

## Berichte

### **Das geldpolitische Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken – Eine Analyse des EWI-Vorschlages –**

Von Horst Feldmann, Tübingen

#### **I. Einführung**

Eine einheitliche Währung erfordert eine einheitliche Geldpolitik. Mit Beginn der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion (EWU) muß Zentralbankgeld in sämtlichen Teilnehmerländern mit Hilfe eines weitgehend einheitlichen Instrumentariums und zu den gleichen Konditionen bereitgestellt werden. Würden in den verschiedenen Ländern unterschiedliche Instrumente und Konditionen angewendet, so brächte dies nicht nur Wettbewerbsverzerrungen mit sich, vor allem könnte die Effizienz der Geldpolitik beeinträchtigt werden, weil die Geschäftsbanken versuchten, das Regulierungs- und Konditionengefälle in ihrem Sinne auszunutzen.

Vor dem Hintergrund der fortschreitenden Integration der Geld- und Kapitalmärkte konnte in den vergangenen Jahren in der Europäischen Union bereits eine Tendenz zur Angleichung der geldpolitischen Instrumente und Verfahren beobachtet werden (*Schlüter*, 1996, S. 103). So sind in fast allen Ländern Offenmarktgeschäfte zum wichtigsten Instrument geworden. Außerdem haben einige Länder ihre Mindestreservesätze gesenkt, wodurch sich die Sätze in der Union angeglichen haben.

Gleichwohl sind deutliche Unterschiede verblieben, vor allem aufgrund unterschiedlicher geldpolitischer Traditionen und Konzeptionen sowie unterschiedlicher Finanzsysteme und Finanzierungsgewohnheiten (EWI 1995, S. 26 f.; *Menkhoff*, 1995, S. 28 ff.). Die geldpolitischen Instrumente sind bislang nicht identisch ausgestaltet; auch werden gleiche Instrumente nicht immer identisch gehandhabt. Für die EWU muß daher ein einheitliches und zweckmäßiges Instrumentarium entwickelt werden. Auch sind die für einen gleichmäßigen Einsatz der Instrumente erforder-

lichen rechtlichen, organisatorischen und technischen Rahmenbedingungen zu schaffen.

Das Maastrichter Vertragswerk enthält keine spezifischen Regelungen zum geldpolitischen Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB). Im zum Maastrichter Vertrag gehörigen Protokoll über die Satzung des ESZB heißt es diesbezüglich lediglich, daß das ESZB offenkundigpolitische, kreditpolitische und sonstige Geschäfte tätigen sowie die Haltung von Mindestreserven vorschreiben kann (Art. 18 bis 20).

Zugleich hat der Maastrichter Vertrag dem zu Beginn der zweiten Stufe geschaffenen Europäischen Währungsinstitut (EWI) die Aufgabe übertragen, „die Instrumente und Verfahren zu entwickeln, die zur Durchführung einer einheitlichen Geld- und Währungspolitik in der dritten Stufe erforderlich sind“ (Art. 109f., Abs. 3). Weiter heißt es dort: „Das EWI legt bis zum 31. Dezember 1996 in regulatorischer, organisatorischer und logistischer Hinsicht den Rahmen fest, den das ESZB zur Erfüllung seiner Aufgaben in der dritten Stufe benötigt“ (ebd.). Außerdem ist das EWI nach Art. 7 seiner Satzung verpflichtet, jährlich einen Bericht über die Anpassung der geldpolitischen Instrumente und die Vorbereitung der für die Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik erforderlichen Verfahren vorzulegen.

Diesen Vorschriften entsprechend hat das EWI im Januar 1997 einen Bericht über seine diesbezüglichen Vorbereitungsarbeiten veröffentlicht (EWI 1997a). Er enthält

- einen Vorschlag für das geldpolitische Instrumentarium des ESZB,
- Überlegungen zu möglichen geldpolitischen Strategien des ESZB<sup>1</sup>,
- Informationen über den Stand der technischen, organisatorischen und regulatorischen Vorbereitungen der dritten Stufe, insbesondere über den Aufbau des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrssystems TARGET, die Reform der Wertpapierabwicklungssysteme sowie Vorschläge für notwendige Rechtsverordnungen.

In einem weiteren Bericht, publiziert im September 1997, hat das EWI seinen Vorschlag für das geldpolitische Instrumentarium präzisiert (EWI 1997b).

Anzumerken ist, daß die Europäische Zentralbank (EZB) an die Vorstellungen des EWI nicht gebunden ist. Im EWI arbeiten alle EU-Länder mit, unabhängig davon, ob sie der EWU angehören werden oder nicht.

---

<sup>1</sup> Im Februar 1997 hat das EWI einen weiteren Bericht mit Überlegungen zu möglichen geldpolitischen Strategien des ESZB vorgelegt (European Monetary Institute, 1997).

Die endgültige Entscheidung über Instrumentarium und Strategie liegt hingegen allein bei den tatsächlich teilnehmenden Ländern, die auch die Folgen einer gemeinsamen Geldpolitik zu verantworten und zu tragen haben (Siebke, 1997, S. 72). Freilich erfordert insbesondere die Entwicklung eines einheitlichen geldpolitischen Instrumentariums solch umfangreiche Vorarbeiten, daß der Europäische Zentralbankrat nach seiner Konstituierung im Frühjahr 1998 wohl die vom EWI entwickelten Instrumente übernehmen wird, damit von Anfang 1999 an eine einheitliche Geldpolitik betrieben werden kann.

Daher soll das vom EWI vorgeschlagene geldpolitische Instrumentarium im folgenden näher betrachtet werden. Dabei wird zum einen herausgearbeitet, inwiefern sich dieses Instrumentarium von dem heute in Deutschland verwendeten unterscheidet. Zum anderen werden die vorgeschlagenen Instrumente anhand dreier Kriterien beurteilt:<sup>2</sup>

- Geldpolitische Effizienz: Die Instrumente sollen das ESZB in die Lage versetzen, seine geldpolitischen Ziele – vor allem sein vorrangiges Ziel der Preisniveaustabilität (Art. 105, Abs. 1 EG-Vertrag) – möglichst wirksam zu erreichen. Zugleich sollen sie einfach, transparent und wirtschaftlich sein.
- Ordnungspolitische Konformität: Die geldpolitischen Instrumente sollen marktwirtschaftlichen Prinzipien entsprechen. Dies ergibt sich auch aus dem Maastrichter Vertrag; danach soll die Geldpolitik „im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb“ durchgeführt werden (Art. 105, Abs. 1). Das Kriterium der ordnungspolitischen Konformität impliziert, daß von der Geldpolitik keine wettbewerbsverzerrenden Wirkungen ausgehen sollten. Alle Kreditinstitute sollten gleich behandelt werden.
- Dezentralität der Anwendung: Im Sinne des Subsidiaritätsprinzips (Art. 3b EG-Vertrag) sollte die EZB die Umsetzung der zentral zu treffenden geldpolitischen Entscheidungen den nationalen Zentralbanken (NZBen) überlassen, „soweit dies möglich und sachgerecht erscheint“ (Art. 12.1. der ESZB-Satzung). Auf diese Weise können die operationalen Erfahrungen und die Infrastruktur der NZBen genutzt werden.

Zum Abschluß des vorliegenden Aufsatzes wird aufgezeigt, welche Fragen nach der Vorlage des EWI-Vorschlags noch geklärt werden müssen und welche geldpolitischen Risiken mit der EWU verbunden sind.

---

<sup>2</sup> Die hier verwendeten Kriterien decken sich weitgehend mit denjenigen, die das EWI selbst bei der Erarbeitung seines Vorschlags zugrunde gelegt hat. Vgl. EWI (1997 a), S. 15.

## II. Offenmarktgeschäfte

### 1. Der Vorschlag des EWI und die heutige Praxis der Bundesbank

Im Zentrum des geldpolitischen Instrumentariums des ESZB werden nach den Vorstellungen des EWI Offenmarktgeschäfte stehen. Solche Geschäfte sind bereits in den vergangenen Jahren in fast allen EU-Ländern zum dominierenden Instrument der Zentralbankgeldbereitstellung geworden (*Hesse/Braasch*, 1994, S. 178f.). In Deutschland machen sie rund 70 % des gesamten Refinanzierungsvolumens aus (*Deutsche Bundesbank*, 1995a, S. 109). Das EWI (1997a, S. 16ff., 51ff.; 1997b, S. 12ff.) sieht vier Arten offenkampfpolitischer Geschäfte vor: das Hauptrefinanzierungsinstrument, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen.

Beim Hauptrefinanzierungsinstrument handelt es sich um liquiditätszuführende befristete Transaktionen. Nach dem Konzept des EWI können befristete Transaktionen, bei denen Zentralbankgeld nur für eine begrenzte Zeit bereitgestellt wird, grundsätzlich entweder als Pensionsgeschäfte oder in Form von Verpfändungen durchgeführt werden. In Deutschland werden sie im Rahmen des Hauptrefinanzierungsinstruments nach Aussage der *Bundesbank* (1997a, S. 11) die gewohnte Gestalt von Wertpapierpensionsgeschäften haben. Das EWI-Konzept sieht vor, daß dem Finanzsektor mit Hilfe des Hauptrefinanzierungsinstruments der größte Teil des Refinanzierungsvolumens zur Verfügung gestellt wird. Hauptrefinanzierungsgeschäfte sollen im wöchentlichen Abstand mit einer Laufzeit von zwei Wochen getätigt werden. Sie können als Mengen- oder Zinstender durchgeführt werden.<sup>3</sup> Sie sind vom EWI als sog. Standardtender konzipiert, d. h., sie werden innerhalb von 24 Stunden nach Ankündigung abgeschlossen, und alle Geschäftspartner, die die allgemeinen Zulassungsvoraussetzungen erfüllen, sind berechtigt, sich an ihnen zu beteiligen. Sowohl die relative Bedeutung als auch die operationalen Merkmale ähneln damit stark der derzeitigen Stellung und Handhabung des Wertpapierpensionsinstruments der Bundesbank. Dem im Rahmen von Hauptrefinanzierungsgeschäften zustande kommenden Zinssatz

---

<sup>3</sup> Bei Zinstendern kann die EZB die Zuteilung nach dem Vorschlag des EWI (1997a, S. 55; 1997b, S. 32) wahlweise zu einem einheitlichen Satz („holländisches“ Verfahren) oder zu den individuellen Bietungssätzen der Geschäftspartner („amerikanisches“ Verfahren) vornehmen. Die Bundesbank setzte bis 1988 ausschließlich die holländische Methode ein. Danach ging sie zum amerikanischen Verfahren über, vor allem weil es „den Marktendenzen einen größeren Einfluß auf die Zinsfindung einräumt“ (*Deutsche Bundesbank*, 1995a, S. 114).

dürfte, wie dem heutigen Pensionsatz in Deutschland, die Rolle eines operativen Leitzinses zufallen.

