

Die Zinsbildung am Geldmarkt

Von Horst Bockelmann, Frankfurt a. M.

Der dominierende Zinssatz am Geldmarkt ist der Tagesgeldsatz. Die Zinssätze für längere Fristen sind meist etwas höher und zeigen geringere Ausschläge, folgen aber im Monatsdurchschnitt sehr eng den Bewegungen des Tagesgeldsatzes (vgl. Graphik). Man kann sich daher bei einer Untersuchung der Zinsbildung am Geldmarkt im wesentlichen auf den Tagesgeldsatz beschränken.

Der Tagesgeldmarkt dient vor allem dem Ausgleich von individuellen Mindestreservefehlbeträgen und -überschüssen zwischen den Banken. Die Mindestreservebestimmungen der Deutschen Bundesbank bilden deshalb den Rahmen für das, was sich am Tagesgeldmarkt abspielt. Die Periode, in der die Mindestreserve im Durchschnitt zu halten ist, ist der Kalendermonat. Die Höhe der bei der Bundesbank zu unterhaltenden Guthaben richtet sich nach dem Stand der reservspflichtigen Verbindlichkeiten der Kreditinstitute am 23. und am Ultimo des Vormonats und am 7. und 15. des laufenden Monats. Die einzelnen Banken wissen also erst kurz nach der Monatsmitte genau, wie hoch ihre Guthaben im Monatsdurchschnitt sein müssen¹. Dies ist aber nur ein Element der Unsicherheit, der sich die Banken bei ihren Mindestreserveredispositionen gegenübersehen. Die Girokonten, auf denen sie die Mindestreserveguthaben unterhalten, sind zugleich die wichtigsten Zahlungsverkehrskonten der Banken. Kommt es im laufenden Bargeldverkehr zu Abflüssen, so müssen sie ihre Bargeldbestände zu Lasten der Mindestreserveguthaben auffüllen. Im Abrechnungsverkehr mit anderen Banken verändern sich die Guthaben zudem täglich in schwer vorhersehbarer Weise. Für den Fernverkehr im Inland benutzen die Banken

¹ Seit März 1978 können die Kreditinstitute ihre Kassenbestände im Durchschnitt eines Monats von ihrem Reserve-Soll absetzen, das sich aus den reservpflichtigen Verbindlichkeiten und den zugehörigen Reservesätzen ergibt. Nur die Differenz ist im Monatsdurchschnitt auf Girokonto zu unterhalten. Für die Zinsbildung am Geldmarkt haben sich daraus aber nur unwesentliche Modifikationen ergeben.

auch andere Zahlungswege als den über die Bundesbank; ferner verfügen sie über ein Netz von Korrespondenzbanken im Ausland, über das sie den Auslandszahlungsverkehr abwickeln; aber was an Zahlungsvorgängen über diese Kanäle läuft, schlägt letztlich auf die Mindestreserveguthaben durch. Erfahrungswerte über die zu erwartenden Salden im Barverkehr, im bargeldlosen Zahlungsverkehr und im Verkehr mit dem Ausland bilden zusammen mit vorher bekannten Großtransaktionen im Kredit- oder Wertpapiergeschäft die Grundlage für die Mindestreservedispositionen der einzelnen Banken; aber ein erhebliches Element der Unsicherheit bleibt, auf unerwartete Bewegungen müssen sie ad hoc reagieren. Deshalb kommt keine Bank ohne Ausgleichsoperationen aus, um ihr Dispositionsziel zu erreichen: im Monatsdurchschnitt nicht geringere, wegen des Zinsentgangs möglichst aber auch nicht wesentlich höhere Guthaben auf Girokonten bei der Bundesbank zu halten, als nach den Mindestreservebestimmungen erforderlich ist.

