

Kreditinstitutsgröße, Offenmarktpolitik und Wettbewerbsneutralität: Ergebnisse einer schriftlichen Befragung

Von Lukas Menkhoff*, Aachen

Eigentlich handelt es sich hier um ein Nichtthema: Wenn es denn Konsens darüber gibt, welches geldpolitische Instrument am ehesten idealtypischen Anforderungen entspricht, so ist es die Offenmarktpolitik (vgl. *Issing* 1988). Sie ist zweifellos besonders effizient in der Umsetzung geldpolitischer Strategievorstellungen, bedarf eines begrenzten organisatorischen Aufwandes, bezieht eine Vielzahl von Kreditinstituten ein und gilt zudem als praktisch wettbewerbsneutral, auch hinsichtlich der Größe von Kreditinstituten. Folglich ist sie der Favorit wissenschaftlicher Stellungnahmen, wenn es um die relative Vorteilhaftigkeit verschiedener geldpolitischer Instrumente geht.

Diese Vorzugsposition nimmt sie aber nicht uneingeschränkt wahr. Bereits in den 70er Jahren, als die Offenmarktpolitik in Form der Wertpapierpensionsgeschäfte erstmals eine gewisse Bedeutung in Deutschland erlangte, wurde kritisiert, daß die formale Gleichbehandlung aller Kreditinstitute nicht auch materiell zutrifft und kleinere Kreditinstitute benachteiligt sein können (*Seja* 1983, kritisch dazu *Treutler* 1983). Mit der Diskussion um das Instrumentarium einer Europäischen Zentralbank ist diese Frage nach möglichen wettbewerbspolitischen Folgen der Offenmarktpolitik wieder bedeutsam geworden (bspw. *Krupp* 1996). Was sind die Gründe dafür?

- Erstens gibt es Sorgen, daß die zusätzliche oberste Entscheidungsebene eine weitere Zentralisierung in der Geldpolitik bewirkt. Was aus Sicht einer international tätigen Großbank eher wie ein Nachholprozeß der Geldpolitik aussieht, bedeutet für ein regional tätiges Kreditinstitut einen noch größeren Abstand zu den Entscheidungsträgern. Damit wird

* Für finanzielle und organisatorische Unterstützung bei der Durchführung der Befragung danke ich der Wissenschaftsförderung der Sparkassenorganisation e. V. Michael Frömmel leistete wertvolle Mitarbeit bei der Auswertung. Horst Gischer, Jürgen Jerger, Doris Neuberger und einem anonymen Gutachter danke ich für ihre kritischen Hinweise.

für letztere Institute die Nachfragereaktion auf Offenmarktausschreibungen einer Europäischen Zentralbank nicht gerade leichter.

- Zweitens bedeuten die unterschiedlichen nationalen Praktiken in der Verteilung von Zentralbankgeld, daß – jenseits einer generellen Zentralisierung – das vergleichsweise dezentrale Modell der Deutschen Bundesbank, das allen Kreditinstituten zumindestens prinzipiell offensteht, nicht unbedingt zum Modell der Europäischen Zentralbank werden muß, sondern sich auch zentralere Verfahren, wie in Frankreich oder Großbritannien, durchsetzen können, die einigen Instituten, die im Geldmarkt besonders aktiv sind, Sonderrollen zuweisen.
- Drittens bietet der Rediskontkredit in Deutschland den meisten Kreditinstituten, unabhängig von ihrer Größe und unabhängig von Wertpapierpensionsgeschäften, einen direkten Zugang zur Zentralbankgeldversorgung, während sich an den Offenmarktausschreibungen typischerweise jeweils nur mehrere hundert der fast 3700 deutschen Kreditinstitute beteiligen.¹ Der von den meisten Instituten genutzte Rediskontkredit ist aber innerhalb Europas eher unüblich und nicht mehrheitsfähig. Er wird also in der bisherigen Form voraussichtlich entfallen.

Diese Gründe zeigen, daß es zu institutionellen Änderungen kommen wird, die die Refinanzierung mit Zentralbankgeld für deutsche Kreditinstitute berühren. Geht man davon aus, daß eine eventuelle Europäische Zentralbank tatsächlich nicht mehr hinter die vom Europäischen Währungsinstitut getroffenen Vereinbarungen zurückfällt (*EMI* 1997), dann wird zwar einerseits die Verteilung von Zentralbankgeld grob dem deutschen Vorbild folgen, doch andererseits der Rediskontkredit definitiv entfallen. Es scheint nicht unplausibel, daß diese und mögliche andere Änderungen die Wettbewerbsposition kleinerer Kreditinstitute tendenziell schwächen. Wie aber hängen Institutsgröße und Zentralbankgeldversorgung, insbesondere Offenmarktpolitik, zusammen? Zur Klärung dieser Frage und damit zur Fundierung möglicher instrumenteller Ausgestaltungskonsequenzen soll diese Arbeit beitragen.²

¹ Im Durchschnitt der letzten Jahre (10.1992 bis 1.1996) haben jeweils 518 Kreditinstitute bei den regulären Ausschreibungen von Wertpapierpensionsgeschäften eigene Gebote abgegeben (*Menkhoff* 1997a).

² Die Arbeit wurde im Herbst 1996 abgeschlossen und danach im Hinblick auf die jüngsten Entwicklungen modifiziert. Zum jetzigen Zeitpunkt ist weder klar, ob es in Kürze zu einer Europäischen Währungsunion kommen wird, noch liegen alle Details des instrumentellen Einsatzes fest. Insofern gibt „Europa“ dem Thema aktuelle geldpolitische Relevanz, doch ist es nicht der einzige Bezugspunkt.

Die empirische Überprüfung theoretischer Vorüberlegungen zeigt schon für das heutige deutsche Instrumentarium, daß die Nutzung von Rediskontkredit bzw. (verschiedenen Arten von) Wertpapierpensionsgeschäften nicht von „zufälligen“ Entscheidungen der Kreditinstitute abhängt. Vielmehr gibt es einen starken positiven Zusammenhang zwischen Institutsgröße und Nutzung der Wertpapierpensionsgeschäfte. Kleine Kreditinstitute sind zwar nicht formal, aber faktisch bei diesem Instrument im Nachteil, was für hoheitliches Handeln, wie hier die Zentralbankgeldversorgung, ein Problem darstellt. Überschlägige Rechnungen zeigen, daß die Wettbewerbsverzerrung außerdem eine wirtschaftlich relevante Dimension hat und, wie oben angesprochen, durch die Entwicklung im Rahmen der EWU erheblich verschärft werden könnte.

Im einzelnen folgt auf theoretische Überlegungen im zweiten Abschnitt die methodische Dokumentation der Befragung. Der dritte Abschnitt präsentiert deren Ergebnisse. Im vierten Abschnitt geht es dann um die Ableitung wirtschaftspolitischer Empfehlungen.

I. Überlegungen zur Größe von Kreditinstituten, Offenmarktpolitik und Wettbewerbsneutralität

1. Preisvorteile der Offenmarktpolitik und Wettbewerbsneutralität

Offenmarktpolitik gilt deshalb als wettbewerbspolitisch besonders neutral, weil sie – im Unterschied zu administrativ geprägten Verfahren der Zentralbankgeldversorgung – im Kern ein marktmäßiges Versteigerungsverfahren darstellt. Ein Gegenbeispiel ist die Diskontpolitik, die zum einen auf der Festlegung von Kontingenten beruht und zum anderen einen Preis unter dem Marktzins benötigt, damit die Kontingente immer „freiwillig“ ausgeschöpft werden.

Eine genauere Analyse der in Deutschland praktizierten Auktionsverfahren zeigt allerdings, daß die Offenmarktpolitik gleichartige Verteilungswirkungen hinsichtlich Menge und Preis hat wie die Diskontpolitik, wengleich die quantitative Abweichung von einer idealtypischen Marktlösung deutlich geringer ist. Insofern stellen Wertpapierpensionsgeschäfte zwar aus wettbewerbspolitischer Sicht das vorzuziehende Instrument gegenüber der Diskontpolitik dar, doch sie sind keinesfalls neutral.

Hinsichtlich der Preisabweichung der deutschen Offenmarktpolitik von den Marktpreisen zeigt die Untersuchung der Zuteilungssätze seit 1988

ein Niveau unterhalb der Marktzinsen (vgl. *Menkhoff 1997a*). Dies gilt besonders ausgeprägt für Mengentender, was schon darin zum Ausdruck kommt, daß hier das Nachfragevolumen typischerweise das Mehrfache der effektiven Zuteilung beträgt. Das Angebot unter dem Marktpreis mag insofern verständlich sein, als die Bundesbank sichergehen will, daß ihr Angebot auf hinreichende Nachfrage trifft. Überraschender ist die Marktunterbietung schon eher beim Zinstender, vor allem seit 1988 das amerikanische Verfahren eingeführt wurde (d. h. die Zuteilung der Bieter erfolgt zum individuellen Zinsangebot), denn dieses Verfahren wird als ausgesprochen marktnah angesehen. Wichtiger als das Verfahren als solches ist aber offensichtlich dessen praktische Anwendung, wie die seit 1992 sprunghaft marktnäheren Zinsen zeigen. Dennoch liegen selbst die heutigen Zinstender im allgemeinen ein klein wenig unter dem Marktniveau, weshalb es auch hier eine Überzeichnung bei den Ausschreibungen sowie Arbitragegeschäfte gibt.

