kurzfristigen Zinssätze des Marktes quasi am Anfang des geldpolitischen Transmissionsprozesses, und zum anderen weisen die ständigen Fazilitäten

Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten des ESZB					
Geldpolitische Geschäfte	Transaktionsart		Laufzeit	Rhythmus	Verfahren
	Liquiditäts- bereitstellung	Liquiditäts- abschöpfung			
Offenmarktgeschäfte					
Hauptrefinanzierungsinstrument	Befristete Transaktionen	–	Zwei Wochen	Wöchentlich	Standardtender
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Befristete Transaktionen	–	Drei Monate	Monatlich	Standardtender
Feinststeuerungsoperationen	Befristete Transaktionen Devisenswaps	Befristete Transaktionen Devisenswaps Hereinnahme von Termineinlagen	Nicht standardisiert	Unregelmäßig	Schnelltender Bilaterale Geschäfte
	Definitive Käufe	Definitive Verkäufe	–	Unregelmäßig	Bilaterale Geschäfte
Strukturelle Operationen	Befristete Transaktionen	Emission von Schuldverschreibungen	Standardisiert/ nicht standardisiert	Regelmäßig und unregelmäßig	Standardtender
	Definitive Käufe	Definitive Verkäufe	–	Unregelmäßig	Bilaterale Geschäfte
Ständige Fazilitäten					
Spitzenrefinanzierungsfazilität	Befristete Transaktionen	–	Über Nacht	Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner	
Einlagefazilität	–	Einlagenannahme	Über Nacht	Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner	

Quelle: Europäisches Währungsinstitut, Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Festlegung des Handlungsrahmens, Januar 1997.
Deutsche Bundesbank

mit ihrer Übernacht-Befristung deutlichen Bezug zum Tagesgeld auf.

Das ESZB wird auf vier Formen geldpolitischer Offenmarktoperationen zurückgreifen können. Bei dem sogenannten Hauptrefinanzierungsinstrument handelt es sich um liquiditätsbereitstellende befristete Transaktionen, die in den meisten Ländern wohl die gewohnte Gestalt von Wertpapierpensionsgeschäften haben werden. Auch die operationalen Merkmale ähneln stark den von der Bundesbank bereits seit Mitte der achtziger Jahre regelmäßig eingesetzten Geschäften. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden wöchentlich mit einer Laufzeit von zwei Wochen abgeschlossen. Auf sie entfällt der größere Teil des Refinanzierungsvolumens, wie dies auch derzeit bei der Bundesbank mit einem Anteil von zwei Dritteln am gesamten Refinanzierungsvolumen der Fall ist.

Daneben werden vom ESZB längerfristige Refinanzierungsgeschäfte angeboten, mit denen ein begrenzter Teil der Refinanzierung zur Verfügung gestellt wird. Diese längerfristigen Geschäfte nehmen mit der Laufzeit von drei Monaten ein wichtiges Element des Diskontkredits auf. Entsprechend dem Charakter einer Basisrefinanzierung ist der Kreis der teilnahmeberechtigten Geschäftspartner ebenso breit gezogen wie für die wöchentlichen Wertpapierpensionsgeschäfte. Für die Vertinderung ist allerdings ein monatlicher Rhythmus vorgesehen. Damit kann dieses Refinanzierungsinstrument zur Verstetigung des Geldmarktes sowie zur Dispositionssicherheit insbesondere bei kleineren Banken beitragen. Im allgemeinen verfolgt das ESZB mit dem Einsatz des längerfristigen Refinanzierungsinstruments nicht die Absicht, dem Markt eigenständige zinspolitische Signale zu vermitteln. Von daher wird sich die EZB bei die-

sen Tenderoperationen im Regelfall als „Preisnehmer“ betätigen.

Um insbesondere unerwarteten Liquiditäts- und damit auch Zinsschwankungen angemessen begegnen zu können, kann das ESZB auf ein Spektrum von Feinsteuerungsoperationen zurückgreifen. Im Vordergrund stehen dabei ebenfalls befristete Transaktionen. Es können aber auch Devisenswaps genutzt und – zur kurzfristigen Liquiditätsabsorption – befristete Einlagen hereingenommen werden. Die Bundesbank verfügt derzeit über kein derartiges Abschöpfungsinstrument. Außerdem kann auch mit Outrightgeschäften (definitive Käufe und Verkäufe am Geld- und Kapitalmarkt) kurzfristig Liquidität bereitgestellt beziehungsweise absorbiert werden.