Den einfachsten und bequemsten Weg, solche Ausgleichsoperationen vorzunehmen, bietet der Tagesgeldmarkt, wo große Beträge mit einem Minimum an Umständen bewegt werden können. Die Alternative zur Geldaufnahme am Tagesgeldmarkt ist die Verschuldung bei der Bundesbank. Hierfür gibt es in der Regel zwei Wege: Die Rediskontierung von Wechseln im Rahmen der Rediskont-Kontingente oder die Aufnahme von Lombardkredit im Rahmen der jeweils aktuellen Regelungen. Lombardkredit ist zwar stets teurer als Rediskontkredit; aber er eignet sich besser als Substitut für Tagesgeld, weil er für eine ganz kurze Frist genommen werden kann und nicht an die Restlaufzeit des verfügbaren Wechselmaterials gebunden ist. Eine entsprechende Alternative gibt es für den Geldgeber am Tagesgeldmarkt in der Regel nicht, wenn man unterstellt, daß er seine Verschuldung bei der Notenbank bereits im Rahmen des Möglichen abgebaut hat. Die Zeiten, in denen die Bundesbank im Rahmen der Geldmarktregulierung ständig Schatzwechsel und U-Schätze anbot, die eine Bank schon nach wenigen Tagen wieder mit Zinsgewinn zurückgeben konnte, liegen lange zurück.

Für die Zinsbildung am Tagesgeldmarkt läßt sich damit ein erster Rahmen abstecken: Wenn die Bundesbank Lombardkredit ohne quantitative Beschränkung anbietet, wird der Spielraum des Tagesgeldsatzes nach oben begrenzt. Selten übersteigt der Tagesgeldsatz dann den Lombardsatz um mehr als 0,1 oder 0,2 Prozentpunkte. Erst wenn Lombardkredit in sehr großem Umfang in Anspruch genommen wird, über-

schreitet der Tagesgeldsatz den Lombardsatz deutlicher, sei es, daß einzelne Banken nicht über entsprechende Lombardpfänder verfügen, sei es, daß sie aus anderen Gründen nicht als Lombardkreditnehmer auftreten wollen und die Arbitrage nicht mehr funktioniert, weil jede Bank zu sehr mit ihrem eigenen Bedarf beschäftigt ist. Aber auch in dieser Situation, in der sich die Marge zwischen den beiden Sätzen in vorhersehbarer Weise weitet, bleibt die „Führung“ des Tagesgeldsatzes durch den Lombardsatz erhalten. Wenn dagegen der Lombardkredit quantitativ beschränkt ist, kann sich der Tagesgeldsatz vom Lombardsatz völlig lösen.

Ausschläge des Tagesgeldsatzes nach unten bis fast auf Null sind nicht ausgeschlossen; eine wirksame Untergrenze für den Tagesgeldsatz gibt es nur, solange die Kreditinstitute noch in nennenswertem Umfang im Lombardkredit verschuldet sind, weil Lombardkredit — anders als Diskontkredit — jederzeit zurückgezahlt werden kann. Ein zusätzliches Angebot am Tagesgeldmarkt, das den Tagesgeldsatz deutlich unter den Lombardsatz drücken könnte, wird dann erst einmal von Banken aufgenommen, die den nun teureren Lombardkredit abdecken wollen. Tendenziell bildet auch der Diskontsatz eine gewisse Barriere gegen ein Sinken des Tagesgeldsatzes. Bei einem Tagesgeldsatz am oder unter dem Diskontsatz behalten die Banken Wechsel im eigenen Portefeuille, die sie sonst an die Bundesbank gegeben hätten. Die ausstehenden Rediskontkredite der Bundesbank schmelzen dann je nach dem Umfang der Wechselfälligkeiten mehr oder weniger rasch ab. Das hängt vor allem vom Volumen und von der Laufzeit der Wechsel ab, die die Bundesbank im Bestand hat. Im Durchschnitt haben diese Wechsel — ziemlich konstant — eine Laufzeit von etwa zwei Monaten. Je höher die Wechselbestände der Bundesbank sind, um so größer ist die Chance, daß ein Überangebot am Tagesgeldmarkt, das den Tagesgeldsatz unter den Diskontsatz drücken könnte, durch das Abschmelzen der Rediskontkredite absorbiert wird, so daß der Tagesgeldsatz den Diskontsatz nicht nennenswert unterschreitet. Bei starkem Überangebot am Tagesgeldmarkt, wie es insbesondere in der Zeit fester Wechselkurse bei großen Devisenankäufen der Bundesbank nicht selten war, wird aber die Barriere „Diskontsatz“ leicht überwunden, es kommt zur Geldmarktschwemme mit gegen Null tendierenden Tagesgeldsätzen².