Nur weil die Zuteilungszinssätze also interessant sind, stellen eventuelle Mengenrestriktionen ein wettbewerbspolitisches Problem dar. Die Restriktion liegt darin, daß die maximale Nachfrage der einzelnen Kreditinstitute durch ihre verpfändbaren Wertpapierbestände limitiert ist. Das Volumen solcher Wertpapierbestände variiert aber nicht nur mit der Anlagestrategie der Institute, sondern hängt systematisch mit einem eventuellen Aktiv- oder Passivüberhang zusammen. Solche Bieter, die stark passivlastig sind, verfügen in Relation zu ihrem Bilanzvolumen tendenziell über größere Wertpapierbestände, die verpfändet werden können. Bei attraktiven Ausschreibungen verfügen sie damit über die größere Hebelwirkung.

Faßt man den Preisvorteil gegenüber einer alleinigen Refinanzierung zu Marktkonditionen über ein ganzes Jahr hinweg zusammen, so geht es hier um ein Volumen von grob 60 - 90 Mio. DM (*Menkhoff 1997a*). Dieser Preisvorteil kommt den deutschen Kreditinstituten nicht gleichmäßig zugute. Vielmehr profitieren die Institute, die über höhere relative Wertpapierbestände verfügen, sowie Institute, die sich überhaupt an den Auktionen sinnvoll beteiligen können.

2. Risiko der Kreditinstitute bei Offenmarktgeschäften

Die Wertpapierpensionsgeschäfte der Deutschen Bundesbank werden in zwei verschiedenen Auktionsverfahren offeriert: Bei Zinstendern können die Kreditinstitute ihre Angebote als Preis-Mengen-Kombinationen angeben, woraus sich für die Bundesbank eine aggregierte Nachfra-

gefunktion ergibt, auf der sie ihre präferierte Realisation wählt. Bei Mengentendern hingegen gibt die Bundesbank den Zinssatz vor, so daß die Kreditinstitute allein ihre volumenmäßige Nachfrage angeben können, die die Bundesbank entsprechend dem von ihr gewünschten Zuteilungsvolumen proportional zuteilt.

Aus Sicht der Institute bedeutet dies, daß Mengentender für sie nur eine unbekannte Größe enthalten, nämlich das Zuteilungsvolumen, während bei Zinstendern sowohl der tatsächlich realisierte Zinssatz als auch das zugeteilte Volumen, das Null betragen kann, ex ante unbekannt sind. Insofern ist beim Zinstender sowohl das Ausmaß des Risikos, weil der Extremfall der Nichtzuteilung enthalten ist, als auch die Dimension, weil neben dem Mengen- noch das Preisrisiko besteht, höher. Der Vorteil des Zinstenders besteht demgegenüber allein in der durchschnittlich höheren Zuteilungsquote. In der Abwägung der Vor- und Nachteile zur Refinanzierung der Kreditinstitute stellt demnach der Mengentender das weniger riskante Auktionsverfahren dar. Dies paßt zu der Information, daß die Beteiligung von Kreditinstituten bei Mengentendern signifikant höher ist als bei Zinstendern und daß das Auktionsverfahren auch dann einen signifikanten Erklärungsbeitrag für die Höhe der Beteiligung liefert, wenn man in einem Regressionsansatz den (größeren) Zinsvorteil (bei Mengentendern) als weitere Bestimmungsgröße in Rechnung stellt (vgl. *Menkhoff* 1997, S. 93).

Bei der Risikobetrachtung wird implizit unterstellt, daß die zugeteilten Beträge an Zentralbankgeld den eigenen Bedarf decken sollen. Interviews mit Kreditinstituten haben allerdings gezeigt, daß das Bietungsverhalten der Institute nur zum Teil durch den Eigenbedarf stimuliert wird. Eine erhebliche Komponente ist daneben durch Arbitragegeschäfte motiviert, indem die meist zu vorteilhaften Zinssätzen angebotenen Gelder an andere Teilnehmer am Geldmarkt mit einer geringfügigen Marge weitergeleitet werden. Aus dieser Perspektive haben Zinstender den Vorteil, daß sich im vorhinein zwischen den Marktpartnern klare Preis-Mengen-Kombinationen vereinbaren lassen, bei denen beide Seiten das Zuteilungsrisiko teilen, während bei Mengentendern das Risiko einer unerwartet hohen Zuteilung beim Kreditinstitut verbleibt.

3. Größenabhängige Verteilung der Vorteile und Risiken bei Offenmarktgeschäften

Die Analyse der Vorteile, die sich aus der Beteiligung an Offenmarktgeschäften ergeben (s. Abschnitt I.1), zeigt eine proportionale Beziehung zum realisierten Zuteilungsvolumen. Dieses hängt, wenn man hier einmal das oben angesprochene Problem der Aktivastruktur außer acht läßt, positiv mit der Größe der Kreditinstitute zusammen.

Die administrativen Kosten der Beteiligung stellen demgegenüber größenunabhängige Kosten dar. Selbst wenn diese absolut gesehen gering sind und bei schneller Entscheidungsfindung – nach Auskunft von Wettbewerbern – kalkulatorisch weniger als 50 DM betragen, so gibt es bei typischen Fällen doch eine Mindestinstitutsgröße, um sich regelmäßig an Ausschreibungen allein aus Nutzen-Kosten-Erwägungen zu beteiligen. Legt man einmal den erwarteten Zusatzertrag auf eine runde Summe von 200 DM fest, so ergibt dies in einem überschlägigen, vorsichtig kalkulierten Beispiel eine Mindestbilanzsumme von 400 Mio. DM.³ Nimmt man noch einen Abschlag vor, weil die Bestimmungsgründe einer lohnenden Beteiligung im einzelnen manchmal vorteilhafter sein werden, so mag sich die Mindestbilanzsumme auf 200 - 300 Mio. DM reduzieren.⁴ Dies ist immerhin mehr als die Hälfte der deutschen Kreditinstitute erreichen, was an den von der Anzahl her dominierenden kleinen Genossenschaftsbanken liegt.

Demnach verbleiben – je nach Ausschreibung und grob gegriffen – bis zu 2000 Kreditinstitute, die sich allein aus Renditeerwägungen an den Wertpapierpensionsgeschäften beteiligen könnten. Da dies tatsächlich aber erheblich weniger Institute tun, spielt möglicherweise das dabei einzugehende Risiko eine Rolle (s. Abschnitt I.2). Das eventuelle Preis- und Mengenrisiko ist dabei für solche Kreditinstitute leichter zu bewältigen, die es besser einschätzen und über den Markt kompensieren können, was wiederum einen aktiven Geldhandel voraussetzt (vgl. *Nautz* 1995, S. 629). Im allgemeinen kann man vermuten, daß solch ein Geldhandel eher in größeren Instituten existiert.

³ Ein Beispiel mag dies verdeutlichen: Eine Zuteilung von 10 Mio. DM bringt über eine Laufzeit von zwei Wochen und bei einem Zinsvorteil von 5 Basispunkten, wie er häufig zu erzielen ist, einen Zusatzertrag von grob 200 DM. Solch eine Zuteilung erfordert bei einer Zuteilungsquote von 25 % und einem Anteil verpfändbarer Aktiva von 10 % eine Bilanzsumme von 400 Mio. DM.

⁴ Dafür genügt bspw. ein Zinsvorteil von 8 Basispunkten, wie er für die Zinstender der Jahre 10.1992 - 1.1996 durchschnittlich zu erzielen war (vgl. *Menkhoff* 1997a).

Zusammenfassend begünstigt also die Rendite-Risiko-Verteilung die größeren Kreditinstitute (vgl. *Zeitler* 1996, S. 11). Man kann vermuten, daß ausgesprochen kleine Institute bis grob 200 - 300 Mio. DM Bilanzsumme sich praktisch nicht an Pensionsgeschäften beteiligen, während umgekehrt – im deutschen Maßstab – größere Institute mit dem zehnfachen Bilanzvolumen von 3 Mrd. DM einen entsprechend starken finanziellen Anreiz (Rendite) bei notwendigem Geldhandel (Risikobegrenzung) haben und zu den häufigen Bietern rechnen.