Schließlich hat das ESZB auch die Möglichkeit, die fundamentale Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber dem ESZB (im EWI-Handlungsrahmen „strukturelle Liquiditätsposition“ genannt) durch „strukturelle Operationen“, wie die Emission von Schuldverschreibungen, zu beeinflussen, also etwa mit dem Ziel, die Refinanzierungsabhängigkeit (wieder)herzustellen oder zu erhöhen. Aus den gleichen Gründen können auch Outrightgeschäfte (in beide Richtungen) sowie befristete Transaktionen (diese aber nur zur Liquiditätsanreicherung) eingesetzt werden.

Mindestreserven

Ein Mindestreservesystem kann maßgeblich zur Stabilisierung des Geldmarktes beitragen und – indem es die negative Zinselastizität der Geldnachfrage fördert – eine geldmengenorientierte Strategie unterstützen. Vor allem im Hinblick auf ihre Geldmarktstabilisierungsfunktion sind die Vorteile einer Mindestreserve offensichtlich. Eine flexible Ausgestaltung auf der Erfüllungsseite läßt sie als indivi-

duellen und generellen Puffer bei unerwarteten Liquiditätsbewegungen wirken und hilft so, etwaige Zinsschwankungen wirksam zu begrenzen. Von daher ist die Notenbank in einem solchen System nur relativ selten gehalten, sich mit Feinsteuerungsmaßnahmen am Markt zu zeigen. (Bekanntlich kann sich die Bundesbank i.d.R. auf den wöchentlichen Abschluß von Wertpapierpensionsgeschäften beschränken.) Je niedriger die Interventionsfrequenz einer Notenbank ist, um so leichter läßt sich auch ein breiter Zugang von Banken zur Notenbank realisieren, so wie das in Deutschland seit jeher gang und gäbe ist. Dies entspricht der gebotenen Gleichbehandlung der Geschäftspartner der Geldpolitik. Zudem wird dem Grundsatz der Subsidiarität beziehungsweise Dezentralität in der Ausführung der Geldpolitik auf diese Weise Rechnung getragen. Demgegenüber würde ein Ansatz mit häufigen Feinsteuerungseingriffen, wie das ohne Mindestreserve fast zwangsläufig der Fall wäre, auf einen exklusiven Kreis von Geschäftspartnern und auf Zentralisierung hinauslaufen.

Die Vorbereitungsarbeiten für ein Mindestreservesystem sehen für die Mindestreserveerfüllung eine Periode von einem Monat vor. Dies muß nicht notwendigerweise ein Kalendermonat sein. Mit Rücksicht auf mögliche ausgeprägte Liquiditätsbewegungen am Ende eines Kalendermonats (etwa im Rahmen des Zahlungsverkehrs) könnte es sich empfehlen, die Mindestreserveerfüllungsperiode zum Beispiel am 24. eines Kalendermonats beginnen zu lassen. Für die Stabilisierungsfunktion entscheidender ist aber, daß die Mindestreserve im Monatsdurchschnitt erfüllt werden darf. Die Banken können von daher zeitweilige Liquiditätsschwankungen ohne nennenswerte marktmäßige Zinsimplikationen abfedern. Eine Übertragung von Mindestreserveüberschüssen oder -defiziten

in die nächste Erfüllungsperiode ist nicht vorgesehen. Die Kalkulation des Mindestreserve-Solls wird sich eng an die Meldungen zur Geld- und Bankenstatistik der EZB anlehnen, das heißt insbesondere, sich auf Monatsendstände der maßgeblichen Positionen beziehen. Auf eine eigenständige Mindestreserve-Statistik soll verzichtet werden.