² Solchen Bewegungen folgen die Geldmarktsätze für längere Fristen wie Monats- und Dreimonatsgeld nicht; für sie ist der Diskontsatz eine effektive Untergrenze.

Während relativ leicht einzusehen ist, welche große Bedeutung die Bundesbankzinsen bei bestehenden Substitutionsmöglichkeiten für die Zinsbildung am Tagesgeldmarkt haben, ist es offenbar schwer, die charakteristische Grundkonstellation zu erkennen, wie sie sich am Tagesgeldmarkt herausstellen würde, wenn ihn die Bundesbank sich selbst überließe. Das ist keine hypothetische Überlegung, denn diese Grundkonstellation wird durch Eingriffe der Bundesbank nicht aufgehoben, sondern nur in ihren Konsequenzen gemildert. Es mangelt dem Tagesgeldmarkt — auf sich gestellt — in einer Weise an Flexibilität, für die sich schwer Parallelen bei anderen Märkten finden lassen. Dieser Mangel an Flexibilität erreicht seinen Höhepunkt in den letzten Tagen der Reserveperiode (des Kalendermonats). Das Reserve-Soll ist zu diesem Zeitpunkt bekannt. Aus der Reserve-Erfüllung in den bisherigen Tagen des Monats ergibt sich, wie hoch die Zentralbankguthaben in den letzten Tagen sein müssen. Die einzige Flexibilität, die auf der Nachfrageseite nun noch besteht, beschränkt sich auf die Verteilung der restlichen Erfüllung auf die verbleibenden Tage, aber sie tendiert praktisch gegen Null, wenn man sich nicht dem Zufall des letzten Tages aussetzen will. Die Nachfrage der Banken, die ihre Guthaben noch aufstocken müssen, um ihren Mindestreserveverpflichtungen nachzukommen, ist also äußerst dringend. Sie zahlen — wenn der Weg zur Notenbank verschlossen ist — lieber am Tagesgeldmarkt extreme Sätze, weil das immer noch günstiger ist, als andere Anstrengungen zu unternehmen, die der einzelnen Bank zu höheren Guthaben bei der Notenbank verhelfen könnten. Die Banken mit Überschüssen werden dagegen keine großen Anstrengungen mehr unternehmen, um zu hohe Guthaben durch Anlage außerhalb des Geldmarktes abzubauen, wenn sie diese Beträge schon nach wenigen Tagen — bei Beginn der neuen Reserveperiode — wieder selbst gebrauchen können, und sich deshalb auch mit ganz geringen Zinserträgen am Tagesgeldmarkt zufrieden geben. Je nachdem, ob das Angebot oder die Nachfrage überwiegt, kann es also zu extremen Zinsauschlägen in der einen oder der anderen Richtung kommen.

Charakteristisch für die mangelnde Flexibilität des Tagesgeldmarktes ist aber nicht so sehr die Tatsache, daß es für den einzelnen Marktteilnehmer — sieht man von der Inanspruchnahme der Bundesbank ab — kaum eine vernünftige Alternative zur Nachfrage oder zum Angebot am Tagesgeldmarkt gibt. Entscheidend ist vielmehr die Tat-

sache, daß, auch wenn die einzelnen Marktteilnehmer von den Alternativen Gebrauch machen, die ihnen offenstehen, also z. B.

- Geld aus dem Ausland hereinholen oder Geld im Ausland anlegen,
- Wertpapiere abstoßen oder erwerben,
- sich um zusätzliche Einlagen mehr oder weniger intensiv bemühen,