Diese vermuteten Zusammenhänge sollen empirisch untersucht werden. Da entsprechende Aufschlüsselungen von der Bundesbank nicht publiziert werden und auf Anfrage nicht zu erhalten waren, wurde eine eigene schriftliche Befragung von Kreditinstituten durchgeführt. Die Sparkassen stellen dabei insofern eine geeignete Bankengruppe dar, als sie in dem oben angesprochenen interessanten Größenbereich von wenigen Mrd. DM Bilanzsumme gut vertreten sind.

II. Vorgehensweise bei der schriftlichen Befragung

Die methodischen Aspekte der gewählten Vorgehensweise werden im folgenden unter drei Bedingungen diskutiert, die die Befragung erfüllen sollte: Verständlichkeit, Repräsentativität und Verlässlichkeit. Um die grundlegende Bedingung der Verständlichkeit sicherzustellen, wurden in einem ersten Schritt mögliche Fragen, Kategorisierungen und Formulierungen mit Experten diskutiert. Der sich daraus ergebende Fragebogen wurde im zweiten Schritt mit Fachleuten in drei Kreditinstituten ausführlich durchgesprochen und nochmals variiert. Schließlich ergab eine probeweise Versendung dieser Fassung an andere potentielle Empfänger keine Änderungen mehr.

Die Befragung beschränkt sich auf eine Stichprobe unter den deutschen Sparkassen. Um dabei eine hinreichende Repräsentativität sicherzustellen, wurden alle Sparkassen in sechs Größenklassen eingeteilt, die durch „runde“ Bilanzsummenwerte abgegrenzt sind und in die grob jeweils gleich viele Institute fallen. Weiterhin wurde die Klasse der größten Sparkassen mit mehr als 3 Mrd. DM Bilanzsumme noch einmal in zwei wiederum etwa gleich besetzte Teilklassen untergliedert. *Tabelle 1* zeigt die sich daraus ergebenden sieben Größenklassen und die jeweils dazugehörige Anzahl Sparkassen am Jahresende 1995 (letzteres in der Spalte 3).

Nach dem Zufallsprinzip wurde dann am 8.5.1996 in jeder Klasse 20 Sparkassen der Fragebogen durch die „Wissenschaftsförderung der

Tabelle 1
Zur Repräsentativität der Stichprobe

| Bilanzsumme in Mrd. DM | Rücklauf (1) | verschickte Fragebögen (2) | Rücklauf- quote | Anzahl der Sparkassen (3) |
|---------------------------|-----------------|----------------------------------|--------------------|---------------------------------|
| bis 0,5 | 12 | 20 | 60 % | 72 |
| 0,5 - 1,0 | 15 | 20 | 75 % | 122 |
| 1,0 - 1,5 | 13 | 20 | 65 % | 113 |
| 1,5 - 2,0 | 12 | 20 | 60 % | 88 |
| 2,0 - 3,0 | 19 | 20 | 95 % | 98 |
| 3,0 - 4,5 | 8 | 10 | 80 % | 64 |
| > 4,5 | 9 | 10 | 90 % | 66 |
| gesamt | 88 | 120 | 73 % | 623 |

Chi-Quadrat-Test (1) zu (2): $\chi^2 = 2,8864$ ($p = 0,8230$)

Chi-Quadrat-Test (1) zu (3): $\chi^2 = 3,2351$ ($p = 0,7788$)

Sparkassenorganisation e.V.“ zugeschickt. Durch die Untergliederung der Kreditinstitute mit mehr als 3 Mrd. DM Bilanzsumme ergaben sich hier jeweils 10 Fragebögen (s. Spalte (2) in Tab. 1).

Die Befragung erfolgte für die Adressaten insofern strikt anonym, als die Rücksendung an die „Wissenschaftsförderung“ erfolgte, die dann allein die gesammelten Fragebögen zur Auswertung weitergab. Im Begleitschreiben war der 24.5.1996 als Rücklauftermin festgesetzt worden. Tatsächlich wurden alle Rückläufe im immer noch knappen Drei-Wochen-Zeitraum bis zum 31.5.1996 berücksichtigt. Bis dahin antworteten 88 Institute, was eine Rücklaufquote von 73 % ergibt.

Dieser Wert ist für eine rein schriftliche Befragung ohne Rückumschlag, Erinnerung, telefonische Nachfragen oder direkte Anreize für die Mitwirkenden ungewöhnlich hoch. Er läßt sich so erklären, daß die Kooperationsbereitschaft der einzelnen Sparkassen gegenüber der ihnen gut bekannten und von ihnen finanzierten „Wissenschaftsförderung“ offensichtlich hoch ist.⁵

⁵ Zum Vergleich sei auf andere ähnlich angelegte Befragungen im Finanzsektor hingewiesen, die „normalerweise“ Rücklaufquoten von etwa 20 % bis 40 % erzielen. Die Einschaltung einer Zentralbank oder eines Verbandes führte allerdings in der Vergangenheit ebenfalls zu deutlich besseren Werten von über 60 % (vgl. ausführlicher Menkhoff 1995, S. 128 ff.).

Vergleicht man nun – bezogen auf die Verteilung nach Größenklassen – die Struktur des Rücklaufs, wie sie in Spalte (1) der Tab. 1 angegeben ist, mit der Struktur der verschickten Fragebögen (Spalte 2) oder mit der Struktur aller existierenden Sparkassen (Spalte 3), so scheinen die Verteilungen jeweils ähnlich zu sein. Ein Chi-Quadrat-Test kann die Hypothese gleicher Verteilungen nicht annähernd signifikant widerlegen (s. für die Testwerte Tab. 1).

Zusammenfassend kann man deshalb annehmen, daß die Befragung für die Adressaten verständlich und bezogen auf die deutschen Sparkassen repräsentativ ist. Aufgrund der Anonymität ist weiterhin zu vermuten, daß die Angaben in inhaltlich unverzerrter Weise gemacht wurden und somit verlässlich sind.

III. Ergebnisse der schriftlichen Befragung

1. *Institutsgröße und Geldmarktaktivität*

Entsprechend der Ausgangsvermutung dieser Untersuchung ist zu überprüfen, ob die Größe der Institute, gemessen an ihrer Bilanzsumme zum Jahresende 1995, ein sinnvoller Indikator für Geldmarktaktivitäten ist. Um dabei die in allen Instituten üblichen täglichen Gelddispositionen von der hier interessierenden Geldmarktaktivität auszuschließen, lautet die Formulierung für „Geldmarktgeschäfte“ ausdrücklich „Arbitrage- oder Eigenhandelsgeschäfte, ohne tägliche Disposition“. Bei der somit eingegrenzten Geldmarktaktivität wurde zum einen nach deren Häufigkeit und zum anderen nach der Anzahl von Geschäftspartnern bei diesen Tätigkeiten gefragt.

Hinsichtlich der Häufigkeit waren drei Antwortkategorien vorgegeben. Die Auswertung von 86 Fragebögen, auf denen diese Frage beantwortet war, ergibt bezogen auf die Größenklassen das in *Tabelle 2* aufgeführte Ergebnis. Die prozentuale Verteilung der Häufigkeit von Geldmarktaktivitäten je Größenklasse zeigt offenkundige Unterschiede in den Klassen. Eine Rangkorrelation ergibt eine hochsignifikante positive Beziehung zwischen zunehmender Größe des Instituts und Häufigkeit der Geldmarktaktivität, d.h. größere Kreditinstitute sind die aktiveren Geldmarktteilnehmer.

Ähnlich fällt das Ergebnis für den Indikator „Anzahl der Handelspartner“ aus. In diesem Fall waren drei verschiedene Arten von möglichen Handelspartnern vorgegeben. 84 von 86 Antworten geben dabei, wie erwartet, die zum Sparkassenverbund zählenden Landesbanken als Part-

Tabelle 2
Häufigkeit der Geldmarktaktivitäten

| Bilanzsumme in Mrd. DM | seltener als einmal wöchentlich | | ein- bis dreimal wöchentlich | | einmal täglich oder häufiger | | gesamt |
|---------------------------|------------------------------------|-----------|---------------------------------|-----------|---------------------------------|-----------|-----------|
| | relativ | absolut | relativ | absolut | relativ | absolut | |
| bis 0,5 | 82 % | 9 | 9 % | 1 | 9 % | 1 | 11 |
| 0,5 - 1,0 | 40 % | 6 | 27 % | 4 | 33 % | 5 | 15 |
| 1,0 - 1,5 | 31 % | 4 | 31 % | 4 | 39 % | 5 | 13 |
| 1,5 - 2,0 | 33 % | 4 | 33 % | 4 | 33 % | 4 | 12 |
| 2,0 - 3,0 | 28 % | 5 | 28 % | 5 | 44 % | 8 | 18 |
| 3,0 - 4,5 | 38 % | 3 | 38 % | 3 | 25 % | 2 | 8 |
| > 4,5 | 0 % | 0 | 44 % | 4 | 56 % | 5 | 9 |
| gesamt | 36 % | 31 | 29 % | 25 | 35 % | 30 | 86 |

Spearman-Rangkorrelationskoeffizient $r_s = 0,2979$ (Signifikanz 0,005), Korrelation zwischen Größe (Kategorien 1 - 7) und Häufigkeit der Geldmarktaktivitäten (1 - 3)

ner an, während etwa ein Viertel andere Sparkassen sowie die Hälfte „sonstige Marktteilnehmer“ benennen. Faßt man die Antworten hinsichtlich der Anzahl genannter Antwortkategorien zusammen, so zeigt *Tabelle 3* das ausführliche Ergebnis. Die Rangkorrelationsanalyse bestätigt den optischen Eindruck, daß größere Institute mit mehr Partnern Geldmarktgeschäfte tätigen, als statistisch hoch signifikant.