Die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte sollen ebenfalls als befristete Transaktionen in Form von Standardtendern abgewickelt werden. Mit ihnen soll allerdings nur ein begrenzter Teil des Refinanzierungsvolumens bereitgestellt werden. Mit einer Laufzeit von drei Monaten stellen sie einen Ersatz für den Diskontkredit dar, der für das ESZB nicht vorgesehen ist. Um eine solche Ersatzfunktion zu gewährleisten, will die *Bundesbank* (1997a, S. 14) Handelswechsel in ihren Katalog nationaler refinanzierungsfähiger Sicherheiten aufnehmen.<sup>4</sup> Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte sollen nur einmal im Monat abgeschlossen werden. Außerdem soll es sich im Regelfall um Zinstender handeln, weil die EZB mit dem Einsatz des längerfristigen Refinanzierungsinstruments nach den Vorstellungen des EWI keine eigenständigen zinspolitischen Signale geben soll.

Anders als beim Diskontkredit liegt die Initiative zur Inanspruchnahme dieses Instruments nicht bei den Geschäftsbanken, sondern bei der Zentralbank, die außerdem den Umfang des bereitgestellten Zentralbankgeldes bei jedem Geschäft genau bestimmen kann. Beim Diskontkredit hängt er auch von der Ausnutzung der Rediskontkontingente durch die Geschäftsbanken ab. Ein weiterer Unterschied besteht darin, daß die Funktion des Diskontsatzes als unterer Leitzins vom Satz für langfristige Refinanzierungsgeschäfte nicht übernommen wird, weil die EZB bei diesen Geschäften im Regelfall als „Preisnehmer“ auftreten soll.

Um insbesondere unerwarteten Liquiditäts- und damit auch Zinsschwankungen begegnen zu können, sollen dem ESZB nach den Vorstellungen des EWI verschiedene Arten von Feinsteuerungsoperationen möglich sein. Der Schwerpunkt soll auch bei der Feinsteuerung auf befristeten Transaktionen liegen. Daneben sind definitive Käufe bzw. Verkäufe vorgesehen; hierbei werden zentralbankfähige Wertpapiere am Geld- oder Kapitalmarkt „endgültig“ ge- oder verkauft. Auch Devisenswapgeschäfte sollen zur Feinsteuerung eingesetzt werden können. Und schließlich soll es dem ESZB erlaubt sein, Liquidität im Rahmen der Feinsteue-

---

<sup>4</sup> Das EWI (1997a, S. 21ff.; 1997b, S. 38ff.) sieht zwei Kategorien refinanzierungsfähiger Sicherheiten vor: Die erste Kategorie soll marktfähige Schuldtitel enthalten, die von der EZB für den gesamten Euro-Währungsraum festgelegte Zulassungskriterien erfüllen. In die zweite Kategorie können zusätzliche Sicherheiten, insbesondere auch nicht marktfähige, aufgenommen werden, die für die nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeutung sind.

Tabelle 1: Offenmarktgeschäfte – EWI-Vorschlag und Pendants der Bundesbank

|   | Art der Transaktion         |                             | Laufzeit             | Rhythmus           | Verfahren                              | Zinssatz                |
|---|-----------------------------|-----------------------------|----------------------|--------------------|--|-------------------------|
|   | Liquiditätsbereitstellung   | Liquiditätsabschöpfung      |                      |                    |  |                         |
| Hauptfinanzierungsinstrument<br>- ESZB<br>- Bundesbank            | Befristete Transaktionen    | -                           | zwei Wochen          | wöchentlich        | Standardtender                         | operativer Leitzins     |
|   | Wertpapierpensionsgeschäfte | -                           | i.d.R. zwei Wochen   | i.d.R. wöchentlich | entspricht Standardtender              | operativer Leitzins     |
| Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte<br>- ESZB<br>- Bundesbank |                             |                             |                      |                    |  |                         |
|   | Befristete Transaktionen    | -                           | drei Monate          | monatlich          | Standardtender                         | Marktzins               |
|   | Diskontkredit               | -                           | 20 Tage bis 3 Monate | kontinuierlich     | Rediskontierung                        | unterer Leitzins        |
| Feinsteuerungsoperationen<br>- ESZB<br>- Bundesbank               | Befristete Transaktionen    | Befristete Transaktionen    | nicht standardisiert | unregelmäßig       | Schnelltender/<br>bilaterale Geschäfte | Marktzins oder Festsatz |
|   | Wertpapierpensionsgeschäfte | Wertpapierpensionsgeschäfte | nicht standardisiert | unregelmäßig       | Schnelltender                          | Marktzins oder Festsatz |

|                          |  |   |                                     |                             |                                   |                                     |
|--------------------------|--|---|-------------------------------------|-----------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|
| - ESZB                   | Devisenswaps                             | Devisenswaps                                | nicht standardisiert                | unregelmäßig                | bilaterale Geschäfte/Schnellender | Swapsatz                            |
| - Bundesbank             | Devisenswaps                             | Devisenswaps/Devisenpensionsgeschäfte       | nicht standardisiert                | unregelmäßig                | bilaterale Geschäfte              | Swap- bzw. Pensionsatz              |
| - ESZB                   | Definitive Käufe                         | Definitive Verkäufe                         | -                                   | unregelmäßig                | bilaterale Geschäfte              | Marktzins                           |
| - Bundesbank             | -  | Verkäufe von Geldmarktpapieren              | i.d.R. 3 Tage                       | unregelmäßig                | bilaterale Geschäfte              | Abgabsatz                           |
| - ESZB                   | -  | Hereinnahme von Termineinlagen              | nicht standardisiert                | unregelmäßig                | Schnellender/bilaterale Geschäfte | Festsatz                            |
| Strukturelle Operationen |  |   |                                     |                             |                                   |                                     |
| - ESZB                   | Befristete Transaktionen                 | Emission von Schuldverschreibungen          | standardisiert/nicht standardisiert | regelmäßig und unregelmäßig | Standardtender                    | Marktzins                           |
| - Bundesbank             | Wertpapierpensionsgeschäfte              | -   | i.d.R. zwei Wochen                  | i.d.R. wöchentlich          | entspricht Standardtender         | Marktzins                           |
| - ESZB                   | Definitive Käufe                         | Definitive Verkäufe                         | -                                   | unregelmäßig                | bilaterale Geschäfte              | Marktzins                           |
| - Bundesbank             | Käufe von Geld- und Kapitalmarktpapieren | Verkäufe von Geld- und Kapitalmarktpapieren | -                                   | unregelmäßig                | bilaterale Geschäfte              | Abgabe-, Ankaufssatz bzw. Marktzins |

Quellen: EWI (1997a), S. 16 ff., 51 ff.; EWI (1997b), S. 12 ff.; Deutsche Bundesbank (1995a), S. 110 ff.

rung auch durch die Hereinnahme festverzinslicher Termineinlagen abzuschöpfen.

Abgesehen davon, daß die Bundesbank über das zuletzt genannte Instrument nicht verfügt, entspricht ihr Feinsteuerungsinstrumentarium weitgehend dem für das ESZB vorgesehenen. So kann sie insbesondere Wertpapierpensionsgeschäfte als Schnelltender durchführen, Offenmarktgeschäfte mit Geldmarktpapieren betreiben sowie Devisenswap- und Devisenpensionsgeschäfte abschließen (*Deutsche Bundesbank*, 1994, S. 68 ff.). Für das ESZB sind Devisenpensionsgeschäfte nicht vorgesehen.<sup>5</sup>

Während das EWI im allgemeinen großen Wert darauf legt, daß sich ein breiter Kreis von Finanzinstituten an den geldpolitischen Geschäften des ESZB beteiligen kann, erscheint es ihm im Interesse der operationalen Effizienz angebracht, bestimmte Feinsteuerungsoperationen mit einer begrenzten Zahl von Geschäftspartnern abzuwickeln (EWI 1997a, S. 20 f.; 1997b, S. 11). So sollen sich an Schnelltendern nur geldmarktaktive Banken beteiligen, die über leistungsfähige Handelsabteilungen und ein großes Bietpotential verfügen. Bei Devisenswapgeschäften kommen für das EWI nur solche Teilnehmer in Frage, die jederzeit großvolumige Devisengeschäfte durchführen können. Auch diese Vorgehensweise ist in Deutschland üblich.

Durch strukturelle Operationen, die vierte Art offenmarktpolitischer Geschäfte, soll das ESZB die Möglichkeit erhalten, die fundamentale Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber dem ESZB zu beeinflussen, etwa mit dem Ziel, die Refinanzierungsabhängigkeit wiederherzustellen oder zu erhöhen.<sup>6</sup> Als mögliche strukturelle Operationen sind im EWI-Vorschlag definitive Käufe bzw. Verkäufe zentralbankfähiger Wertpapiere am Geld- und Kapitalmarkt, befristete Transaktionen zur Liquiditätsanreicherung sowie die Emission übertragbarer Schuldverschreibungen mit einer maximalen Laufzeit von 12 Monaten vorgesehen.

Im Rahmen der heutigen Geldpolitik der Bundesbank spielen definitive Käufe und Verkäufe von Wertpapieren am Geld- und Kapitalmarkt nur eine unbedeutende Rolle, Wertpapierpensionsgeschäfte – das Pendant zu den befristeten Transaktionen des ESZB – hingegen eine große.

---

<sup>5</sup> Des weiteren ist zu vermerken, daß Devisenswapgeschäfte nach dem EWI-Vorschlag auch als Schnelltender abgewickelt werden können.

<sup>6</sup> Das EWI (1997a, S. 52; 1997b, S. 15 f.) spricht anstelle von „fundamentaler Liquiditätsposition“ (*Deutsche Bundesbank*, 1997a, S. 12) von „struktureller Liquiditätsposition“. Weder EWI noch Bundesbank machen freilich deutlich, was sie darunter genau verstehen.