damit wahrscheinlich global am Verhältnis von Angebot und Nachfrage am Tagesgeldmarkt nichts geändert wird, sondern lediglich, wie sich der Fehlbetrag oder der Angebotsüberhang auf die einzelnen Banken verteilt. Der Teilnehmerkreis am Tagesgeldmarkt und an den genannten Märkten ist nämlich im wesentlichen identisch. Das ist nicht immer evident. Der unmittelbare Kontrahent mag jemand sein, der kein Konto bei der Notenbank hat, auf dem er Mindestreserven unterhalten muß, aber dieser leistet dann seine Zahlung zu Lasten der Zentralbankguthaben seiner Bank, für die das gilt. Es ist unmittelbar evident, daß Geschäfte der Kreditinstitute untereinander die globale Angebots/Nachfrage-Konstellation am Tagesgeldmarkt nicht verändern können. Das können nur Geschäfte mit anderen Einlegern bei der Notenbank³ oder Geschäfte mit der Notenbank selbst, sei es, daß sie auf Initiative der Kreditinstitute zustande kommen, wie die schon erwähnten Lombardkreditaufnahmen und Wechselrediskontierungen, sei es, daß die Notenbank unmittelbar steuernd eingreift, wie bei Wechsel- oder Wertpapierpensionsgeschäften, bei Devisenswap- oder -pensionsgeschäften, durch die Abgabe oder Rücknahme von Schatzwechseln oder U-Schätzen oder durch Verlagerungen von Guthaben der öffentlichen Haushalte zu den Kreditinstituten nach § 17 Bundesbankgesetz.

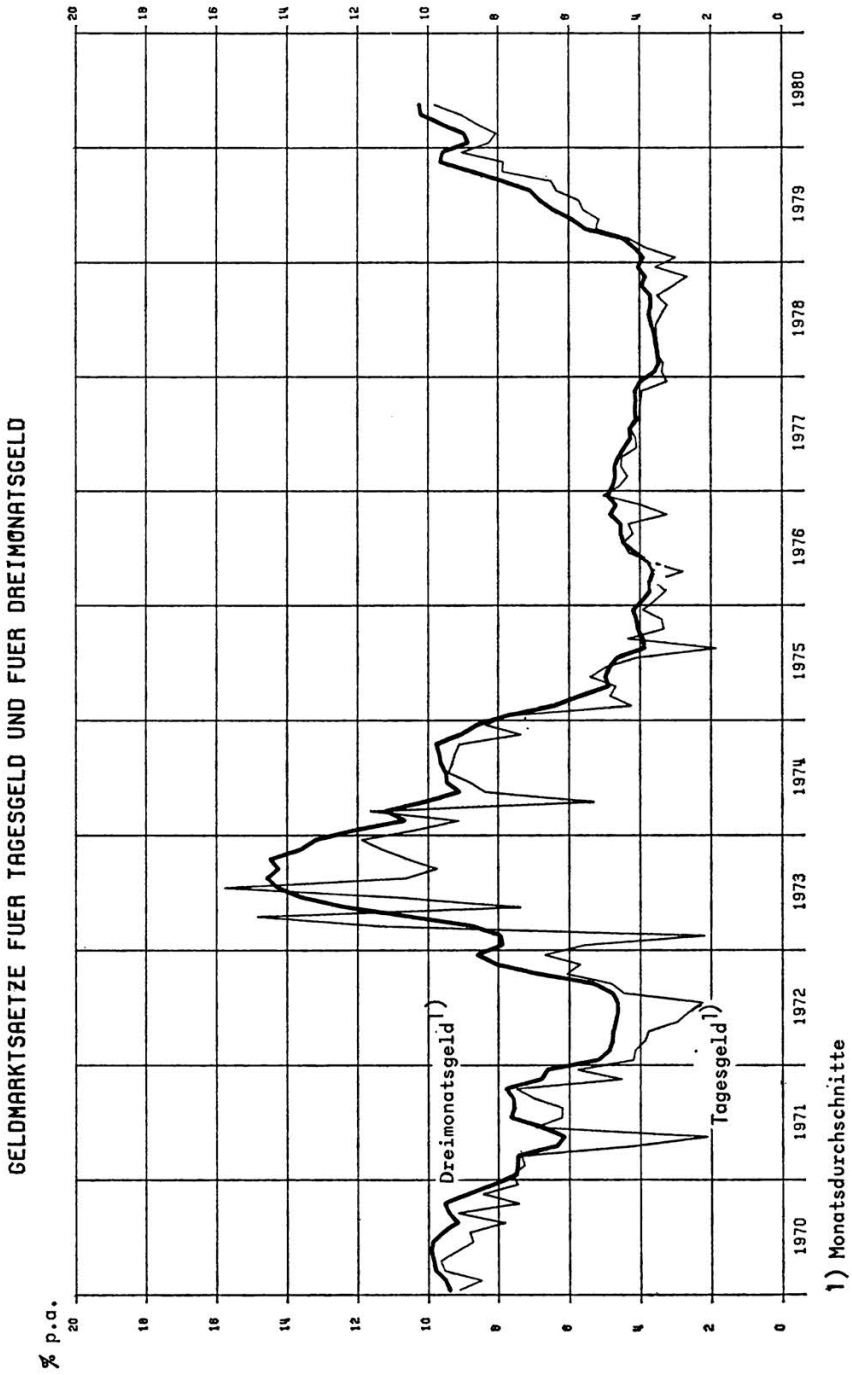
Den gerade genannten Geschäften zwischen Kreditinstituten und Notenbank ist gemein, daß sie im Hinblick auf die Lage am Geldmarkt abgeschlossen werden und zu einem Marktausgleich beitragen. Daneben gibt es auch Geschäfte, die auf die Initiative der Kreditinstitute zustande kommen und die globale Angebots/Nachfragekonstellation am Tagesgeldmarkt verändern, ohne daß dies beabsichtigt oder auch nur von den Initiatoren gesehen worden ist, etwa indem die Kreditinstitute trotz angespannter Geldmarktlage wegen einer besonders großen Zins-