Obwohl die Mindestreserve praktisch das einzige Instrument ist, dessen Vorbereitung sich explizit aus der ESZB-Satzung ergibt – Offenmarkt- und Kreditgeschäfte sind dort nur in allgemeinerer Form angesprochen –, steht auch der Einsatz des Mindestreserveinstruments unter dem Vorbehalt einer entsprechenden Entscheidung durch den EZB-Rat. Offen ist dabei auch die Frage des Kreises der mindestreservepflichtigen Institute. Nach der jetzigen Fassung der ESZB-Satzung beschränkt er sich auf „Kreditinstitute“ im Sinne der Bankrechtskoordinierungsrichtlinien. Im Hinblick auf die Effizienz eines Mindestreservesystems könnte es erforderlich sein, den Kreis reservepflichtiger finanzieller Institute im Wege des sogenannten vereinfachten Änderungsverfahrens angemessen zu erweitern. Für Deutschland bedeutete eine solche Erweiterung voraussichtlich keine nennenswerte Änderung. Naturgemäß bleibt gegenwärtig nicht zuletzt auch die Frage nach der Reserve-satzhöhe beziehungsweise Reservesatzstruktur (wofür es zudem sekundärrechtlicher Vorschriften der Gemeinschaft bedarf) offen, ebenso die Frage einer etwaigen Verzinsung der Mindestreserven.

Geschäftspartner

Der Zugang zu den geldpolitischen Instrumenten des ESZB soll grundsätzlich einem breiten Kreis von Geschäftspartnern, und insbesondere mindestreservepflichtigen Instituten möglich sein. Hierfür spricht nicht nur die

geldpolitische Effizienz, sondern auch der Grundsatz der dezentralen Durchführung geldpolitischer Operationen unter Einschaltung der NZBen.

Dieser breite Zugang wird sowohl zu den ständigen Fazilitäten als auch den wichtigsten Offenmarktgeschäften möglich sein. Die wöchentlichen Haupt- und monatlichen längerfristigen Wertpapierpensionsgeschäfte sowie gegebenenfalls auch Emissionen von Schuldverschreibungen werden im Wege sogenannter Standardtender abgewickelt. An diesem Versteigerungsverfahren können alle potentiellen Geschäftspartner als Bieter teilnehmen. Die Abwicklungszeit beläuft sich – von der Bekanntmachung des Tenders bis zur Bestätigung des Zuteilungsergebnisses – trotz des möglichen breiten Kreises von Bietern auf 24 Stunden. Dies entspricht praktisch dem bei den wöchentlichen Pensionsgeschäften der Bundesbank bereits gewohnten Zeitrahmen.

Bei Feinsteuerungsmaßnahmen wird es wegen der geringeren Vorlaufzeit und des vergleichsweise niedrigen Transaktionsvolumens, also aus operationalen Gründen, Einschränkungen bei den zugelassenen Geschäftspartnern geben. Soweit es sich hierbei um Schnelltender – mit einer Abwicklungszeit von etwa einer Stunde – handelt, wird der (wechselnde) Teilnehmerkreis auf geldmarktaktive Banken beschränkt. Bei – eher wohl seltenen – Devisenswapgeschäften wird darüber hinaus die Eignung zur jederzeitigen effizienten Durchführung großvolumiger Devisengeschäfte gefordert. Diese Vorgehensweise bringt für die deutschen Banken nichts Neues.

Sowohl die Standard- als auch die Schnelltender werden dezentral über die nationalen Zentralbanken abgewickelt. Dies ist grund-

sätzlich auch bei bilateralen Geschäften der Fall, das heißt bei den Direktabschlüssen ohne Tenderprozedur, wie sie für Feinsteuerungszwecke vorkommen können. Hier kann der Kreis von involvierten Geschäftspartnern nochmals enger sein. Lediglich unter außergewöhnlichen Umständen könnte der EZB-Rat entscheiden, zu diesem Zwecke bilaterale Abschlüsse auch von der EZB selbst durchzuführen.

Outrightgeschäfte, die aus Gründen der Feinsteuerung oder auch zur Veränderung der fundamentalen Liquiditätsposition des Bankensystems („strukturelle Operationen“) genutzt werden können, werden gegebenenfalls ausschließlich bilateral abgeschlossen. Wegen der Möglichkeit, diese über die Börse und/oder Makler auszuführen, ist in diesem Falle der Kreis der Geschäftspartner weder bekannt noch von vornherein begrenzt.