Die Bundesbank selbst emittiert – nach einem kurzzeitigen Versuch mit sog. Bundesbank-Liquiditäts-U-Schätzen (Bulis) 1993/94 – heute keine eigenen Schuldverschreibungen mehr.

## 2. Beurteilung

Unter dem Gesichtspunkt der geldpolitischen Effizienz ist es positiv zu beurteilen, daß sich das ESZB schwerpunktmäßig der Offenmarktpolitik bedienen soll, denn bei diesen Geschäften ist eine weitgehende Kontrolle über die Zentralbankgeldversorgung der Geschäftsbanken durch das ESZB gewährleistet. Eine hohe Effizienz wird insbesondere dadurch erreicht, daß überwiegend befristete Transaktionen durchgeführt und dabei jede Woche Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit einer vergleichsweise kurzen Laufzeit abgeschlossen werden sollen. Damit ist es dem ESZB möglich, Volumina und Konditionen der Zentralbankgeldversorgung kurzfristig und erforderlichenfalls massiv zu variieren. Da Hauptrefinanzierungsgeschäfte wahlweise als Zins- oder Mengentender durchgeführt werden können, steht es außerdem im Ermessen des Europäischen Zentralbankrates, ob und in welcher Weise er zinspolitische Signale gibt.

Eine hohe geldpolitische Effizienz dürfte speziell in Deutschland auch dadurch erzielt werden, daß längerfristige Refinanzierungen künftig nicht mehr als Diskontkredite, sondern ebenfalls als befristete Offenmarktgeschäfte erfolgen; dadurch verbessert sich die Kontrolle der Zentralbankgeldbereitstellung der Notenbank; außerdem sind mit Offenmarktgeschäften geringere Abwicklungskosten verbunden.

Auch im Bereich der Feinsteuerungsoperationen ist von einer hohen geldpolitischen Effizienz auszugehen, zum einen deshalb, weil hier verschiedenste Instrumente vorgesehen sind, mit denen das ESZB die Zentralbankgeldversorgung wirksam beeinflussen kann, zum anderen deshalb, weil bestimmte Feinsteuerungsoperationen nur mit einer begrenzten Zahl großer Finanzinstitute abgewickelt werden sollen; auf diese Weise können umfangreiche Beträge schnell und kostengünstig in den Markt gegeben oder abgeschöpft werden.

Fraglich erscheint die geldpolitische Effizienz der vorgesehenen Offenmarktgeschäfte allenfalls im Bereich der strukturellen Operationen, und zwar im Hinblick auf die Emission von Schuldverschreibungen. Die von der Bundesbank 1993/94 emittierten „Bulis“ wurden vorwiegend von Ausländern erworben; da dadurch die inländische Geldmenge nicht

vermindert wurde, stellte die Bundesbank die Emission dieser Schuldverschreibungen bald wieder ein (Deutsche Bundesbank, 1995 b, S. 76 f.).

Unter dem Gesichtspunkt der ordnungspolitischen Konformität sind die für das ESZB vorgesehenen Offenmarktgeschäfte unterschiedlich zu beurteilen. Grundsätzlich entsprechen Offenmarktgeschäfte marktwirtschaftlichen Prinzipien, weil sie weitgehend ohne administrative Regulierungen auskommen und von ihnen normalerweise keine Wettbewerbsverzerrungen ausgehen. Auch die Tatsache, daß sich – von wenigen Ausnahmen abgesehen – stets ein großer Kreis von Finanzinstituten an den Offenmarktgeschäften des ESZB beteiligen können soll und daß ein breites Spektrum von Sicherheiten – zu denen in Deutschland neben Handelswechseln auch Kreditforderungen der Banken gegenüber Wirtschaftsunternehmen zählen sollen (Deutsche Bundesbank, 1997 a, S. 14) – zugelassen wird, spricht für die Marktconformität der Offenmarktgeschäfte des ESZB. Da auch längerfristige Refinanzierungen künftig als Offenmarktgeschäfte abgewickelt werden sollen, entfallen zudem die wettbewerbsverzerrenden Wirkungen des Diskontkredits, die vom Subventionscharakter des Diskontsatzes und von der Kontingentierung ausgehen.

Diesen ordnungspolitischen Vorteilen stehen freilich einige Nachteile gegenüber. So sind kleinere Banken bei Wertpapierpensionsgeschäften tendenziell im Nachteil, weil sie häufig keine Geldhandelsabteilungen haben und die Mindestabschlüsse – in Deutschland zur Zeit DM 1 Mio. – für sie bisweilen zu hoch sind (*Menkhoff*, 1995, S. 79 ff.). Aus diesen Gründen beteiligen sich nur rund 15 % aller deutschen Kreditinstitute an den entsprechenden Ausschreibungen der Bundesbank (*Knappe*, 1996, S. 378).

Evident ist die Benachteiligung kleinerer Institute zudem bei denjenigen Feinststeuerungsoperationen, die nach den Vorstellungen des EWI nur mit einer begrenzten Zahl großer Finanzinstitute abgewickelt werden sollen. Dies ist aber nur für wenige Arten von Operationen vorgesehen. Außerdem wird der ordnungspolitische Nachteil hier durch den Vorteil größerer geldpolitischer Effizienz aufgewogen.

Eine weitere ordnungspolitische Schwäche kann in der vorgesehenen Hereinnahme von Termineinlagen und der Emission von Schuldverschreibungen gesehen werden. Im ersten Fall tritt das ESZB in Konkurrenz zu Geschäftsbanken, im zweiten zu anderen Emittenten. Gegenüber beiden Gruppen von Konkurrenten, insbesondere gegenüber privaten Banken und Emittenten, besitzt es aufgrund seiner uneingeschränkten

Zahlungsfähigkeit einen erheblichen „künstlichen“ Wettbewerbsvorteil. Diese ordnungspolitische Schwäche läßt sich indes bei marktmäßigen liquiditätsabsorbierenden Maßnahmen niemals vermeiden. Um Liquidität abschöpfen zu können, muß die Zentralbank bei solchen Maßnahmen stets konkurrenzfähige Konditionen bieten.

Eine gravierende ordnungspolitische Gefahr geht jedoch von der Möglichkeit definitiver Käufe von Kapitalmarktpapieren aus. Während dem ESZB nach Art. 104 Abs. 1 EG-Vertrag die Vergabe von Buchkrediten an den Staat sowie der Erwerb öffentlicher Anleihen unmittelbar von staatlichen Emittenten verboten sind, erlaubt die Möglichkeit definitiver Käufe von Staatsanleihen am Kapitalmarkt eine Monetisierung von Staatsdefiziten. Von einer solchen Monetisierung können erhebliche Gefahren für die Geldwertstabilität und die marktwirtschaftliche Ordnung ausgehen.<sup>7</sup>

Unter dem Gesichtspunkt der Dezentralität des Instrumenteneinsatzes ist die vom EWI vorgeschlagene Dominanz der Offenmarktpolitik überwiegend positiv einzuschätzen. Offenmarktgeschäfte werden bereits jetzt von allen Notenbanken der EU betrieben. Nach Beginn der Währungsunion können die dann vom EZB-Rat beschlossenen Offenmarktoperationen daher ohne großen Anpassungsbedarf weiterhin von den NZBen durchgeführt werden. Die dezentrale Durchführung der Offenmarktgeschäfte wird dadurch erleichtert, daß befristete Transaktionen wahlweise als Pensionsgeschäfte oder als Verpfändungen abgewickelt werden können und die konkrete Gestalt dieser Transaktionen damit den Gegebenheiten der verschiedenen Rechtssysteme in der EU angepaßt werden kann. Auch die Tatsache, daß Offenmarktgeschäfte durch spezifisch nationale Sicherheiten unterlegt werden können, erleichtert eine dezentrale Durchführung der entsprechenden Geschäfte.

Freilich sieht das EWI-Konzept auch vor, daß Feinststeuerungsoperationen auf Beschluß des EZB-Rates in Ausnahmefällen nicht von den NZBen, sondern von der EZB selbst durchgeführt werden können (EWI 1997a, S. 16; 1997b, S. 15 ff.). In den in Frage kommenden Ausnahmefällen dürfte die Einschränkung der dezentralen Durchführung indes durch eine hohe geldpolitische Effizienz kompensiert werden. Für Deutschland

---

<sup>7</sup> Die Geldwertstabilität kann selbstverständlich auch durch einen übermäßig expansiven Einsatz anderer Instrumente gefährdet werden. Die genannten Gefahren sind jedoch bei der Möglichkeit definitiver Käufe von Staatsanleihen am Kapitalmarkt besonders groß, weil diese Möglichkeit politischen Druck auf das ESZB in Richtung einer umfangreichen Monetisierung von Staatsdefiziten hervorrufen könnte.

ist zudem anzumerken, daß der Ersatz des Diskontkredits durch Offenmarktgeschäfte ebenfalls eine zentralere Durchführung der Geldpolitik mit sich bringt; aber auch dieser Nachteil dürfte durch eine höhere geldpolitische Effizienz und zudem durch eine größere ordnungspolitische Konformität der Offenmarktpolitik ausgeglichen werden.

### III. Ständige Fazilitäten

#### 1. *Der Vorschlag des EWI und die heutige Praxis der Bundesbank*

Den Rahmen für die Offenmarktpolitik bilden zwei Fazilitäten, mit denen das ESZB Liquidität bereitstellen (Spitzenrefinanzierungsfazilität) bzw. absorbieren kann (Einlagefazilität) (EWI 1997a, S. 18, 57 f.; 1997b, S. 20 ff.). Die Initiative zur Inanspruchnahme beider Fazilitäten liegt bei den Geschäftspartnern des ESZB. Sämtliche Geschäftspartner, die die allgemeinen Zulassungskriterien der EZB erfüllen, sind berechtigt, sie in Anspruch zu nehmen. Sie stehen ihnen ständig offen. Allerdings soll die EZB das Recht haben, ihre Nutzung vorübergehend auszusetzen. Die Zinssätze beider Fazilitäten werden vom Europäischen Zentralbankrat festgesetzt und können von ihm jederzeit geändert werden. Nach den Vorstellungen des EWI sollen sie die Ober- und Untergrenze der Geldmarktsätze für Tagesgelder abstecken und die geldpolitische Grundausrichtung des ESZB auf etwas längere Sicht signalisieren. Beide Fazilitäten werden von den NZBen verwaltet.