³ Hierher gehört auch der denkbare Fall, daß es den Banken gelänge, den Bargeldumlauf zu vermindern und dadurch ihre Zentralbankguthaben zu erhöhen; dieser Fall hat keine praktische Relevanz.

differenz Geldexporte betreiben und die Notenbank zu Devisenmarktinterventionen veranlassen oder wenn sie sich unter gleichen Voraussetzungen bei einem Umschlagen der Zinserwartungen plötzlich stark am Wertpapiermarkt engagieren und die Bundesbank Interventionsbestände aus dem Besitz des Bundes in den Markt gibt, so daß sich dessen Zentralbankguthaben erhöhen. Es ist also nicht einfach die Höhe des Mindestreserve-Solls (und die dahinter stehende monetäre Expansion), von der die Nachfrage am Tagesgeldmarkt abhängt, aber das kommt der Flexibilität des Tagesgeldmarktes nicht zugute.

Die mangelnde Flexibilität, von der hier die Rede ist, kann man im herkömmlichen Menge/Preis-Diagramm präziser so beschreiben, daß am Tagesgeldmarkt ohne ein Eingreifen der Bundesbank nicht gewährleistet ist, daß sich die Angebots- und Nachfragekurven schneiden. Im Extremfall sind beide Kurven vertikal und parallel. Ist das Angebot (zu jedem Zins) höher als die Nachfrage, gibt es auch zu einem Zinssatz von Null kein Marktgleichgewicht. Ist die Nachfrage (zu jedem Zins) höher als das Angebot, gilt für einen Zins von Unendlich das gleiche. Manche Ökonomen und erfahrene Praktiker reagieren ungläubig, wenn davon die Rede ist, daß Angebot und Nachfrage nicht von den Preisen (hier den Zinssätzen) abhängig sein sollen. Häufig wird dann die Schuld bei irgendwelchen Rigiditäten institutioneller Art gesucht. In den USA gibt es eine solche Diskussion unter dem Stichwort „lagging reserve requirements“. Dabei geht es darum, daß die Verpflichtung, Reserven zu unterhalten, nicht synchronisiert ist mit den Verbindlichkeiten, für die diese Reserven zu halten sind. Durch die verzögerte Reservehaltung⁴, so ist die Argumentation zu verstehen, werden die Banken daran gehindert, ihr Reserve-Soll angesichts hoher Geldmarktsätze zu vermindern, indem sie ihre Verbindlichkeiten abzubauen. In der Bundesrepublik ist an sich eine ebenso lange Verzögerung der Reservehaltung gegeben, jedoch mit dem Unterschied, daß wegen der längeren Reserveperiode die Stichtage der Verbindlichkeiten noch zur Hälfte in die gleiche Reserveperiode fallen. Abgesehen davon, daß eine wirkliche Gleichzeitigkeit der Reservehaltung mit dem Stand der Verbindlichkeiten technisch kaum zu verwirklichen wäre, krankt diese Argumentation schon daran, daß die eigentlichen geschäftspolitischen Entscheidungen der Banken, die global zu einem bestimmten

⁴ In den USA sind im Durchschnitt der Reserveperiode von Donnerstag bis Mittwoch der folgenden Woche Reserven nach dem Stand der Verbindlichkeiten zwei Wochen früher zu unterhalten.