Als Konsequenz dieser Ergebnisse scheint es gerechtfertigt, für die weitere Argumentation die Größe eines Kreditinstituts, gemessen an der Bilanzsumme, als geeigneten Indikator für seine Geldmarktaktivität anzusehen.

2. Nutzung von Rediskontkredit und Wertpapierpensionsgeschäften

Die Bundesbank weist darauf hin, daß der formale Zugang zu Wertpapierpensionsgeschäften den Kreditinstituten weit offensteht. Dies wird in der Befragung insofern bestätigt, als 94 % der Antwortenden (Basis ist $n = 88$) angeben, über ein Dispositionsdepot bei ihrer Landeszentralbank zu verfügen, was die technische Grundbedingung für eine Beteiligung an den Ausschreibungen darstellt. Weiterhin ist bekannt, daß die Mehrzahl der deutschen Kreditinstitute Rediskontgeschäfte zur Beschaffung von Zentralbankgeld nutzt. Im Fall der antwortenden Institute

Tabelle 3
Anzahl der Handelspartner für Geldmarktaktivitäten

| Bilanzsumme in Mrd. DM | nur ein Partner | | zwei Partner | | mehrere Partner | | gesamt |
|---------------------------|-----------------|-----------|--------------|-----------|-----------------|-----------|-----------|
| | relativ | absolut | relativ | absolut | relativ | absolut | |
| bis 0,5 | 64 % | 7 | 27 % | 3 | 9 % | 1 | 11 |
| 0,5 - 1,0 | 79 % | 11 | 21 % | 3 | 0 % | 0 | 14 |
| 1,0 - 1,5 | 39 % | 5 | 39 % | 5 | 23 % | 3 | 13 |
| 1,5 - 2,0 | 42 % | 5 | 33 % | 4 | 25 % | 3 | 12 |
| 2,0 - 3,0 | 53 % | 10 | 42 % | 8 | 5 % | 1 | 19 |
| 3,0 - 4,5 | 25 % | 2 | 13 % | 1 | 63 % | 5 | 8 |
| > 4,5 | 11 % | 1 | 0 % | 0 | 89 % | 8 | 9 |
| gesamt | 48 % | 41 | 28 % | 24 | 24 % | 21 | 86 |

Spearman-Rangkorrelationskoeffizient $r_s = 0,4078$ (Signifikanz 0,000), Korrelation zwischen Größe (Kategorien 1 - 7) und Anzahl der Handelspartner (1 - 3)

trifft dies auf 98 % ($n = 86$) zu. Damit kann man für diese Stichprobe sagen, daß die Beteiligung an Rediskontkrediten oder Wertpapierpensionsgeschäften unabhängig von formalen Hindernissen ist: In dieser Hinsicht stehen beide Instrumente der Untersuchungsgruppe gleichermaßen offen.

Interessanterweise werden sie aber nicht in gleicher Weise genutzt. So ergibt die Frage nach der Intensität der Nutzung von Pensionsgeschäften ein recht differenziertes Bild, das *Tabelle 4* detailliert wiedergibt. Man erkennt, daß die Intensität der Nutzung von Pensionsgeschäften mit der Größe der Kreditinstitute zunimmt. Dabei steigt die Intensität über das gesamte Größenspektrum hinweg, denn von den 27 Instituten bis 1 Mrd. DM Bilanzsumme nutzen allein 3 die Pensionsgeschäfte wenigstens häufig, während von den größten 9 Instituten mit mehr als 4,5 Mrd. DM Bilanzsumme sich immerhin 8 an diesen Geschäften fast immer beteiligen. Ein Rangkorrelationstest bestätigt als signifikant, daß es zwischen den beiden Merkmalen „Größe“ und „Beteiligung“ einen positiven Zusammenhang gibt.

Im nächsten Schritt wird nach der relativen Bedeutung dieser beiden Refinanzierungsquellen gefragt. Aus Bundesbankangaben ist bekannt, daß im Bundesdurchschnitt der letzten Jahre die relativen Anteile beider Refinanzierungsarten etwa zwei Drittel Pensionsgeschäfte zu einem Drittel Rediskontkredite betragen. Bezogen auf die 67 antwortenden Kredit-

Tabelle 4
Nutzung von Rediskont- und Pensionsgeschäften

| Bilanz- summe in Mrd. DM | Nutzung des Rediskont- kredits | Nutzung von Pensionsgeschäften | | | | keine Nutzung | gesamte Stich- probe |
|--------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|--------|---------------|------------------|----------------------------|
| | | gesamt | davon: gelegent- lich | häufig | fast immer | | |
| bis 0,5 | 11 | 4 | 3 | 0 | 1 | 8 | 12 |
| 0,5 - 1,0 | 15 | 10 | 8 | 1 | 1 | 5 | 15 |
| 1,0 - 1,5 | 13 | 10 | 5 | 4 | 1 | 3 | 13 |
| 1,5 - 2,0 | 12 | 10 | 3 | 4 | 3 | 2 | 12 |
| 2,0 - 3,0 | 19 | 17 | 6 | 4 | 7 | 2 | 19 |
| 3,0 - 4,5 | 8 | 7 | 2 | 2 | 3 | 1 | 8 |
| > 4,5 | 8 | 9 | 1 | 0 | 8 | 0 | 9 |
| gesamt | 86 | 67 | 28 | 15 | 24 | 21 | 88 |

Spearman-Rangkorrelationskoeffizient $r_s = 0,5575$ (Signifikanz 0,000), Korrelation zwischen Größe (Kategorien 1 - 7) und Häufigkeit von WP-Pensionsgeschäften (1 - 3)

institute, die beide Refinanzierungsarten nutzen, beträgt der ungewichtete Mittelwert für die Pensionsgeschäfte 55 %, wobei sich für die Größenklassen wieder beträchtliche Unterschiede ergeben (vgl. *Tabelle 5*). Berücksichtigt man das ungleich höhere Gewicht der größeren Institute, das auch die fehlenden Kleinen, die im wesentlichen nur Rediskontgeschäfte betreiben, mehr als überkompensiert, so dürfte der gewichtete Mittelwert der Stichprobe, der mit der Bundesbankstatistik vergleichbar ist, gegen 60 % Anteil für die Pensionsgeschäfte tendieren und damit durchaus typisch für alle Kreditinstitute sein.

Hinsichtlich der Verteilung fällt auf, daß zwar der Anteil der Pensionsgeschäfte über die Größenklassen hinweg statistisch signifikant zunimmt, doch der entscheidende Unterschied bereits zwischen Instituten mit weniger als 1 Mrd. DM Bilanzsumme und den größeren liegt. Was die Streuung anbelangt, liegt der Zusammenhang anders (vgl. *Abbildung 1*). Hier unterscheiden sich eher die großen Kreditinstitute mit mehr als 3 Mrd. DM Bilanzsumme von den kleineren, weil bei ihnen praktisch alle Institute die Pensionsgeschäfte in erheblichem quantitativen Umfang und – wie *Tabelle 4* zeigt – auch häufig nutzen. Diese Ergebnisse kann man – in Übereinstimmung mit den Überlegungen in Abschnitt I.3 –

Tabelle 5
Anteil der Pensionsgeschäfte*

| Bilanzsumme in Mrd. DM | Mittelwert | Spannweite in Prozent- punkten | gültige Angaben <i>n</i> | Anzahl der Institute, die Pensionsgeschäfte betreiben |
|---------------------------|-------------|--------------------------------------|-----------------------------|---|
| bis 0,5 | 10 % | – | 1 | 4 |
| 0,5 - 1,0 | 38 % | 70 | 8 | 10 |
| 1,0 - 1,5 | 52 % | 87 | 10 | 10 |
| 1,5 - 2,0 | 55 % | 87 | 10 | 10 |
| 2,0 - 3,0 | 63 % | 79 | 16 | 17 |
| 3,0 - 4,5 | 61 % | 38 | 6 | 7 |
| > 4,5 | 62 % | 75 | 8 | 9 |
| gesamt | 55 % | 90 | 59 | 67 |