Refinanzierungsfähige Sicherheiten

Der Bundesbank ist es seit jeher ein wichtiges Anliegen, die Notenbankrefinanzierung auch auf private Sicherheiten abzustellen. Eine auch nur indirekte Bevorzugung öffentlicher Titel und damit Erleichterung der Staatsfinanzierung ist aus Gleichbehandlungsgründen und im Hinblick auf das im Maastricht-Vertrag geregelte Verbot des bevorrechtigten Zugangs des öffentlichen Sektors zu den Finanzinstituten auszuschließen. Darüber hinaus verbindet sich mit privaten Sicherheiten der Gedanke der realen Verankerung von Notenbankkrediten.

Diese Überlegungen spiegeln sich wider in dem vom EWI-Rat jüngst entschiedenen Kriterienkatalog für refinanzierungsfähige Sicherheiten (vgl. Tabelle auf S. 15). Zu ihnen gehören generell öffentliche wie private Schuldtitel. Unabhängig von ihrer sektoralen

Zuordnung haben sie eine Reihe bonitätsmäßiger und operational-technischer Kriterien zu erfüllen, die im einzelnen noch näher zu definieren sind. Um den von Land zu Land unterschiedlichen Finanzmarktstrukturen und Zentralbankgepflogenheiten Rechnung zu tragen, wird es zwei Sicherheitengruppen geben. In Kategorie 1 werden marktfähige Schuldtitel aufgenommen, die von der EZB für den gesamten Euro-Währungsraum festgelegte Zulassungskriterien erfüllen. Aus deutscher Sicht darf diese Kategorie nicht nur aus öffentlichen Titeln bestehen. In Kategorie 2 können zusätzliche Sicherheiten, insbesondere auch nicht marktfähige, aufgenommen werden, die für die nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeutung sind. Über ihre Notenbankfähigkeit entscheidet die jeweilige NZB im Einklang mit EZB-Leitlinien. Für beide Kategorien von Sicherheiten werden Vorkehrungen getroffen, daß sie im Euro-Währungsraum auch grenzüberschreitend zur Refinanzierung genutzt werden können.

Die Bundesbank wird in Kategorie 2 – die Tradition des Rediskontgeschäfts fortsetzend – den Handelswechsel einbeziehen. Dabei ist daran gedacht, die Anforderungen und die Abwicklung stark zu vereinfachen, um die Akzeptanz als notenbankfähige Sicherheit zu bewahren und nach Möglichkeit zu erhöhen. Darüber hinaus trifft die Bundesbank Vorbereitungen, die Basis für private Sicherheiten zu verbreitern. Konkret ist dabei an die Einbeziehung von Kreditforderungen der Banken (gegenüber Wirtschaftsunternehmen) gedacht. Soweit wie möglich werden Anforderungen und Abwicklungsmodalitäten für diese beiden Formen der Refinanzierung von Wirtschaftskrediten einheitlich sein. Das bedeutet insbesondere auch, daß die Bundesbank, wie vom traditionellen Wechselankauf her bekannt, eine einheitliche Bonitätsprü-

Refinanzierungsfähige Sicherheiten

Kriterien	Kategorie 1	Kategorie 2
Art der Sicherheit	ESZB-Schuldverschreibungen; Sonstige marktfähige Sicherheiten.	Marktfähige Sicherheiten; Nicht marktfähige Sicherheiten; An einem geregelten Markt gehandelte Aktien.
Abwicklungsverfahren	Die Sicherheiten müssen zentral in stückeloser Form bei einer nationalen Zentralbank oder einer zentralen Wertpapierverwahrstelle hinterlegt werden, die den Mindestanforderungen der EZB entspricht.	Die Sicherheiten müssen der nationalen Zentralbank, die sie in ihr Kategorie-2-Verzeichnis aufgenommen hat, leicht zugänglich sein.
Emittenten	ESZB; Öffentliche Hand; Privater Sektor; Internationale und supranationale Institutionen.	Öffentliche Hand; Privater Sektor.
Bonitätsanforderung	Der Emittent (Garant) muß bonitätsmäßig einwandfrei sein.	Der Emittent/Schuldner (Garant) muß bonitätsmäßig einwandfrei sein.
Sitz des Emittenten	Europäischer Wirtschaftsraum (EU-Mitgliedstaaten sowie Island, Liechtenstein und Norwegen) ¹⁾ .	Euro-Währungsraum; Sitz in anderen Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums kann vorbehaltlich der Genehmigung durch die EZB akzeptiert werden.
Hinterlegung der Sicherheiten	Euro-Währungsraum.	Euro-Währungsraum; Hinterlegung in anderen Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums kann vorbehaltlich der Genehmigung durch die EZB akzeptiert werden.
Währung	Euro ²⁾ .	Euro ²⁾ ; Andere Währungen des Europäischen Wirtschaftsraums oder gängige Fremdwährungen können vorbehaltlich der Genehmigung durch die EZB akzeptiert werden.
Nachrichtlich: Grenzüberschreitende Nutzung	Ja.	Für „inländische“ Titel: Ja; Für „ausländische“ Titel ³⁾ : möglicherweise eingeschränkt.