Stand der reservspflichtigen Verbindlichkeiten geführt haben, in jedem Fall weiter zurückliegen, u. U. sogar, wenn man an die Zusagen von Krediten denkt, sehr weit. Entscheidend ist aber, daß es für die einzelne Bank gar keinen Anreiz gibt, ihre reservpflichtigen Verbindlichkeiten abzubauen, denn das würde für sich betrachtet ihre Reserveposition nicht verbessern, sondern verschlechtern: bei den Guthaben ginge der betreffende Betrag voll ab, während sich das Reserve-Soll nur um einen Bruchteil (entsprechend dem Reserve-Satz) ermäßigte. In diesem Sinne ist also das Dilemma des Tagesgeldmarktes sicher nicht ein „Systemfehler“.

In einem anderen Sinne aber sind in der Tat die institutionellen Regelungen schuld an den geschilderten Problemen des Tagesgeldmarktes. Ein Monopolist (die Bundesbank in bezug auf Zentralbankguthaben) hat zugleich das Recht, anderen Institutionen (den Kreditinstituten) vorzuschreiben (durch Mindestreserveregeln), in welchem Umfang sie das nur von dem Monopolisten zu beziehende Gut (Zentralbankguthaben) zu halten haben; eine solche Konstellation würde auch auf jedem beliebigen anderen Markt zu einem im Prinzip gleichgewichtslosen Zustand (Überangebot, also Schwemme oder völlige Verklemmung) führen, wenn nicht der Monopolist ein Gleichgewicht herbeiführt (und damit einen Preis bestimmt).

Wenn die Zinsbildung am Tagesgeldmarkt in der Regel weniger dramatisch abläuft als in den geschilderten Extremfällen, so hängt das — abgesehen von dem meist kontinuierlichen Eingreifen der Bundesbank — damit zusammen, daß die Flexibilität der Marktparteien erst gegen Ende der Reserve-Periode völlig verloren geht. Zu Beginn des Monats bestimmen noch weitgehend Erwartungen die Dispositionen. Das Reserve-Soll selbst ist noch geschätzt, für die Unsicherheiten hinsichtlich der Zahlungsverkehrssalden, die eingangs geschildert wurden, gibt es noch weite Margen, die eine extreme Zinsbildung ausschließen. Eine weitere Unsicherheit betrifft die Zinsentwicklung im weiteren Verlauf des Monats. Wer eine Anspannung erwartet, deckt den eigenen Bedarf früh und hält Überschüsse eher zurück, wer mit einer Schwemme rechnet, tut das Gegenteil. Um den Kern der Banken, die ihr eigenes Geschäft am Geldmarkt besorgen, gruppieren sich Geldhandelsbanken (die gleichzeitig anbieten und nachfragen) und Arbitrageure (die z. B. Rediskontlinien ausnutzen, um Gelder am Markt anzubieten). Unterschiede in der Markteinschätzung aller dieser Teilnehmer wirken in den ersten Wochen des Monats zusammen, um dem

Markt ein höheres Maß an Flexibilität zu geben; dieses verschwindet aber in dem Maße, wie Fakten an die Stelle von Erwartungen treten. Schließlich muß in diesem Zusammenhang hinsichtlich der Zinsbildung am Tagesgeldmarkt auch noch die Frage erörtert werden, was es sich die Kreditinstitute wirklich kosten lassen, ihren Mindestreserveverpflichtungen nachzukommen, weil da die Ausschläge des Tagesgeldsatzes doch noch eine Grenze finden. Der höchste jemals registrierte Tagesgeldsatz in der Bundesrepublik war 40 % p. a. am 31. 8. 1973⁵. Das beweist an sich, daß die Banken ihre Mindestreserveverpflichtungen sehr ernst nehmen (auch wenn die Höhe des Jahreszinses bei einer Geldaufnahme für nur einen Tag in nicht zu hohen Beträgen in der Ertragsrechnung nicht allzu stark zu Buche schlagen mag). Doch würde mit Sicherheit das Instrument der Mindestreserve selbst in Mitleidenchaft gezogen, wenn Wohlverhalten in dieser Hinsicht häufig so teuer wäre; man würde immer mehr Entschuldigungsgründe finden, um zu beweisen, daß man eine Untererfüllung beim besten Willen nicht vermeiden konnte. So extreme Tagesgeldsätze würden sich also nicht sehr oft wiederholen.