* gemessen als jahresdurchschnittlicher Anteil der Wertpapierpensionsgeschäfte an der Summe aus Wertpapierpensionsgeschäften und Rediskontfinanzierung

Spearman-Rangkorrelationskoeffizient $r_s = 0,2705$ (Signifikanz 0,038), Korrelation zwischen Größe (Kategorien 1 - 7) und Anteil der Wertpapierpensionsgeschäfte

dahingehend zusammenfassen, daß die Nutzung von Pensionsgeschäften bezogen auf Größenklassen in drei Gruppen fällt:

- Institute bis 1 Mrd. DM – und wohl noch ausgeprägter bis 0,5 Mrd. DM Bilanzsumme – nutzen vor allem den Rediskontkredit, wobei eine Nutzen-Kosten-bestimmte Mindestbilanzsumme für Wertpapierpensionsgeschäfte nur für die kleinsten Institute bis grob 200 - 300 Mio. DM relevant sein dürfte.
- Institute zwischen 1 und 3 Mrd. DM Bilanzsumme greifen im Durchschnitt auf beide Refinanzierungsarten gleichermaßen zurück. Die hohe Streuung des Anteils der Pensionsgeschäfte deutet auf weitere Bestimmungsgründe neben der Größe hin.
- Institute mit mehr als 3 Mrd. DM Bilanzsumme nutzen fast durchgängig die Pensionsgeschäfte stärker, wobei Kreditinstitute mit mehr als 4,5 Mrd. DM Bilanzsumme nochmals besonders intensive Nutzer darstellen.

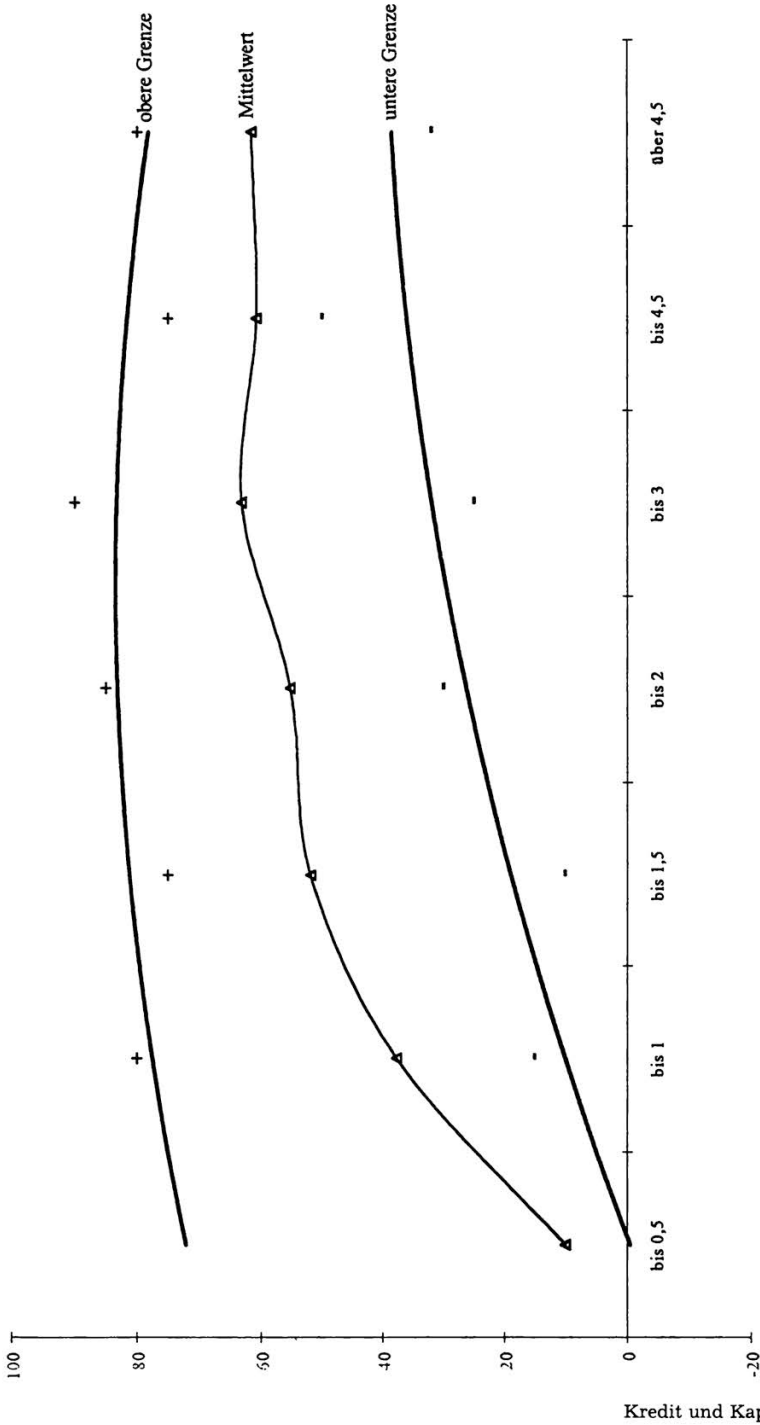


Abbildung 1: Anteil der Pensionsgeschäfte an der Refinanzierung bei der Bundesbank

Mittelwert ist das arithmetische Mittel; obere Grenze ist der jeweils zweithöchste erreichte Wert (Regression ohne kleinste Größenklasse); untere Grenze ist der jeweils zweitniedrigste erreichte Wert (Regression ohne kleinste Größenklasse)

3. Analyse der Wertpapierpensionsgeschäfte

Die Beantwortung der Frage, ob die Kreditinstitute entweder Zins- oder Mengentender als Verfahren bevorzugen, führt – entgegen den theoretischen Überlegungen im Abschnitt I.2 – zu keiner erkennbaren Präferenz. Diese weitgehende Indifferenz gilt zudem ganz grob unabhängig von der Größenklasse, wie *Tabelle 6* zeigt. Was erklärt diese Differenz zwischen dem generellen Bieterverhalten einer impliziten Präferenz für Mengentender und der geäußerten Indifferenz?

Tabelle 6
Bevorzugtes Auktionsverfahren bei Pensionsgeschäften

| Bilanzsumme in Mrd. DM | Mengentender | | Zinstender | | spielt keine Rolle | | gesamt |
|---------------------------|--------------|---------|------------|---------|--------------------|---------|--------|
| | relativ | absolut | relativ | absolut | relativ | absolut | |
| bis 0,5 | 50 % | 2 | 0 % | 0 | 50 % | 2 | 4 |
| 0,5 - 1,0 | 0 % | 0 | 20 % | 2 | 80 % | 8 | 10 |
| 1,0 - 1,5 | 11 % | 1 | 11 % | 1 | 78 % | 7 | 9 |
| 1,5 - 2,0 | 10 % | 1 | 10 % | 1 | 80 % | 8 | 10 |
| 2,0 - 3,0 | 18 % | 3 | 6 % | 1 | 76 % | 13 | 17 |
| 3,0 - 4,5 | 14 % | 1 | 14 % | 1 | 71 % | 5 | 7 |
| > 4,5 | 11 % | 1 | 33 % | 3 | 56 % | 5 | 7 |
| gesamt | 14 % | 9 | 14 % | 9 | 73 % | 48 | 66 |

- Erstens könnte es sich um eine Verzerrung der Stichprobe handeln, weil bspw. die weniger erfaßten sehr kleinen und sehr großen Institute außerhalb des Sparkassensektors sich abweichend verhalten. Dies läßt sich überprüfen, indem man die Beteiligung der Stichprobe an neun einzelnen Pensionsgeschäften in den Jahren 1995/96 mit der jeweiligen Beteiligung aller Kreditinstitute (nicht nur der Sparkassen) vergleicht. Gemessen an der Mengentenderpräferenz aller Institute müßte die Indifferenz der Stichprobe in einem entsprechend abweichenden Beteiligungsverhalten zum Ausdruck kommen – tatsächlich jedoch zeigt der Chi-Quadrat-Test eine fast perfekte Übereinstimmung zwischen Stichprobe und Gesamtheit (vgl. dazu *Tabelle 7*).
- Zweitens könnte es ein Hinweis auf die hohe Bedeutung von Arbitrage- gegenüber Eigenbedarfsgeschäften sein. In diesem Sinne hätte jedes Auktionsverfahren seine Vor- und Nachteile. Während dies für

den Durchschnitt aller Institute plausibel sein mag, erklärt es aber nicht, warum sehr kleine Institute, die nach eigenen Angaben praktisch keine Geldmarktaktivitäten und damit vermutlich kaum Arbitragegeschäfte abwickeln, keine Präferenz für den Mengentender äußern.