Die Spitzenrefinanzierungsfazilität dient zur Abdeckung eines vorübergehenden Liquiditätsbedarfs. Im Rahmen dieser Fazilität haben die Geschäftspartner des ESZB die Möglichkeit, sich von den NZBen gegen zentralbankfähige Sicherheiten Übernachtliquidität zu beschaffen. Kredite dieser Fazilität haben also eine Laufzeit von einem Geschäftstag. In der Regel soll es keine Kredithöchstgrenzen geben. Daher dürfte der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität im allgemeinen die Obergrenze des Tagesgeldsatzes am Interbankengeldmarkt bilden. Zur Sicherung des Zahlungsverkehrs werden am Tagesende ungedeckt gebliebene Schuldnerpositionen gegenüber den NZBen von diesen automatisch in die Spitzenrefinanzierungsfazilität übergeleitet. Darüber hinaus schlägt das EWI vor, daß Kredite im Rahmen dieser Fazilität von den NZBen je nach Rechtsordnung entweder in Form von Pensionsgeschäften oder im Wege der Beleihung bereitgestellt werden.

Damit wird deutlich, daß die Spitzenrefinanzierungsfazilität weitgehend dem von der Bundesbank bislang verwendeten Lombardkredit ent-

spricht. Auch dieser dient der kurzfristigen Überbrückung eines vorübergehenden Liquiditätsbedürfnisses und ist normalerweise betragsmäßig nicht limitiert. Auch der Lombardsatz bildet normalerweise die Obergrenze für den Tagesgeldsatz. Weitere Parallelen bestehen darin, daß die Bundesbank ungedeckte Tagesendstände automatisch in einen Giroüberzugs Lombard überleitet und daß sie Lombardkredite durch die Verpfändung von Wertpapieren besichert. Bei dieser Verfahrensweise wird es nach Angaben der *Bundesbank* (1997a, S. 9f.) in Deutschland im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität bleiben, so daß sich insgesamt kaum Änderungen ergeben. Ein Unterschied besteht freilich darin, daß Kredite im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität stets nur „über Nacht“ gewährt werden sollen, während Lombardkredite eine Laufzeit von bis zu drei Monaten haben können; nur Sonderlombardkredite sind täglich widerrufbar.<sup>8</sup>

Die Einlagefazilität bietet den Geschäftspartnern die Möglichkeit, bei den NZBen unbesicherte Einlagen zu einem vorher festgesetzten Zinssatz zu tätigen. Die Einlagen sind stets nur bis zum nächsten Geschäftstag befristet. Die Einlagefazilität unterliegt in der Regel keinen Betragsbegrenzungen und kann von den Geschäftspartnern der NZBen jederzeit genutzt werden. Daher wird ihr Zinssatz im allgemeinen die Untergrenze des Tagesgeldsatzes bilden.

Für die deutsche Geldpolitik ist das Instrument der Einlagefazilität ein Novum. Nach § 19 Abs. 1 Bundesbank-Gesetz darf die Bundesbank nur unverzinsliche Giroeinlagen entgegennehmen. Am ehesten vergleichbar mit dem vom EWI vorgeschlagenen Instrument der Einlagefazilität ist die Abgabe von Schatzwechseln. Diese werden von der Bundesbank aber nur ad hoc und kurzfristig eingesetzt, um temporäre Liquiditätsüberhänge am Geldmarkt zu absorbieren. Der Abgabesatz wird dabei der jeweiligen Situation angepaßt. Die Laufzeit beträgt in der Regel 3 Tage, sie kann aber auch bis zu 90 Tage dauern (Deutsche Bundesbank, 1995a, S. 47, 112).

## 2. Beurteilung

Unter dem Gesichtspunkt der geldpolitischen Effizienz ist zunächst positiv hervorzuheben, daß die EZB mit Hilfe der ständigen Fazilitäten unerwünschte Schwankungen des Geldmarktzinses vermeiden kann.

---

<sup>8</sup> De facto kann sich durch revolvingende Inanspruchnahme natürlich auch bei der Spitzenrefinanzierungsfazilität eine längere Laufzeit ergeben. Entscheidend ist aus geldpolitischer Sicht jedoch die tägliche Reversibilität der Bereitstellung von Zentralbankgeld.

*Tabelle 2*  
**Ständige Fazilitäten – EWI-Vorschlag und Pendants der Bundesbank**

|                                 | Art der Transaktion       |                           | Laufzeit                      | Rhythmus & Verfahren                                | Zinssatz         |
|---------------------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------------------|---|------------------|
|                                 | Liquiditätsbereitstellung | Liquiditätsabschöpfung    |                               |   |                  |
| Spitzenrefinanzierungsfazilität |                           |                           |                               |   |                  |
| - ESZB                          | Befristete Transaktionen  | -                         | über Nacht                    | Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner | oberer Leitzins  |
| - Bundesbank                    | Lombardkredit             | -                         | bis zu 3 Monate               | Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner | oberer Leitzins  |
| Einlagefazilität                |                           |                           |                               |   |                  |
| - ESZB                          | -                         | Einlagenannahme           | über Nacht                    | Inanspruchnahme auf Initiative der Geschäftspartner | unterer Leitzins |
| - Bundesbank                    | -                         | Abgabe von Schatzwechseln | i.d.R. 3 Tage; bis zu 90 Tage | ad hoc auf Initiative der Bundesbank                | Abgabesatz       |

*Quellen:* EWI (1997a), S. 17f., 57f.; EWI (1997b), S. 20ff.; Deutsche Bundesbank (1995a), S. 103ff.

Zugleich kann sie innerhalb des von ihr mit Hilfe dieser Fazilitäten gesetzten Rahmens flexibel ihre Offenmarktinstrumente einsetzen.

Wichtig ist auch die Signalfunktion, die die ständigen Fazilitäten erfüllen. Da ihre Zinssätze auf unbestimmte Zeit fixiert sind und nur selten angepaßt werden sollen, signalisieren sie den Geschäftsbanken und dem Nichtbanken-Publikum die Grundausrichtung der Geldpolitik. Durch Änderungen der Sätze kann die EZB einen Wechsel ihres geldpolitischen Kurses unübersehbar anzeigen. Aus deutscher Sicht ist in diesem Zusammenhang auch bedeutsam, daß der Zinssatz der Einlagefazilität künftig anstelle des Diskontsatzes als unterer Leitzins fungieren dürfte.

Unter dem Aspekt der geldpolitischen Effizienz ist insbesondere die Spitzenrefinanzierungsfazilität positiv zu beurteilen. Mit ihrer Hilfe können Liquiditätsengpässe einzelner Banken überbrückt werden. Die EZB kann so ihre Funktion als „lender of last resort“ erfüllen. Wichtig dabei ist, daß der Zinssatz deutlich oberhalb des Marktniveaus festge-

Kredit und Kapital 2/1998

setzt wird, damit die Geschäftsbanken die Fazilität tatsächlich nur kurzfristig im Falle eines unvorhergesehenen Liquiditätsbedarfs in Anspruch nehmen. Ist dies gewährleistet, so werden Geschäftsbanken, die bei ihrer Liquiditätsplanung Fehler gemacht haben, einerseits aus ihrer Liquiditätsnot befreit; andererseits hält sie der Strafzins zu einer sorgfältigeren und risikobewußteren Planung an. Beides dient der Stabilität des gesamten Finanzsystems.

Die ständigen Fazilitäten können die Effizienz der Geldpolitik allerdings auch beeinträchtigen, vor allem deshalb, weil die Initiative zu ihrer Inanspruchnahme sowie die Bestimmung des Umfangs und der Dauer ihrer Inanspruchnahme weitgehend in den Händen der Geschäftspartner und nicht in denen des ESZB liegt. Die EZB hat zwar das Recht, die Nutzung beider Fazilitäten auszusetzen, aber dieses Recht ist auf Ausnahmefälle beschränkt. Gerade in Ausnahmefällen kann eine geldpolitisch erforderliche Aussetzung jedoch problematisch sein. Nehmen die Geschäftsbanken beispielsweise die Spitzenrefinanzierungsfazilität übermäßig stark in Anspruch, kann eine Aussetzung dieser Fazilität eine Liquiditätskrise auslösen oder verstärken. Im Extremfall kann es dadurch zu einem „run“ auf die Banken kommen. Da eine Aussetzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Krisenfällen wie diesen daher zumeist unzweckmäßig sein dürfte, ist es um so wichtiger, daß der für Kredite im Rahmen dieser Fazilität erhobene Zinssatz stets deutlich über dem Marktzins liegt; ansonsten kann der EZB leicht die Kontrolle über die Zentralbankgeldbereitstellung entgleiten.

Besonders kritisch ist jedoch die Einlagefazilität zu beurteilen. Ihre Laufzeit von einem Tag ist zu kurz, um Liquidität effektiv stilllegen zu können.<sup>9</sup> Ist die EZB beispielsweise aufgrund eines Währungsabkommens verpflichtet, eine andere Währung zu stützen, kann die daraus resultierende Zentralbankgeldschöpfung mit Hilfe der Einlagefazilität nicht wirksam kompensiert werden. In dieser Hinsicht ist die Einlagefazilität dem in Deutschland bisher gebräuchlichen Schatzwechsel unterlegen. Freilich verfügt die EZB über verschiedene Feinsteuerungsinstrumente, mit denen sie unerwünschte Liquiditätszuflüsse effektiv eindämmen kann (z. B. Termineinlagen, Devisenswapgeschäfte).

Ein weiterer Nachteil der Einlagefazilität ist darin zu sehen, daß die Verzinsung der Einlagen die Wirksamkeit einer restriktiven Geldpolitik

---

<sup>9</sup> Zwar können die Einlagen prolongiert werden, dies hängt jedoch von der Entscheidung der Geschäftsbanken ab. Gegen deren Willen ist es der EZB nicht möglich, eine längere Anlagedauer durchzusetzen.

unterminieren kann. Die mit den Zinszahlungen auf die Einlagen verbundene Zentralbankgeldschöpfung ist dabei sogar um so größer, je restriktiver die EZB die Einlagefazilität einsetzt, denn ein restriktiver Einsatz erfordert einen hohen Zinssatz.