Quelle: Europäisches Währungsinstitut, Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Festlegung des Handlungsrahmens, Januar 1997. — ¹ Die Anforderung, daß der Sitz sich innerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums befinden muß, gilt nicht für internationale und supranationale Institutionen. — ² Euro oder nationale Denominierungen des

Euro. — ³ „Ausländische“ Titel werden definiert als Titel, die mindestens eines der folgenden drei Kriterien erfüllen: Sie sind von außerhalb des Euro-Währungsraums ansässigen Rechtssubjekten emittiert worden; sie lauten nicht auf Euro; sie sind nicht im Euro-Währungsraum hinterlegt.

fung der involvierten Nichtbanken vornimmt und nur bonitätsmäßig einwandfreie Schuldner akzeptiert. Grundlage hierfür sind hauptsächlich Bilanzen. Dies ermöglicht es der Bundesbank zugleich, auch weiterhin Bilanzdaten sowie andere Informationen aus dem Unternehmenssektor systematisch auszuwerten.

Für die deutschen Banken bietet sich damit die Möglichkeit, ihre Notenbankrefinanzierung auf eine breitere Basis als bisher zu stellen. Die Nutzbarkeit von Wirtschaftskrediten beziehungsweise privaten Sicherheiten wird – was naheliegen könnte – nicht auf die dreimonatigen Refinanzierungsgeschäfte beschränkt, sondern ist für alle anderen zu sichernden Operationen einschließlich der Spitzenrefinanzierung möglich. Überhaupt gilt der Grundsatz, daß für sämtliche Sicherheiten erfordernde Transaktionen dieselben Sicherheiten verwendet werden können, also etwa auch Kategorie-1-Sicherheiten für längerfri-

stige Refinanzierungsgeschäfte. Von daher können die Banken marktfähige und hochliquide Wertpapiere um so stärker für ihr kommerzielles Geschäft, etwa am Kassa-, Futures- oder auch Repomarkt nutzen, je mehr Wechsel und/oder Wirtschaftskredite sie zur Ersteuerung von Zentralbankgeld einsetzen.

Das Instrumentarium des ESZB und die Art und Weise seines Einsatzes wird, das läßt sich zusammenfassend sagen, für die deutschen Kreditinstitute nicht völlig fremd sein. Manches ist ihnen, wie auch den Banken anderer Länder, längst vertraut, weil in den vergangenen Jahren – fast unbemerkt – ein beträchtliches Maß an Instrumentenharmonisierung stattgefunden hat. Und nicht zuletzt: Der Übergang zu Stufe 3 ändert auch nichts daran, daß die Geschäfte mit der Notenbank in Deutschland weiter über die örtlichen Landeszentralbanken laufen.

Der Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erscheint im Selbstverlag der Deutschen Bundesbank, Frankfurt am Main und wird an Interessenten kostenlos abgegeben, an Kreditinstitute über die zuständige Landeszentralbank.

Deutsche Bundesbank, Wilhelm-Epstein-Straße 14, 60431 Frankfurt am Main, Postfach 10 06 02, 60006 Frankfurt am Main
Fernruf (0 69) 95 66-1, Durchwahlnummer (0 69) 95 66 . . . und anschließend die gewünschte Hausrufnummer wählen.

Telex Inland 4 1 277, Ausland 4 14 431, Telefax (0 69) 5 60 10 71, Internet <http://www.bundesbank.de>

Nachdruck nur mit Quellenangabe gestattet.

ISSN 1431-9861

Abgeschlossen am 7. Februar 1997