- Drittens mag die meist geäußerte Indifferenz ein Resultat des Fragebogen-Kontextes von Refinanzierungsarten sein. So gesehen bedeuten die Antworten, daß die Frage auf die grundsätzliche Beteiligung an Pensionsgeschäften bezogen wird. Ob sich also ein Kreditinstitut überhaupt an diesen Geschäften beteiligt, hat erst einmal wenig mit dem jeweiligen Auktionsverfahren zu tun.

Die vorgebrachte Evidenz zu diesen Erklärungsansätzen spricht am ehesten für die Relevanz des dritten Ansatzes.

Mit Hilfe des in Tabelle 7 dokumentierten Datensatzes lassen sich ferner einige allgemeine Angaben der antwortenden Kreditinstitute hinsichtlich ihres Verhaltens konkret bestätigen: Die durchschnittliche Beteiligung steigt mit der Größenklasse tendenziell an und die Beteiligung bei Mengentendern ist fast durchweg höher als bei Zinstendern.

Schließlich soll geklärt werden, ob die schwankende Beteiligung an Wertpapierpensionsgeschäften möglicherweise auf das besonders reagible Verhalten mittelgroßer Kreditinstitute zurückzuführen ist, wie es die bisherigen Informationen erwarten lassen. Deshalb wird für jede Größenklasse die Beteiligung an neun erfaßten Geschäften, die jeweils extreme Beteiligungswerte aufweisen, mit der Beteiligung aller Institute verglichen und anhand des Rangkorrelationskoeffizienten quantifiziert.⁶ Mit Ausnahme der Kreditinstitute bis 0,5 Mrd. DM Bilanzsumme zeigt sich für alle anderen Größenklassen ein enger und auf dem 95%-Niveau signifikanter Zusammenhang ihrer Beteiligung mit der allgemeinen Beteiligung (s. Tab. 7). Der Variationskoeffizient deutet allerdings an, daß es beträchtliche Unterschiede im Beteiligungsverhalten gibt: Es könnte sein, worauf schon die Ergebnisse im letzten Abschnitt (III.2) hindeuteten, daß sich ganz kleine Kreditinstitute (bis 0,5 Mrd. DM Bilanzsumme) generell wenig beteiligen und die ganz großen (über 4,5 Mrd. DM Bilanzsumme) fast immer, so daß es die übrigen, mittelgroßen Institute sind, die bspw. auf eine mehr oder minder attraktive Ausschreibung mit sehr variabler Beteiligung reagieren.

⁶ Die Auswahl stellt, abgesehen von einer Beschränkung auf den Zeitraum 1. 1995 - 1. 1996 und letztendlicher Zufälligkeit, auf extreme Beteiligungen ab: Die beiden Mengentender weisen die jeweils höchste und niedrigste Beteiligung auf. Gleiches gilt für die beiden extremen Zinstender, während die übrigen Zinstender „normalere“ Fälle darstellen.

Tabelle 7: Beteiligung an einzelnen Wertpapier-Pensionsgeschäften

| Termin | Gesamt- beteiligung | Beteiligung in der Stichprobe | davon nach Größenklassen: | | | | | | |
|--------------------------------------|------------------------|-------------------------------------|---------------------------------|------------|--------------|------------|------------|--------------|---------------|
| | (1) | (2) | (2a) | (2b) | (2c) | (2d) | (2e) | (2f) | (2g) |
| | | | bis 0,5 Mrd. | bis 1 Mrd. | bis 1,5 Mrd. | bis 2 Mrd. | bis 3 Mrd. | bis 4,5 Mrd. | über 4,5 Mrd. |
| a) Mengentender: | | | | | | | | | |
| 11.01.95 | 905 | 47 | 2 | 3 | 5 | 7 | 14 | 7 | 9 |
| 03.01.96 | 522 | 29 | 2 | 1 | 2 | 7 | 6 | 3 | 8 |
| b) Zinstender: | | | | | | | | | |
| 12.04.95 | 754 | 39 | 1 | 3 | 3 | 6 | 14 | 3 | 9 |
| 20.04.95 | 728 | 37 | 1 | 4 | 3 | 6 | 9 | 6 | 8 |
| 09.08.95 | 393 | 23 | 1 | 1 | 1 | 5 | 7 | 3 | 5 |
| 15.11.95 | 328 | 14 | 1 | 1 | 0 | 2 | 3 | 2 | 5 |
| 29.11.95 | 364 | 15 | 1 | 1 | 2 | 2 | 3 | 2 | 4 |
| 10.01.96 | 473 | 30 | 1 | 2 | 2 | 8 | 6 | 3 | 8 |
| 17.01.96 | 406 | 23 | 1 | 2 | 1 | 6 | 4 | 3 | 6 |
| $n =$ | | 66 | 4 | 9 | 10 | 10 | 17 | 7 | 9 |
| \emptyset -Beteiligung in % | | 43,3 | 30,6 | 22,2 | 21,1 | 54,4 | 43,1 | 50,8 | 76,6 |
| \emptyset -Beteiligung a) zu b) | 1,45 | 1,47 | 2,00 | 1,00 | 2,04 | 1,40 | 1,52 | 1,59 | 1,32 |
| r^* | | 0,9791 | 0,5175 | 0,7906 | 0,8892 | 0,7011 | 0,8861 | 0,8532 | 0,9490 |
| Signifikanz | | 0,000 | 0,154 | 0,011 | 0,001 | 0,035 | 0,001 | 0,003 | 0,000 |
| Variations- koeffizient** | 0,38 | 0,39 | 0,36 | 0,56 | 0,69 | 0,39 | 0,58 | 0,49 | 0,28 |

* Berechnet wurde jeweils der Rangkorrelationskoeffizient zu Spalte (1).

** Bezogen auf die neun aufgeführten Pensionsgeschäfte.

4. *Ergebnisse der Befragung*

Die Befragung hat wesentliche Vermutungen, die sich aufgrund theoretischer Vorüberlegungen und verschiedener Interviews ergaben, bestätigt.

- Die Größe von Kreditinstituten, wie sie die Bilanzsumme erfaßt, ist eng mit der Geldmarktaktivität, gemessen an der Häufigkeit solcher Geschäfte und der Anzahl an Handelspartnern, korreliert.
- Selbst wenn Rediskontkredit und Offenmarktpolitik technisch genutzt werden können, gibt es eine relevante Gruppe an Kreditinstituten, die an den Offenmarktausschreibungen nicht teilnimmt, obwohl sie die Voraussetzungen dazu erfüllt.
- Sowohl die Intensität der Beteiligung an Ausschreibungen als auch der quantitative Anteil der Offenmarktgeschäfte gegenüber der Rediskontnutzung steigt deutlich erkennbar mit der Größe. Kreditinstitute unter 1 Mrd. DM Bilanzsumme beteiligen sich bestenfalls gelegentlich an den Ausschreibungen, Institute mit mehr als 4,5 Mrd. DM Bilanzsumme dagegen fast immer.

IV. Ableitung wirtschaftspolitischer Empfehlungen

Die Ergebnisse der Befragung zeigen recht klar, daß die Nutzung von Rediskont und Offenmarktgeschäft mit der Institutsgröße in der erwarteten Weise zusammenhängt. Dies stellt erst einmal – im Unterschied zu bisherigen Vermutungen – eine systematisch fundierte Information dar. Für sich genommen lassen sich daraus allerdings wirtschaftspolitische Schlüsse noch nicht zwingend ableiten. Die kleineren Kreditinstitute bzw. deren Verbände fordern zwar einen unmittelbaren Zugang zum Zentralbankgeld für alle Kreditinstitute, unabhängig von ihrer Größe, und deshalb insbesondere den Erhalt des Rediskontkredits. So verständlich dies aus ihrer Sicht scheinen mag, gibt es aber auch eine plausible Gegenargumentation.

Zugespitzt lautet sie, daß über die Größe eines Kreditinstituts auf Märkten entschieden wird und die Geldpolitik darauf keine Rücksicht nehmen sollte. Falls eine unzureichende Größe zu funktionalen Beschränkungen führt, so stehen diesen Instituten verschiedene Optionen offen: solche Leistungen an Verbundorganisationen zu delegieren oder sie am freien Markt einzukaufen. In dieser Perspektive stellt die Beteiligung an Offenmarktgeschäften einen Sonderfall allgemeinerer Fähigkeiten in Geldmarktge-

schäften dar: Hinreichend wettbewerbliche Geldmärkte übernehmen die Verteilung des Zentralbankgeldes, soweit sich Kreditinstitute nicht direkt an den Zentralbankausschreibungen beteiligen.⁷

Welche Argumente sprechen möglicherweise gegen den Durchsetzungsanspruch solch eines Vertrauens auf die Marktlösung bei alleiniger Offenmarktpolitik?