Unter dem Gesichtspunkt der ordnungspolitischen Konformität sind die ständigen Fazilitäten überwiegend positiv zu beurteilen. Da sie von sämtlichen Geschäftspartnern des ESZB genutzt werden können, die die allgemeinen Zulassungskriterien erfüllen, gehen von ihnen keine Wettbewerbsverzerrungen aus. Auch die einfache und transparente Konzipierung beider Fazilitäten sowie die breite Palette auch spezifisch nationaler Sicherheiten, mit denen die Kreditinstitute eine Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität unterlegen können, tragen zum diskriminierungsfreien, offenen Zugang bei.

Als ordnungspolitisch bedenklich könnte allenfalls die Tatsache angesehen werden, daß das ESZB mit der Einlagefazilität in Konkurrenz zu den Geschäftsbanken um verzinsliche Tagesgelder tritt. Da das ESZB aufgrund seiner uneingeschränkten Zahlungsfähigkeit einen „künstlichen“ Wettbewerbsvorteil genießt, könnte dadurch der Wettbewerb verzerrt werden. Während dieser Nachteil bei den liquiditätsabsorbierenden Offenmarktgeschäften durch ihre geldpolitische Effizienz überkompensiert wird, ist die geldpolitische Effizienz der Einlagefazilität zweifelhaft. Einzig ihre Funktion als unterer Leitzins kann als geldpolitisch sinnvoll angesehen werden. Um Wettbewerbsverzerrungen zu vermeiden, sollte der Zinssatz der Einlagefazilität daher stets deutlich unter dem Marktniveau liegen.

Zu guter Letzt ist hervorzuheben, daß beide Fazilitäten das Kriterium des dezentralen Instrumenteneinsatzes erfüllen, weil sie von den NZBen verwaltet werden. Dies erleichtert insbesondere kleineren Banken ihre Nutzung und dürfte auf seiten des ESZB außerdem Kostenvorteile mit sich bringen. Auch die Tatsache, daß die Rechtsform der Kreditgewährung im Rahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität der jeweiligen nationalen Rechtsordnung angepaßt werden kann, ermöglicht einen dezentralen, effizienten Einsatz dieses Instruments und gewährleistet zudem, daß die Unterschiedlichkeit der Rechtsordnungen keine Wettbewerbsverzerrungen zur Folge hat.



#### IV. Mindestreserven

##### 1. Der Vorschlag des EWI und die heutige Praxis der Bundesbank

Da nicht in allen EU-Ländern eine Mindestreservepflicht besteht und das Mindestreserveinstrument, soweit sie besteht, unterschiedlich ausgestaltet ist, und da in der EU unterschiedliche Auffassungen darüber existieren, ob das ESZB Mindestreservepolitik betreiben soll oder nicht, hat das EWI (1997a, S. 18f., 60 ff.; 1997b, S. 50 ff.) das Mindestreserveinstrument nur in seinen Grundzügen ausgearbeitet und damit viele Fragen bezüglich der Detailausgestaltung offengelassen. Als Grundsatz soll nach Auffassung des EWI aber auf jeden Fall gelten, daß das Mindestreservesystem, falls ein solches eingeführt wird, im gesamten Euro-Währungsraum einheitlich sein soll.

Nach Art. 19 der ESZB-Satzung können nur Kreditinstitute reservepflichtig sein. Entsprechendes gilt bislang auch in Deutschland. Das EWI prüft allerdings, ob aus Gründen der geldpolitischen Effizienz ein breiteres Spektrum von Finanzinstituten der Mindestreservepflicht unterworfen sein sollte. Die mögliche Erweiterung des Kreises reservepflichtiger Institute bedeutete für Deutschland nach Angaben der *Bundesbank* (1997a, S. 13) jedoch „voraussichtlich keine nennenswerte Änderung“.

Unabhängig davon wären alle Institute, die im Euro-Währungsraum niedergelassen sind, der Mindestreservepflicht unterworfen. Dies gälte auch für Zweigniederlassungen von Instituten mit Sitz außerhalb des Währungsgebietes.

Reservepflichtig sollten nach Auffassung des EWI bilanzielle Verbindlichkeiten aus der Aufnahme von Geldern sein. Als reservepflichtige Bilanzpositionen schlägt es täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist, Repogeschäfte sowie ausgegebene Schuldverschreibungen und Geldmarktpapiere vor (EWI, 1997b, S. 53). In Deutschland sind Repogeschäfte seit Anfang 1997 von der Mindestreservepflicht freigestellt; ansonsten besteht weitgehende Deckungsgleichheit. Zu ergänzen bleibt, daß nach den Rechtsvorschriften zu Art. 19 auch Verbindlichkeiten aus bilanzunwirksamen Positionen reservepflichtig werden können; dies ist freilich derzeit nicht geplant.

Die Kalkulation des Reserve-Solls sollte nach den Vorstellungen des EWI anhand der Monatsendstände der maßgeblichen Bilanzpositionen vorgenommen werden. Dazu würden die Meldungen der Institute zur

Geld- und Bankenstatistik der EZB herangezogen werden; auf eine eigenständige Mindestreservestatistik soll verzichtet werden. Damit käme es gegenüber der derzeitigen Praxis der Bundesbank zu Vereinfachungen, denn bislang wird das Mindestreserve-Soll entweder nach allen Tagesendständen der reservepflichtigen Verbindlichkeiten zwischen dem 16. des Vormonats und dem 15. des laufenden Monats oder nach dem Stand an vier bestimmten Stichtagen im gleichen Zeitraum berechnet (Deutsche Bundesbank, 1995a, S. 126). Außerdem müssen die Kreditinstitute in Deutschland bis dato gesonderte Mindestreservemeldungen abgeben.

Die Frage der Reservesatzhöhe und der Reservesatzstruktur hat das EWI noch offengelassen. Es hat sich nicht dazu geäußert, ob die Obergrenzen der Mindestreservesätze ähnlich hoch wie in Deutschland festgelegt und ob die Sätze nach Art, Höhe, Herkunft sowie Bestand bzw. Zuwachs der reservepflichtigen Verbindlichkeiten differenziert werden sollten, wie es in Deutschland möglich ist.<sup>10</sup>

Auch die Frage einer etwaigen Verzinsung von Mindestreserveguthaben hat das EWI noch offengelassen. Es führt dazu nur aus, daß im Falle einer Verzinsung „der Zinssatz nach einer festen Formel im Verhältnis zu einem Marktzins oder einem offiziellen Notenbanksatz nach Wahl der EZB festgesetzt“ wird (EWI 1997a, S. 61). In Deutschland ist eine Verzinsung von Mindestreserven nach dem Bundesbank-Gesetz bislang nicht möglich.

Zur Erfüllung der Mindestreservepflicht soll nach den Vorstellungen des EWI jedes Institut bei der NZB, in dessen Mitgliedsland es zugelassen ist, auf einem Reservekonto ein entsprechendes Guthaben unterhalten. Als Reservekonto kann das für den Zahlungsverkehr eingerichtete Konto bei der jeweiligen NZB verwendet werden. Unterhält ein Institut Niederlassungen in mehreren Mitgliedstaaten, so ist jede Niederlassung verpflichtet, bei der NZB des betreffenden Staates Mindestreserven auf seine Verbindlichkeiten zu unterhalten. Ein Institut kann bei der NZB des Landes, in dem es ansässig ist, die Erlaubnis beantragen, seine Mindestreserven indirekt zu unterhalten. Das zwischengeschaltete Institut muß dabei selbst der ESZB-Mindestreserve unterliegen und im selben Land ansässig sein. Auf diese Weise können etwa Sparkassen und Genossenschaftsbanken ihre Reservepflicht über ihre jeweiligen Spitzeninstitute erfüllen.

---

<sup>10</sup> Eine Differenzierung der Mindestreservesätze ist freilich auch nach dem EWI-Vorschlag möglich. Außerdem kann die EZB nach diesem Vorschlag auch einen Mindestreservesatz von 0 % festsetzen.

*Tabelle 3*  
**Mindestreserven – EWI-Vorschlag und heutige Praxis der Bundesbank**

|   | EWI-Vorschlag  | Bundesbank   |
|---|--|--|
| Besteht Mindestreservspflicht?                      | offengelassen  | ja   |
| Mindestreservpflichtige Institute                   | Kreditinstitute, eventuell weitere Finanzinstitute   | Kreditinstitute  |
| Mindestreservebasis                                 | Täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit oder Kündigungsfrist, Verbindlichkeiten aus Repogeschäften, begebene Schuldverschreibungen und Geldmarktpapiere <sup>a)</sup>   | Buchverbindlichkeiten mit einer Befristung von weniger als 4 Jahren sowie Verbindlichkeiten aus Inhaberschuldverschreibungen mit einer Befristung von weniger als 2 Jahren <sup>b)</sup>   |
| Kalkulation des Reserve-Solls                       | Anhand der Monatsendstände der maßgeblichen Bilanzpositionen   | Entweder aus den Tagesendständen der reservspflichtigen Verbindlichkeiten zwischen dem 16. des Vormonats und dem 15. des laufenden Monats oder aus den Ständen dieser Verbindlichkeiten am 23. und Ultimo des Vormonats sowie am 7. und 15. des laufenden Monats |
| Maximale Reservesatzhöhe                            | offengelassen  | 30% für Sichtverbindlichkeiten, 20% für befristete Verbindlichkeiten, 10% für Spareinlagen <sup>c)</sup>   |
| Reservesatzstruktur                                 | offengelassen  | Differenzierung nach Art, Höhe, Herkunft sowie Bestand bzw. Zuwachs der reservpflichtigen Verbindlichkeiten gesetzlich möglich <sup>d)</sup>   |
| Verzinsung von Mindestreserveguthaben               | offengelassen  | Nach Bundesbank-Gesetz nicht möglich   |
| Mindestreserveerfüllung                             | Im Durchschnitt eines Monats <sup>e)</sup>   | Im Durchschnitt des laufenden Kalendermonats   |
| Sanktionen bei Verletzung der Mindestreservspflicht | Sonderzins, der wesentlich über dem Spitzenrefinanzierungssatz liegt, oder unverzinsliche Einlagen beim ESZB; darüber hinaus möglich: Sperrung des Zugangs zu den Offenmarktgeschäften und ständigen Fazilitäten sowie tägliche Einhaltung des Reserve-Solls | Sonderzins in Höhe von 3 Prozentpunkten über dem jeweiligen Lombardsatz; Ausschluß von der Stichtagsmethode bei der Berechnung des Reserve-Solls   |

<sup>a)</sup> Ausgenommen Verbindlichkeiten gegenüber anderen Instituten, die selbst dem ESZB-Mindestreservesystem unterliegen, Verbindlichkeiten gegenüber der EZB und den NZBen sowie Verbindlichkeiten, die eine direkte Folge der geldpolitischen Operationen des ESZB sind.