Am Verständnis der Zinsbildung am Tagesgeldmarkt hängt das Verständnis mancher Probleme der Geldpolitik. Hier wurde der Tagesgeldmarkt als ein Markt dargestellt, an dem ohne die Mitwirkung der Notenbank kein Marktausgleich zustande käme. Daraus folgt, daß die Notenbank die Zinsbildung am Geldmarkt dominiert, nicht weil sie es will, sondern weil sie nicht anders kann. Das ist keine Frage der Notenbankstrategie, sondern allenfalls des gesamten institutionellen Rahmens, in dem sich die Geldpolitik abspielt.

Zusammenfassung

Die Zinsbildung am Geldmarkt

Entscheidend für die Zinsbildung am Geldmarkt sind die Verhältnisse am Tagesgeldmarkt. Der Tagesgeldmarkt ist ein Markt, an dem in aller Regel nur die Notenbank einen Marktausgleich herbeiführen kann, so daß die

⁵ Der August 1973 war an sich kein angespannter Monat am deutschen Tagesgeldmarkt; zwar war der Lombardkredit ausgesetzt, durch Devisenmarktinterventionen der Bundesbank hatten aber die Zentralbankguthaben noch im Juli stark zugenommen. Um eine sonst sicher erscheinende Schwemme zu verhindern, offerierte die Bundesbank erstmals 5- und 10-Tages-Schatzwechsel, die von den Banken so ausgiebig gekauft wurden, daß selbst Wechselpensionsgeschäfte in den letzten Tagen des Monats die extreme Anspannung am Ultimo nicht mehr verhindern konnten.

Zinsbildung an diesem Markt zwangsläufig dominiert. Angebot und Nachfrage am Tagesgeldmarkt mangelt es gegen Ende des Monats in einer Weise an Flexibilität, für die sich schwer Parallelen an anderen Märkten finden lassen. Das hängt eng mit den Mindestreservvorschriften zusammen, allerdings ganz generell und nicht, wie oft angenommen wird, mit der verzögerten Reservehaltung. Auch bei gleichzeitiger Reservehaltung, wenn sie technisch zu verwirklichen wäre, gäbe es für die einzelne Bank keinen Anreiz, reservepflichtige Verbindlichkeiten abzubauen, denn das würde für sich betrachtet ihre Reserveposition nicht verbessern, sondern verschlechtern.

Summary

Interest-Rate Determination on the Money Market

The conditions on the day-to-day money market are decisive for interest-rate determination on the money market. The day-to-day money market is a market on which, as a general rule, only the central bank can bring about market equilibrium and hence necessarily dominates interest-rate determination on this market. Supply and demand on the day-to-day money market towards the end of the month lack flexibility in a manner for which it is difficult to find parallels on other markets. This is closely connected with the minimum reserve requirements, although in a quite general way, and not, as is often assumed, with the reserve-holding lag. Even with simultaneous reserve-holding, if it were technically possible, the individual bank would have no incentive to reduce liabilities subject to reserve requirements, for considered on its own this would not improve, but deteriorate the bank's reserve position.

Résumé

La formation des taux d'intérêt sur le marché monétaire

Les conditions du marché de l'argent au jour le jour sont déterminantes de la formation des taux d'intérêt sur le marché monétaire. Le marché au jour le jour est un marché sur lequel normalement seule la banque centrale est en mesure d'assurer les nécessaires rééquilibrages, de sorte qu'elle domine forcément la formation des taux de ce marché. Vers la fin du mois, l'offre et la demande sur ce marché manquent d'élasticité d'une manière telle qu'il est malaisé de trouver des parallèles sur d'autres marchés. C'est en relation étroite avec les dispositions sur les réserves minimales, mais tout à fait en général et non pas, comme on le croit souvent, avec celles sur les réserves différées. Même avec la constitution de réserves simultanées, pour autant qu'elles soient réalisables techniquement, une banque n'aurait aucun intérêt à réduire ses engagements soumis à réserves, car celle n'améliorerait pas, mais détériorerait sa position de réserves.