- Manche befürworten als zusätzliches Instrument die – für kleinere Kreditinstitute unproblematische – Rediskontpolitik aus *gesamtwirtschaftlichen Erwägungen*. Im einzelnen wird insbesondere der realwirtschaftliche Bezug und der verstetigende, signalisierende Charakter des Diskontsatzes vorgebracht (vgl. den Überblick bei Hesse und Braasch 1996, Befragung in LZB-BNS 1996; kritisch dazu bspw. Jarchow 1995). Allerdings ließen sich diese Elemente weitgehend mit der bisherigen Form von Wertpapierpensionsgeschäften verbinden.
- Eine andere Argumentation erkennt einen *Eigenwert im „Direktvertrieb“ des Gutes Zentralbankgeld* durch die Zentralbank (so Jochimsen 1994). Dies mag aufgrund der dadurch möglicherweise zu gewinnenden Einsichten in die Liquiditätssituation der Institute, vielleicht auch aus Eigeninteresse der Zentralbank, verständlich sein.
- Ein dritter Ansatz ist im Kern *ordnungspolitisch*. Danach sollte der Staat die Rahmenbedingungen, hier die Teilnahmebedingungen an Offenmarktgeschäften, nicht nur formal, sondern auch materiell für alle Beteiligten gleichartig gestalten (vgl. zu dieser Unterscheidung bspw. Zeitler 1996). Dabei ergibt sich immer noch das Problem der Operationalisierung: Reicht es, daß wenigstens zwei Kreditinstitute an den Ausschreibungen teilnehmen, müssen es mehr als zwanzig sein oder nahezu alle?⁸ Um Willkürlichkeiten einzelner Zahlenwerte auszuweichen, kann man konsequenterweise nur für eine möglichst breite Beteiligung plädieren.
- Viertens gibt es ein normatives Argument, das für eine breite Beteiligung spricht und das staatliches Engagement über die Sicherstellung formaler Gleichbehandlung hinaus rechtfertigt. Die deutsche Staatsauffassung kennt das – in Europa in seinen Konsequenzen strittige, aber in den Maastrichter Vertrag aufgenommene – explizite Ziel des

⁷ Sinngemäß findet sich diese Argumentation, wenngleich in anderem Zusammenhang, bspw. bei Neumann (1995, S. 141).

⁸ Die Anzahl von zwanzig Instituten ist nicht völlig beliebig gewählt. Sie entspricht grob der Größenordnung von Zwischenhändlerinstituten in Großbritannien, Frankreich oder bei einem deutschen Eintagestender.

Föderalismus bzw. der *Subsidiarität*. Wenn dies gehaltvoll sein soll, dann kann man nicht ignorieren, wenn durch staatliches Handeln die meisten kleinen Kreditinstitute faktisch „ausgesperrt“ werden, obwohl es – bei Wahrung geldpolitischer Steuerungseffizienz – vermeidbar wäre (Menkhoff 1997).⁹

Es ist zu bedenken, daß diese Argumente nicht unbedingt die Bevorzugung kleiner Kreditinstitute nahelegen, obwohl die Deutsche Bundesbank so etwas implizit in der Vergangenheit durchaus getan hat (bspw. bei der Staffelung von Mindestreservesätzen nach der Bedeutung von Standorten oder in Form der unterproportional steigenden Berücksichtigung von Eigenkapital bei der Bemessung von Rediskontkontingenten). Mir scheint vollkommen ausreichend, daß die Wettbewerbsbedingungen kleine Kreditinstitute nicht benachteiligen, sondern ihnen denselben faktischen Zugang zum Zentralbankgeld öffnen wie größeren Instituten (so auch Krupp 1996). Vorschläge, wie dies geschehen könnte, vergleicht Menkhoff (1997).

Entsprechend der Argumentation im ersten Abschnitt kommt es dabei auf ein Arrangement an, das die Informations- und institutionellen Unterschiede zwischen den Instituten wirkungslos werden läßt. Ziemlich radikal erfüllen dieses Kriterium administrative Verteilungsverfahren, wie der deutsche Rediskontkredit, die allerdings wegen ihrer nicht-marktlichen Bestandteile – Kontingente und Preissubvention – stark kritisiert werden (bspw. Issing 1988) und in Europa nicht mehrheitsfähig sind (Enoch und Quintyn 1996, Issing 1996). Von daher hat es unter dem Oberbegriff der „Standing Facilities“ Reformvorschläge gegeben, die teilweise recht weit vom herkömmlichen Rediskontkredit abweichen und schon als Varianten der Offenmarktpolitik verstanden werden können:¹⁰

- Insbesondere könnte eine zweite Fazilität, neben den „normalen“ Pensionsgeschäften, auf der Basis des Durchschnittspreises dem beschränkten Informationsstand der kleinen Kreditinstitute im Geldmarktgeschäft entgegenkommen, ohne ihnen deshalb einen exklusiven Vorteil zu verschaffen.¹¹

⁹ Hier wird also nicht für einen Vorrang der Subsidiarität vor der Steuerungseffizienz plädiert (auf die Möglichkeit der umgekehrten Präferenz weist Siebke 1997, S. 86, hin).

¹⁰ Von der Sache her ist der Begriff der „Standing Facilities“ bei einer geldpolitischen Kontrolle der Geldmengenänderung eigentlich nur für marginale Fazilitäten zutreffend. Da aber auch der Rediskontkredit so rubriziert wird, kann man entsprechende Modifikationen unter diese Begrifflichkeit fassen.

¹¹ Als Argument für einen einheitlichen Preis unabhängig vom eigenen Gebot hatte schon Milton Friedman Ende der 50er Jahre neben geringeren Anreizen zur

- Unter den derzeit praktizierten Versteigerungsverfahren kommen Mengentender den Möglichkeiten kleinerer Kreditinstitute besser als Zinstender entgegen, haben aber den Nachteil, für die Zentralbank weniger informativ zu sein (vgl. *Hesse* und *Braasch* 1996; im *EMI*-Bericht, 1997, wird eine Präferenz für Zinstender geäußert).
- Eine Versteigerung im holländischen – gegenüber dem amerikanischen – Verfahren beim Zinstender könnte für besonders risikoaverse Kreditinstitute das Risiko zu geringer Zuteilungen verkleinern, indem sie tendenziell zu hohe Zinsen bieten.
- Schließlich würde eine längere Laufzeit der Fazilitäten das jeweilige Volumen für einzelne Institute erhöhen, was indirekt den Größennachteil reduziert, bspw. weil es aufgrund gleicher Fixkosten implizit die Eintrittsschwelle senkt (im Papier des *EMI*, 1997, ist eine „zweite“ Fazilität mit längerer Laufzeit vorgesehen; die *Deutsche Bundesbank*, 1997, S. 11, erwähnt in diesem Zusammenhang ausdrücklich die Vorteile für kleine Kreditinstitute).

Die Abgabe an kleine Abnehmer zu einem Durchschnittspreis kann sich zudem auf ein ähnliches Vorgehen in den USA berufen (vgl. *Nautz* 1995, S. 639). Eine Fazilität mit längerer als der heute üblichen zweiwöchigen Laufzeit würde die Konstanz der „bisherigen Refinanzierungspraktiken“ in Deutschland ein wenig mehr sichern (*Issing* 1996a) und käme den Vorstellungen der Bundesbank aus anderen volkswirtschaftlichen Erwägungen offensichtlich entgegen (*Issing* 1996). Schließlich würden Modifikationen in der obigen Richtung dazu beitragen, der wettbewerblich schwächeren Stellung kleinerer Kreditinstitute, die durch die Einführung der Europäischen Währungsunion tendenziell zu erwarten ist und die in einer „Zwei-Klassen-Gesellschaft“ (*Remsperger* 1994) mit erheblicher negativer Signalwirkung enden könnte, entgegenzuwirken.

V. Fazit

Die Untersuchung hat gezeigt, daß eine wettbewerbspolitische Zweiteilung geldpolitischer Instrumente in neutrale Offenmarktpolitik und verzerrende Diskontpolitik nicht haltbar ist. Auch die Offenmarktgeschäfte werden im Regelfall unter Marktzinsebene abgewickelt und die Gebote der Kreditinstitute bei diesen attraktiven Offerten werden durch ihre Geschäftsstruktur beeinflusst.

Absprache auf den Anreiz zu erhöhter Beteiligung hingewiesen (s. *Simon* 1994, S. 754).

Daneben hält die derzeitige Form der Offenmarktgeschäfte in Deutschland die meisten Kreditinstitute zwar nicht formal, aber faktisch von Geboten bei den Ausschreibungen ab. Für die sehr kleinen Institute kann dies auf reine Transaktionskosten zurückgeführt werden, doch für das Mittelfeld der Bieter spielen hierbei vermutlich Risikoerwägungen die bedeutendere Rolle. Die Preis- und Mengenrisiken aus ex ante unsicheren Zuteilungen können von solchen Instituten leichter aufgefangen werden, die über einen aktiven Geldhandel verfügen und damit im allgemeinen zugleich größere Kreditinstitute sind.