<sup>b)</sup> Ausgenommen Verbindlichkeiten gegenüber selbst reservpflichtigen Kreditinstituten sowie Verbindlichkeiten gegenüber der Bundesbank.

<sup>c)</sup> Seit 1. August 1995 geltende Mindestreservesätze: 2 % für Sichtverbindlichkeiten und befristete Verbindlichkeiten, 1,5 % für Spareinlagen.

<sup>d)</sup> Nach mehrmaligen Vereinfachungen der Reservesatzstruktur in der Praxis nur nach Differenzierung nach Art der reservpflichtigen Verbindlichkeiten.

<sup>e)</sup> Eventuell abweichend vom Kalendermonat.

*Quellen:* EWI (1997 a), S. 18 f., 60 ff.; EWI (1997 b), S. 50 ff.; Deutsche Bundesbank (1995 a), S. 122 ff.

Für die Mindestreserveverfüllung wird eine Periode von einem Monat zugrunde gelegt. Mit Rücksicht auf mögliche ausgeprägte Liquiditätsbewegungen am Ende eines Kalendermonats, etwa im Rahmen des Zahlungsverkehrs, kann die Mindestreserveverfüllungsperiode vom Kalendermonat abweichen. Die Mindestreservepflicht muß zudem nur im Durchschnitt der Periode erfüllt werden. Die Ist-Reserve wird dabei aus den Endständen jedes Kalendertages während der jeweiligen Erfüllungsperiode berechnet. Ähnlich wie in Deutschland ermöglichen diese Bestimmungen den reservepflichtigen Instituten, ihre zur Erfüllung des Mindestreserve-Solls unterhaltenen Guthaben gleichzeitig als Arbeitsguthaben zu verwenden.

Im Falle einer Verletzung der Mindestreservepflicht soll die EZB nach den Vorstellungen des EWI Sonderzinsen, die wesentlich über dem Spitzenrefinanzierungssatz liegen, verhängen oder unverzinsliche Einlagen beim ESZB verlangen können. Darüber hinaus soll die EZB anordnen können, daß das betreffende Institut sein Reserve-Soll täglich einhält. Außerdem soll sein Zugang zu den Offenmarktgeschäften und den ständigen Fazilitäten ausgesetzt werden können. Während sich die ersten drei Arten von Sanktionen in ähnlicher Weise in den Mindestreservevorschriften der Bundesbank finden, bedeutete die zuletzt genannte Sanktionsart eine erhebliche Verschärfung gegenüber der jetzigen Verfahrensweise.

## 2. Beurteilung

Mit Hilfe des vom EWI entwickelten Mindestreservesystems könnte eine hohe Effizienz der Geldpolitik gewährleistet werden. Durch die Mindestreservepflicht könnte die EZB auf seiten der Geschäftsbanken einen hinreichend großen Zentralbankgeldbedarf schaffen, den sie mit Hilfe ihrer anderen Instrumente zu den Konditionen decken könnte, die ihr geldpolitisch jeweils angemessen erschienen. Auf diese Weise trüge die Mindestreserve zur Effizienz des gesamten geldpolitischen Instrumentariums des ESZB bei.

Zwar ergibt sich auch aus dem Bargeldumlauf ein Bedarf der Geschäftsbanken an Zentralbankgeld, doch reicht dieser unter Umständen nicht aus. So war der Bedarf in Großbritannien und der Schweiz, die keine Mindestreservepflicht kennen, zeitweise so gering, daß den Notenbanken die Grundlage für eine wirksame Steuerung der Bankenliquidität entzogen wurde (Hesse, 1991, S. 444f.). Aufgrund von Innovationen im Zahlungsverkehr – z.B. Debitkarten oder elektronisches Geld – könnte der Bedarf an Bargeld in der EU künftig spürbar zurückgehen.

Daher erscheint eine Mindestreservepflicht geldpolitisch erforderlich, zumal Innovationen im Zahlungsverkehr durch eine geeignete Anpassung des Mindestreserveinstruments unter die Kontrolle des ESZB gebracht werden könnten (ähnlich Deutsche Bundesbank, 1997b, S. 43 ff.).

Geldpolitisch effizient ist das Mindestreserveinstrument auch deshalb, weil es wie eine automatische Geldschöpfungsbremse wirkt. Weiten die Geschäftsbanken das Geld- und Kreditvolumen aus, so steigt auch ihr Reserve-Soll und damit ihr Zentralbankgeldbedarf. Auf diese Weise dämpft die Mindestreservepflicht die Giralgeldschöpfung und wirkt so bezüglich des Geldangebots wie ein eingebauter Stabilisator. Zugleich erhält die Zentralbank frühzeitig Informationen über den Liquiditätsbedarf und damit über die Geld- und Kreditschöpfung des Bankensystems. Solche Informationen wären insbesondere in der Anfangszeit der EWU wertvoll, weil der Liquiditätsbedarf und das Verhalten der Kreditinstitute im neuen Euro-Währungsgebiet dann noch besonders schwer abzuschätzen sein werden.

Im Zusammenhang damit steht ein weiterer Vorteil: Muß die Mindestreservepflicht, wie es der EWI-Vorschlag vorsieht, nur im Monatsdurchschnitt erfüllt werden, so wirken Mindestreserveguthaben als Liquiditätspuffer bei unerwarteten Schwankungen im Liquiditätsbedarf. Dadurch werden Zinsfluktuationen am Geldmarkt begrenzt, und die Zentralbank muß nur relativ selten eingreifen. Die Bundesbank beispielsweise schließt in der Regel nur einmal wöchentlich ein Wertpapierpensionsgeschäft ab, während die Bank of England mehrmals täglich am Geldmarkt agieren muß (*Issing, 1994; King, 1994*).

Einige weitere Elemente des EWI-Vorschlags tragen ebenfalls zu einer hohen Effizienz des Mindestreservesystems bei:

- Da gegebenenfalls nicht nur Kreditinstitute, sondern auch andere Finanzinstitute (z.B. Geldmarktfonds) mindestreservepflichtig sein werden, kann die Effizienz der Geldpolitik auch bei strukturellen Änderungen der Finanzintermediation aufrechterhalten werden.
- Da nicht nur Verbindlichkeiten aus der Aufnahme von Geldern, sondern auch aus außerbilanziellen Positionen, etwa aus sog. unechten Pensionsgeschäften, für mindestreservepflichtig erklärt werden können, kann Störungen der Geldpolitik, die von solchen Finanzierungsformen ausgehen können, vorgebeugt werden.
- Da die EZB bei einer Verletzung der Mindestreservepflicht berechtigt ist, scharfe Sanktionen zu verhängen, kann sie die Mindestreservepflicht wirksam durchsetzen.

Und nicht zuletzt enthält der Vorschlag des EWI einige Merkmale, die den Verwaltungsaufwand des Mindestreservesystems begrenzen und damit eine relativ hohe Kosteneffizienz des Systems gewährleisten: Das Reserve-Soll wird nur einmal monatlich aus den ohnehin zu erstellenden statistischen Meldungen ermittelt, kleine Banken können ihre Mindestreservepflicht indirekt über ihre Spitzeninstitute erfüllen, und die Institute können ihre Reserveguthaben zugleich als Arbeitsguthaben verwenden.

Eine Mindestreservepflicht im Euro-Währungsraum ist unter dem Gesichtspunkt der geldpolitischen Effizienz freilich nicht durchweg positiv zu beurteilen. So sind mit jedem Mindestreservesystem Umgehungsanreize verbunden. Eine Mindestreservepflicht könnte daher dazu führen, daß Einlagen aus dem Euro-Währungsgebiet abwandern und in Form von Krediten wieder zurückfließen. Solche Umgehungstransaktionen können die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigen. Allerdings dürfte diese Gefahr dadurch abgemildert werden, daß die Mindestreservepflicht durch die EWU in allen Teilnehmerländern eingeführt würde – auch im bisherigen Off-shore-Zentrum Luxemburg. Außerdem lassen sich die Umgehungsanreize durch niedrige Mindestreservesätze und eine Verzinsung von Mindestreserveguthaben abmildern.

Eine Verzinsung von Mindestreserveguthaben, die auch das EWI in Erwägung zieht, ist unter dem Gesichtspunkt der geldpolitischen Effizienz freilich nicht unproblematisch, weil sie mit einer Schöpfung von Zentralbankgeld einhergeht. Da die Geschäftsbanken auch ohne Mindestreservepflicht beim ESZB Arbeitsguthaben unterhalten werden (etwa zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs), sollte daher nur der Teil der Mindestreserven, der über diese Arbeitsguthaben hinausgeht, verzinst werden, wobei ein niedriger Zinssatz angewendet werden sollte (ähnlich *Jarchow*, 1995, S. 437).

Ganz verzichtet werden sollte auf eine Verzinsung von Mindestreserveguthaben jedoch nicht, denn eine Mindestreservepflicht im Euro-Währungsgebiet brächte für die betroffenen Institute Wettbewerbsnachteile mit sich, zum einen gegenüber Finanzinstituten aus Drittländern, in denen keine vergleichbare Mindestreservebelastung existiert, zum anderen innerhalb des Euro-Währungsgebietes gegenüber Finanzinstituten, die von der Mindestreservepflicht ausgenommen sind. Damit ist das Kriterium der ordnungspolitischen Konformität angesprochen. Unter diesem Kriterium ist die Mindestreservepolitik überwiegend negativ zu beurteilen, und zwar nicht nur deshalb, weil sie zu den genannten Wettbewerbsverzerrungen führt, sondern auch deswegen, weil sie sich auf admi-

nistrative Eingriffe stützt und nicht – wie die Offenmarktpolitik – auf freiwillige Markttransaktionen.

Immerhin hat das EWI versucht, die ordnungspolitischen Schwächen des Mindestreserveinstruments sowohl durch die in Erwägung gezogene Verzinsung von Mindestreserveguthaben als auch durch zwei weitere Merkmale abzumildern: Zum einen soll das Mindestreservesystem im gesamten Euro-Währungsgebiet einheitlich sein, zum anderen soll der Kreis der reservepflichtigen Institute voraussichtlich nicht nur Kreditinstitute umfassen. Durch diese Merkmale könnten einige von Mindestreserven ausgehende Wettbewerbsverzerrungen vermieden werden.

Abschließend ist das Kriterium der Dezentralität des Instrumenteneinsatzes anzusprechen. Bei seiner Konzipierung des Mindestreservesystems hat sich das EWI offensichtlich bemüht, auch diesem Kriterium weitgehend zu entsprechen, vor allem durch die Regelung, daß die Reservekonten von den NZBen geführt werden sollen. Auch die Vorschrift, nach der bei Instituten mit Niederlassungen in mehreren Mitgliedsländern jede Niederlassung bei der NZB des betreffenden Landes Mindestreserven auf ihre jeweiligen Verbindlichkeiten halten muß, trägt zu einer dezentralen Verwaltung der Mindestreserven bei. Auf diese Weise könnten die Kapazitäten der NZBen und ihre speziellen Kenntnisse der in ihrem Land ansässigen Finanzinstitute genutzt werden. Außerdem erleichterte die durch Mindestreserven ermöglichte niedrige Interventionsfrequenz des ESZB am Geldmarkt auch kleineren Banken eine Beteiligung an Offenmarktgeschäften und begünstigte dadurch ebenfalls eine möglichst dezentrale Durchführung der Geldpolitik.

## **V. Klärungsbedürftige Fragen und verbleibende Risiken**

### *1. Klärungsbedürftige Fragen*

Insgesamt kann dem EWI bescheinigt werden, ein geldpolitisches Instrumentarium entwickelt zu haben, daß den an ein solches Instrumentarium zu stellenden Anforderungen weitgehend gerecht wird. So dürften vor allem die Dominanz und Differenziertheit der offenmarktpolitischen Instrumente das ESZB in die Lage versetzen, seine geldpolitischen Ziele wirksam zu verfolgen. Außerdem entsprechen die Offenmarktinstrumente weitgehend marktwirtschaftlichen Prinzipien. Mit Hilfe der ständigen Fazilitäten kann das ESZB insbesondere die Grundausrichtung seiner Geldpolitik signalisieren und seine Funktion als „lender of

last resort“ erfüllen. Auch das Mindestreserveinstrument könnte zu einer hohen Effizienz der Geldpolitik beitragen, vor allem dadurch, daß es einen hinreichend großen und nachhaltigen Bedarf an Zentralbankgeld schafft. Und schließlich ist positiv hervorzuheben, daß sämtliche Instrumente so weit wie möglich dezentral angewendet werden sollen.

Allerdings läßt das Konzept des EWI noch eine Vielzahl von Fragen offen, die möglichst bald geklärt werden müssen, damit sich die NZBen, die Geschäftsbanken und sonstigen Finanzinstitute sowie die Wirtschaftsunternehmen, die privaten Haushalte und der Staat auf die neuen Gegebenheiten einstellen können. So ist zunächst offen, inwieweit der Europäische Zentralbankrat das vom EWI entwickelte Instrumentarium (etwa das Instrument der Mindestreserve) übernehmen wird. Selbst wenn er es übernimmt, steht beispielsweise – von der Schlüsselrolle des Hauptrefinanzierungsinstruments abgesehen – noch nicht fest, welche relative Bedeutung den einzelnen Arten von Offenmarktoperationen zukommen wird. Außerdem ist beispielsweise noch unklar, in welchem Umfang, wie häufig, mit Hilfe welcher Transaktionsarten und mit welchen Geschäftspartnern das EZSB Feinststeuerungsoperationen durchführen wird. Im Bereich der ständigen Fazilitäten muß geklärt werden, wie groß der durch diese Fazilitäten abgesteckte Zinskorridor im allgemeinen sein und um wieviel der Satz für die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität die anderen Notenbankzinsen normalerweise übersteigen soll. Bezüglich der Mindestreserve muß nicht nur entschieden werden, ob sie überhaupt eingeführt werden soll; falls sie eingeführt wird, sind zudem etwa folgende weitere Fragen zu entscheiden: Sollen außer Kreditinstituten weitere Finanzinstitute reservepflichtig sein, wenn ja welche? Welche Arten von Verbindlichkeiten sollen bei der Berechnung des Reserve-Solls angesetzt werden? Wie hoch sollen die anzuwendenden und die maximal zulässigen Reservesätze sein? Sollen die Reservesätze differenziert werden, wenn ja nach welchen Kriterien? Sollen Mindestreserveguthaben verzinst werden, wenn ja welcher Teil der Guthaben und mit welchem Zinssatz?

Darüber hinaus muß geklärt werden, welche Sicherheiten als zentralbankfähig anerkannt und wie sie technisch genutzt werden können. Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang etwa die Frage, ob die Geschäftsbanken Buchkredite an Wirtschaftsunternehmen künftig zur Besicherung ihrer Refinanzierung heranziehen dürfen und auf welche Weise die NZBen die Werthaltigkeit solcher Kredite überprüfen sollen.

Obwohl die Vorbereitung der technischen, organisatorischen und regulatorischen Rahmenbedingungen, etwa die Entwicklung des grenzüber-



schreitenden Zahlungsverkehrssystems TARGET, bereits relativ weit fortgeschritten ist, sind auch in diesem Bereich noch viele Fragen offen. Insbesondere steht der Inhalt der zur Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik erforderlichen Rechtsverordnungen noch nicht fest, weil diese Verordnungen vom Rat der EU erst nach Errichtung der EZB auf deren Empfehlung erlassen werden sollen.

Und schließlich ist noch offen, welche geldpolitische Strategie die EZB verfolgen wird. Hier steht das von Deutschland favorisierte Konzept der Geldmengensteuerung dem Konzept des direkten Inflationsziels gegenüber, zu dem eine Reihe europäischer Zentralbanken in den letzten Jahren übergegangen ist (*Lane, 1996*). Eine Entscheidung darüber wird erst vom Europäischen Zentralbankrat nach dessen Konstituierung im Frühjahr 1998 getroffen werden.

## 2. Verbleibende Risiken

Selbst nachdem die im letzten Abschnitt angesprochenen Fragen entschieden worden sind, wird die Geldpolitik des ESZB mit einer Reihe von Risiken behaftet sein. Dies wird bereits an der zuletzt erwähnten Frage der geldpolitischen Strategie deutlich. Für die vom EZB-Rat beschlossene Strategie werden zumindest in einigen Ländern keine hinlänglichen Erfahrungen vorliegen, so daß etwa unklar sein wird, welche statistischen Größen dieser Länder als geldpolitische Indikatoren geeignet sind und welches Gewicht ihnen beigelegt werden sollte. Daraus können erhebliche Diagnose- und Steuerungsprobleme erwachsen.

Risiken sind darüber hinaus mit der Vereinheitlichung der geldpolitischen Instrumentarien der Teilnehmerländer verbunden. Die Instrumentarien sind bislang in den EU-Ländern recht unterschiedlich ausgestaltet, teilweise werden ähnliche Instrumente unterschiedlich gehandhabt (*EWI 1995, S. 26f.*). Beispielsweise gibt es in Belgien, Luxemburg, Dänemark, Schweden und Großbritannien keine Mindestreservepflicht. Offenmarkttransaktionen werden in einigen Ländern vornehmlich als definitive Geschäfte abgewickelt, in der Mehrzahl der EU-Länder jedoch als befristete Transaktionen in Form von Wertpapierpensionsgeschäften. Auch die Bedeutung der verschiedenen Instrumente unterscheidet sich von Land zu Land. So beläuft sich der Anteil der Offenmarktgeschäfte an der Zentralbankgeldbereitstellung in den Niederlanden auf rund 33%, in Deutschland auf rund 70% und in Frankreich auf fast 100% (*Menkhoff, 1995, S. 37*).

Aus diesen Unterschieden können in der Anfangszeit der Währungsunion zwei Risiken erwachsen: Zum einen ist es denkbar, daß die Instrumente zunächst zumindest teilweise noch unterschiedlich ausgestaltet bleiben oder unterschiedlich gehandhabt werden. Eine vom Europäischen Zentralbankrat beschlossene geldpolitische Maßnahme kann sich dann in den Teilnehmerländern unterschiedlich auswirken und damit die Erreichung ihres Ziels vereiteln oder Wettbewerbsverzerrungen hervorrufen. Zum anderen kann eine rasche Vereinheitlichung der geldpolitischen Instrumente und Verfahren in den betroffenen Volkswirtschaften zu Friktionen führen, man denke etwa an die Abschaffung des Diskontkredits in Deutschland, an eine eventuelle Einführung der Mindestreservepflicht in anderen Ländern sowie an die Änderung der relativen Bedeutung der verschiedenen Instrumente im Rahmen der Zentralbankgeldversorgung. Diese Umstellungen verändern nicht nur die Refinanzierung der Geschäftsbanken, sondern wirken sich auf die gesamten Finanzierungskreisläufe der betroffenen Volkswirtschaften aus.

Mit den einzelnen vom EWI vorgeschlagenen Instrumenten sind zudem spezifische Risiken verbunden, die bereits in den vorhergehenden Abschnitten erwähnt wurden und daher hier nur kurz rekapituliert werden müssen:

- Im Rahmen der Offenmarktpolitik besteht zum einen die Gefahr, daß die EZB, gegebenenfalls auf politischen Druck, öffentliche Haushaltsdefizite durch definitive Käufe von Staatsanleihen auf dem Kapitalmarkt indirekt finanziert. Zum anderen besteht die Gefahr, daß kleinere Kreditinstitute etwa durch hohe Mindestabschlüsse bei Wertpapierpensionsgeschäften oder durch einen starken Einsatz von Feinsteuerungsoperationen systematisch benachteiligt werden.
- Im Bereich der ständigen Fazilitäten ist das wichtigste Risiko darin zu sehen, daß das ESZB durch einen zu niedrigen Zins und einen unbegrenzten Zugang zur Spitzenrefinanzierungsfazilität zeitweise die Kontrolle über die Zentralbankgeldbereitstellung verliert.
- Im Bereich der Mindestreservepolitik besteht das Hauptrisiko darin, daß dem ESZB bei einem Verzicht auf dieses Instrument die Grundlage für einen wirksamen Einsatz seiner anderen Instrumente entzogen wird. Wird eine Mindestreservepflicht eingeführt, so kann die Effizienz der Geldpolitik vor allem durch Umgehungstransaktionen reservepflichtiger Institute beeinträchtigt werden.