Damit diskriminiert die Praxis der Ausschreibungen, entgegen idealtypischen Vorstellungen, systematisch hinsichtlich der Institutsgröße. Plausible Überlegungen lassen befürchten, daß sich dieser Nachteil kleinerer Wettbewerber im Zuge der EWU verschärfen wird. Maßnahmen zur Beibehaltung der derzeitigen Wettbewerbslage in Deutschland könnten darauf abzielen, sozusagen als Ersatz der heutigen Rediskontkredite, neben „normalen“ Offenmarktgeschäften eine zweite Fazilität zu schaffen, die neben der beschlossenen längeren Laufzeit auch durch eine reduzierte Zinsunsicherheit für kleinere Kreditinstitute attraktiv ist.

Literatur

Deutsche Bundesbank (1997): Geldpolitische Strategie und Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken, in: Deutsche Bundesbank, Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, Nr. 4, Februar. – *European Monetary Institute (EMI)* (1997): The Single Monetary Policy in Stage Three, Specification of the Operational Framework, January. – *Enoch, Charles und Quintyn, Marc* (1996): European Monetary Union: Operating Monetary Policy, in: Finance & Development, Vol. 33, No. 3, S. 28 - 31. – *Hesse, Helmut und Braasch, Bernd* (1996): „Standing facilities“ – als geldpolitisches Instrument einer europäischen Notenbank verzichtbar?, in: *Bofinger, Peter und Ketterer, Karl-Heinz* (Hrsg.), Neuere Entwicklungen in der Geldtheorie und Geldpolitik, Festschrift für Norbert Kloten, Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck), S. 275 - 293. – *Issing, Otmar* (1988): Das geldpolitische Instrumentarium unter dem Aspekt der Wettbewerbsneutralität, in: *Ehrlicher, Werner und Simmert, Diethart B.* (Hrsg.), Wandlungen des geldpolitischen Instrumentariums der Deutschen Bundesbank, Beihefte zu Kredit und Kapital, H. 10, Berlin: Duncker & Humblot, S. 219 - 240. – *Issing, Otmar* (1996): Bedingungen für stabiles Geld in Deutschland und Europa, in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 6, 31.1.1996, S. 16 - 22. – *Issing, Otmar* (1996a): Aktuelle Fragen der Geld- und Währungspolitik, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 66, 21.10.1996, S. 3 - 7. – *Jarchow, Hans-Joachim* (1995): Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: Aussenwirtschaft, 50. Jg., H. 3, S. 423 - 442. – *Jochimsen, Reimut* (1994): Ausführungen anlässlich der Veranstaltung des Freundeskreises der Geldhändler in Nordrhein-Westfalen, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus

Presseartikeln, Nr. 16, 8.3.1994. – Krupp, Hans-Jürgen (1996): Zur Entwicklung geldpolitischer Instrumente im Europäischen Währungssystem unter Berücksichtigung der kleineren Geschäftsbanken, in: *Deutsche Bundesbank*, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 33, 24.5.1996, S. 8 - 12. – LZB-BNS (*Landeszentralbank in der Freien Hansestadt Bremen, Niedersachsen und Sachsen-Anhalt*) (1996): Volatilität von Wechselkursen und Zinsen, Sonderdruck aus dem Jahresbericht 1995, S. 1 - 36. – Menkhoff, Lukas (1995): Spekulative Verhaltensweisen auf Devisenmärkten, Tübingen: J. C. B. Mohr (Paul Siebeck). – Menkhoff, Lukas (1997): Monetary Policy Instruments for European Monetary Union, Berlin et al.: Springer, überarbeitete und erweiterte Fassung von: Geldpolitische Instrumente der Europäischen Zentralbank, Eine Analyse unter den Aspekten der Effizienz, Wettbewerbsneutralität und Dezentralität; Wissenschaft für die Praxis, Abt. Forschung: Band 5, Stuttgart: Deutscher Sparkassenverlag, 2. Aufl., 1996. – Menkhoff, Lukas (1997a): Competitive Neutrality of Monetary Policy Instruments for EMU, in: *Welfens*, Paul J. J. (Hrsg.), *European Monetary Union: Transition, International Impacts, and Policy Options*, Berlin et al.: Springer, S. 235 - 263. – Nautz, Dieter (1995): Zur Feinsteuerung des Geldmarktes durch die Wertpapierpensionsgeschäfte der Bundesbank, in: *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, Vol. 115, H. 4, S. 623 - 644. – Neumann, Manfred J. M. (1995): What Do We Know About How Monetary Policy Affects the Economy (A Conference Panel Discussion), in: *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Vol. 77, No. 3, S. 138 - 142. – Remsperger, Hermann (1994): Geldmarktpolitik aus Bankensicht, in: *Die Bank*, H. 5, S. 260 - 265. – Seja, J. (1983): Geldpolitische Feinsteuerung wirkt selektiv, in: *Sparkasse*, 100. Jg., S. 83 - 87. – Siebke, Jürgen (1997): Zum geldpolitischen Instrumentarium der Europäischen Zentralbank, in: *Duwendag*, Dieter (Hrsg.), *Szenarien der Europäischen Währungsunion und der Bankenregulierung*, Schriften des Vereins für Socialpolitik, N.F. Bd. 248, Berlin: Duncker & Humblot, S. 71 - 91. – Simon, David P. (1994): The Treasury's Experiment with Single-Price Auctions in the Mid-1970s: Winner's or Taxpayer's Curse?, in: *Review of Economics and Statistics*, Vol. 76, No. 4, S. 754 - 760. – Treutler, Hans-Jürgen (1983): Geldpolitische Feinsteuerung wirkt nicht selektiv, in: *Sparkasse*, 100. Jg., S. 209 - 210. – Zeidler, Franz-Christoph (1996): Geldpolitische Instrumente: Auswirkungen auf das Bankensystem und die Wirtschaftsstruktur, in: *Landeszentralbank im Freistaat Bayern, Fakten und Hintergründe zu Wirtschaft und Währung*, Nr. 3, Dezember.

Zusammenfassung

Kreditinstitutsgröße, Offenmarktpolitik und Wettbewerbsneutralität: Ergebnisse einer schriftlichen Befragung

Offenmarktpolitik gilt, gerade im Kontrast zur Diskontpolitik, als ein wettbewerbsneutrales Instrument, was aber nur eingeschränkt zutrifft. Die Befragung deutscher Kreditinstitute zeigt, daß die Nutzung der Offenmarktpolitik nicht zufällig streut, sondern systematisch mit der Institutsgröße zusammenhängt. Kleinere Institute sind zwar nicht formal, aber faktisch bei diesem Instrument im Nachteil, was für hoheitliches Handeln, wie hier die Zentralbankgeldversorgung,

ein Problem darstellt. Die Wettbewerbsverzerrung hat ferner, wie überschlägige Rechnungen zeigen, eine wirtschaftlich relevante Dimension und könnte durch die EWU zunehmen. Deshalb werden wettbewerbspolitisch neutralere Formen der Zentralbankgeldversorgung angesprochen. (JEL E 52)

Summary

The Size of Credit Institutions, Open-Market Policies and Fair Competition: The Result of a Mailed Questionnaire

Open-market policies – as distinct especially from discount policies – are deemed to represent an instrument leaving level playing field conditions intact, although this is only true subject to certain limitations. The opinion poll of German credit institutions at the base of this contribution shows that the dispersion occasioned by open-market policies is no matter of coincidence, but systematically associated with the size of credit institutions. Where this instrument is applied, small institutions are – though not formally, but factually – at a disadvantage, which represents a problem in sovereign actions such as decisions on central-bank money supply. As summary calculations show, distortions of competition have an economically relevant dimension and such distortions may increase in weight in the wake of European Monetary Union. For this reason, forms of central-bank money supply are addressed that are less distorting in terms of competition policy.

Résumé

Taille des établissements bancaires, politique d'open-market et neutralité de la concurrence: résultats d'une enquête écrite

La politique d'open-market est considérée, en contraste avec la politique d'escompte, comme un instrument neutre quant à la concurrence, ce qui n'est qu'en partie vrai. L'enquête auprès d'établissements bancaires allemands montre que la politique d'open-market n'a pas une diffusion stochastique de ses effets, mais que celle-ci dépend systématiquement de la taille des établissements. Les établissements bancaires de moindre taille sont désavantagés par cet instrument – certes, non de manière formelle, mais réelle, ce qui remet en cause la neutralité de la Banque centrale lors de l'émission de monnaie de base. Comme le montrent des calculs approximatifs, la distorsion concurrentielle a en outre une dimension économique, qui pourrait prendre plus d'importance dans le cadre de l'UEM. C'est pourquoi, cet article évoque des formes plus neutres d'approvisionnement monétaire de la part de la Banque centrale.