Besonders gravierende Risiken ergeben sich für die Geldpolitik des ESZB aus der Tatsache, daß sich die Finanzsysteme und Finanzierungs-

gewohnheiten in den EU-Ländern zum Teil deutlich voneinander unterscheiden.<sup>11</sup> So liegt der Anteil variabel verzinslicher Kredite in Italien und Großbritannien deutlich höher als etwa in Deutschland, Schweden und den Niederlanden. Die Unternehmensfinanzierung beruht etwa in Spanien, Schweden, Großbritannien und Italien zu einem großen Teil auf kurzfristigen Krediten, während vor allem in Deutschland, Österreich, Belgien und den Niederlanden mittel- und langfristige Kredite dominieren (Ohr, 1996, S. 83). Infolge dieser Unterschiede kann sich ein und dieselbe geldpolitische Maßnahme in den verschiedenen Teilnehmerländern unterschiedlich auf den realen Sektor auswirken. Es besteht daher das Risiko, daß die einheitliche Geldpolitik nicht für alle Teilnehmerländer gleichermaßen angemessen ist.<sup>12</sup>

Gleichzeitig wird nach Einführung der Einheitswährung eine große Unsicherheit über die geldpolitischen Transmissionsprozesse bestehen. Die nationalen Erfahrungen über die Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen lassen sich nur mit Einschränkungen auf die Währungsunion übertragen, vor allem deshalb, weil die Wechselkurse zwischen den Teilnehmerländern entfallen, weil die geldpolitischen Instrumentarien und die Zahlungsverkehrssysteme grundlegend verändert werden und weil sich – nicht zuletzt als Reaktion auf diese Veränderungen – auch die Finanzsysteme und Finanzierungsgewohnheiten der Banken und Nichtbanken ändern werden. Da weitgehend unklar ist, wie sich die Transmissionsprozesse dadurch ändern werden, besteht insbesondere während der ersten Jahre der Währungsunion das Risiko gravierender geldpolitischer Fehlsteuerungen.

Berücksichtigt man zusätzlich noch, daß das ESZB etwa im Rahmen des EWS II zu Devisenmarktinterventionen verpflichtet sein kann, die seinen geldpolitischen Intentionen zuwiderlaufen können, so zeigt sich insgesamt, daß das vom EWI entwickelte geldpolitische Instrumentarium trotz seiner Vorzüge nicht ausreicht, um eine effiziente und stabilitätsgerechte Geldpolitik in der EWU zu gewährleisten.

---

<sup>11</sup> Siehe dazu im einzelnen Kaufman (Hrsg., 1992), Bank for International Settlements (Hrsg., 1995), Gruber/Ohr (1996).

<sup>12</sup> Zum Teil werden sich die Finanzierungsgewohnheiten und die Finanzsysteme zwar im Laufe der Zeit im einheitlichen Währungsraum angleichen. Deutliche Unterschiede – vor allem zwischen den historisch gewachsenen Finanzsystemen – dürften jedoch auch längerfristig bestehenbleiben.

## Literatur

Bank for International Settlements (Hrsg., 1995): *Financial Structure and the Monetary Policy Transmission Mechanism*, Basel. – Deutsche Bundesbank (1994): *Die Geldmarktsteuerung der Deutschen Bundesbank*, in: dies., *Monatsbericht*, 46. Jg., Nr. 5, S. 61 - 75. – Deutsche Bundesbank (1995a): *Die Geldpolitik der Bundesbank*, Frankfurt am Main. – Deutsche Bundesbank (1995b): *Geschäftsbericht 1994*, Frankfurt am Main. – Deutsche Bundesbank (1997a): *Geldpolitische Strategie und Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken*, in: dies., *Informationsbrief zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion*, o. Jg., Nr. 4, S. 3 - 16. – Deutsche Bundesbank (1997b): *Geldpolitik und Zahlungsverkehr*, in: dies., *Monatsbericht*, 49. Jg., Nr. 3, S. 33 - 46. – Europäisches Währungsinstitut (1995): *Jahresbericht 1994*, Frankfurt am Main. – Europäisches Währungsinstitut (1997a): *Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Festlegung des Handlungsrahmens*, Frankfurt am Main. – Europäisches Währungsinstitut (1997b): *Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB*, Frankfurt am Main. – European Monetary Institute (1997): *The Single Monetary Policy in Stage Three – Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB*, Frankfurt am Main. – Gruber, Torsten/Ohr, Renate (1996): *Einheitliche europäische Geldpolitik bei unterschiedlichen Finanzstrukturen. Besonderheiten des britischen Finanzsystems*, in: *Wirtschaftsdienst*, 76. Jg., Nr. 12, S. 646 - 650. – Hesse, Helmut (1991): *Gebieten internationale Gründe die Abschaffung der Mindestreserve?*, in: *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 127, Nr. 3, S. 429 - 451. – Hesse, Helmut/Braasch, Bernd (1994): *Zum „optimalen“ Instrumentarium der Europäischen Zentralbank*, in: Bernhard Gahlen, Helmut Hesse, Hans Jürgen Ramser (Hrsg.), *Europäische Integrationsprobleme aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht*, Tübingen, S. 161 - 183. – Issing, Otmar (1994): *Experience Gained with Monetary Policy Instruments in Germany*, in: *Monetary Policy Instruments: National Experiences and European Perspectives*, *Bankhistorisches Archiv*, Beiheft 27, S. 42 - 58. – Jarchow, Hans-Joachim (1995): *Zur Strategie und zum Instrumentarium der Europäischen Zentralbank*, in: *Aussenwirtschaft*, 50. Jg., Nr. 3, S. 423 - 442. – Kaufman, George G. (Hrsg., 1992): *Banking Structures in Major Countries*, Boston (Mass.), Dordrecht, London. – King, Mervyn (1994): *Monetary Policy Instruments: The UK Experience*, in: *Monetary Policy Instruments: National Experiences and European Perspectives*, *Bankhistorisches Archiv*, Beiheft 27, S. 59 - 72. – Knappe, Karl (1996): *Instrumente für eine europäische Geldpolitik*, in: *Die Bank*, o. Jg., Nr. 6, S. 376 - 380. – Lane, Timothy D. (1996): *Which Strategy of Monetary Policy for Europe?*, in: Horst Siebert (Hrsg.), *Monetary Policy in an Integrated World Economy*, Tübingen, S. 167 - 189. – Menkhoff, Lukas (1995): *Geldpolitische Instrumente der Europäischen Zentralbank. Eine Analyse unter den Aspekten Effizienz, Wettbewerbsneutralität und Dezentralität*, Stuttgart. – Ohr, Renate (1996): *Monetäre Steuerungsprobleme in einer Europäischen Währungsunion*, in: Werner Zohlnhöfer (Hrsg.), *Europa auf dem Weg zur Politischen Union? Probleme und Perspektiven der europäischen Integration vor „Maastricht II“*, Berlin, S. 75 - 87. – Schlüter, Peter-W. (1996): *Maastricht – Eine solide Grundlage für die europäische Geldpolitik?*, in: Rolf Caesar, Renate Ohr (Hrsg.), *Maastricht und Maastricht II: Vision oder Abenteuer?*, Baden-Baden, S. 99 - 108. – Siebke, Jürgen (1997): *Zum geldpolitischen Instrumentarium der*

Europäischen Zentralbank, in: Dieter Duwendag (Hrsg.), Szenarien der Europäischen Währungsunion und der Bankenregulierung, Berlin, S. 71 - 91.

## **Zusammenfassung**

### **Das geldpolitische Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken – Eine Analyse des EWI-Vorschlags –**

Das Europäische Währungsinstitut (EWI) hat 1997 einen Vorschlag für das geldpolitische Instrumentarium des Europäischen Systems der Zentralbanken vorgelegt. Der Vorschlag enthält drei Arten von Instrumenten: Offenmarktgeschäfte, ständige Fazilitäten und Mindestreserven. Alle drei Arten von Instrumenten werden im vorliegenden Aufsatz näher analysiert. Dabei wird zum einen herausgearbeitet, inwiefern sich die Instrumente von den heutigen der Bundesbank unterscheiden. Zum anderen werden die vorgeschlagenen Instrumente anhand der Kriterien geldpolitische Effizienz, ordnungspolitische Konformität und Dezentralität der Anwendung beurteilt. Abschließend wird aufgezeigt, welche Fragen nach der Vorlage des EWI-Vorschlags noch geklärt werden müssen und welche geldpolitischen Risiken mit der Europäischen Währungsunion verbunden sind. (JEL E5)

## **Summary**

### **The Monetary Policy Instruments of the European System of Central Banks – An Analysis of the EMI Proposal –**

In 1997, the European Monetary Institute (EMI) submitted a proposal on the monetary policy instruments of the European System of Central Banks. This proposal includes three types of instruments: open-market operations, standing facilities and minimum reserves. The paper analyses all three types of instruments. Firstly, it demonstrates to what extent these instruments differ from the ones the Bundesbank has at its disposal at present. Secondly, it evaluates the proposed instruments, using as criteria efficiency of monetary policy, conformity with the principles of a market economy, and decentralized application. Finally, the paper shows which questions still need to be clarified and what kinds of monetary policy risk are associated with the European Monetary Union.

**Résumé****Les instruments de politique monétaire  
du système européen des banques centrales  
– Une analyse de la proposition de l'Institut Monétaire Européen –**

L'institut Monétaire Européen (IME) a présenté en 1997 une proposition pour les instruments de la politique monétaire du système européen des banques centrales. La proposition contient trois sortes d'instruments: les opérations d'open market, les facilités permanentes et les réserves minimums. Dans cet article, l'auteur analyse en détail les trois types d'instruments. D'une part, il étudie de quelle manière les instruments diffèrent des instruments actuels de la Bundesbank. D'autre part, les instruments proposés sont évalués à l'aide des critères suivants: l'efficacité de la politique monétaire, la conformité de la politique de marché et la décentralisation de l'utilisation. Finalement, il montre quelles sont les questions encore en suspens de la proposition de l'IME et quels risques de la politique monétaire sont liés à l'Union monétaire européenne.