

Maßnahmen zur Erhöhung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens

Michael Pfeiffer

Die vorliegende Studie zeigt, dass ausgeprägte Zinserwartungen bei entsprechenden Rahmenbedingungen für geldpolitische Transaktionen kurzfristig das Bietungsverhalten der Geschäftspartner massiv beeinflussen können. Damit ist eine unerwünschte Reaktion der kurzfristigen Geldmarktsätze unter erhöhter Volatilität wahrscheinlich.

Aus diesen Gründen hat das Eurosystem im ersten Quartal 2004 Maßnahmen gesetzt, um solchen potenziellen Störungen für die geldpolitische Signalwirkung entgegenzutreten. Die veränderte Konzeption soll einen wichtigen Beitrag zur Effizienzsteigerung des geldpolitischen Handlungsrahmens leisten.

Auf anderem Gebiet, nämlich im Bereich der Regelungen für refinanzierungsfähige Sicherheiten, wurde ein Schritt zur Weiterentwicklung hinsichtlich der Exaktheit und Nachvollziehbarkeit ihrer Bewertung gesetzt bzw. erfolgte eine Präzisierung der Kriterien für bestimmte Bonitätsanforderungen.

1 Einleitung

Die Eckpfeiler des geldpolitischen Instrumentariums des Eurosystems sind Offenmarktgeschäfte und so genannte ständige Fazilitäten. Durch Offenmarktgeschäfte wird die regelmäßige Refinanzierung des Bankensystems durch die Europäische Zentralbank (EZB) gewährleistet, wobei das Schwergewicht bei den kurzfristigen Tendersgeschäften⁴ (Hauptrefinanzierungsgeschäft, HRG) und die Initiierung der Transaktionen immer bei der EZB liegt.

Der Mindestbietungssatz bei den kurzfristigen Tendersgeschäften dient dem Eurosystem als Signalsatz für die Ausrichtung der Geldpolitik. Für den Interbankenmarkt stellt er in der Regel eine wichtige Orientierungsmarke für die Overnight-Zinssätze dar, die sich im Gleichgewicht auch nicht stark davon entfernen.⁵

Im Rahmen der Offenmarktgeschäfte erfolgt nicht nur die regelmäßige Versorgung mit Zentralbankgeld, sondern es wird auch Feinsteuerung betrieben. Damit reagiert die EZB – falls erforderlich – auf Ungleichgewichte auf dem Geldmarkt und trägt auf diese Weise zur Reduktion der Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen bei.

Ständige Fazilitäten hingegen können auf Initiative der Banken in Anspruch genommen werden und dienen zur kurzfristigen Aufnahme von Overnight-Krediten (Spitzenrefinanzierungsfazilität) oder zur Veranlagung von Überschussgeldern (Einlagefazilität).

Eine wesentliche Rahmenbedingung stellt die Verpflichtung der meisten Banken zur Mindestreserve-Haltung (MR-Haltung) dar. Dieses so genannte MR-Soll wird ermittelt, indem 2% bestimmter Einlagenkategorien auf Konten bei den Zentralbanken zu hinterlegen sind. Die auf diese Weise ermittelten Verpflichtungen sind lediglich im täglichen Durchschnitt über die gesamte MR-Periode zu erfüllen. Die Banken sind damit in der Lage, ihren Liquiditätszu- und -abflüssen in der MR-Gestionierung Rechnung zu tragen und müssen keine täglichen Ausgleichsgeschäfte auf dem Geldmarkt tätigen. Die damit erzielte Transaktionsreduktion führt zu einer Verstetigung der kurzfristigen Geldmarktzinsen.

Wie bereits in den vergangenen Jahren ist die Durchführung der geldpolitischen Beschlüsse der EZB auch im Jahr 2003 relativ reibungslos und

Wissenschaftliche
Begutachtung:
Friedrich Fritzer,
Abteilung für
volkswirtschaftliche
Analysen.

⁴ Bei diesen Transaktionen wird das Zentralbankgeld dem Bankensystem von der EZB in einem vordefinierten Auktionsverfahren zur Verfügung gestellt.

⁵ Diese Grundregel kann bei Vorliegen temporärer Unter-/Überliquiditätssituationen kurzfristig durchbrochen werden.

ohne extreme Störungen vor sich gegangen:

- Die Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen gemessen am Verlauf des Euro OverNight Index Average (EONIA), d. h. des Euro-Referenzzinssatzes für unbesicherte Overnight-Gelder auf dem Interbankenmarkt, war im Jahresdurchschnitt gering. Insbesondere war die Differenz zwischen dem Mindestbietungssatz der EZB-Tenderoperationen und dem EONIA zumeist auf niedrigem Niveau stabil. Daraus kann die Schlussfolgerung gezogen werden, dass in den meisten Fällen eine ausgeglichene Liquiditätssituation auf dem Geldmarkt vorherrschte und damit keine nennenswerten Anspannungen auftraten.
- Beide ständigen Fazilitäten, d. h. sowohl die Einlagefazilität als auch die Spitzenrefinanzierungsfazilität, wurden im Durchschnitt nur in geringem Ausmaß in Anspruch genommen. Das ist grundsätzlich dann der Fall, wenn die Liquiditätsversorgung der Banken relativ zu ihren Bedürfnissen adäquat und die Volatilität der Geldmarktzinsen unerheblich ist.

Insgesamt betrachtet hat sich daher auch im Jahr 2003 bestätigt, dass der Handlungsrahmen für geldpolitische Transaktionen im Großen und Ganzen eine stabile Geldversorgung der Banken durch die Zentralbank sichert. Gleichzeitig hat sich die Struktur, insbesondere im Hinblick auf einige wenige durchgeführte Feinststeuerungsoperationen, flexibel genug gezeigt, um auf Sondersituationen rasch und angemessen zu reagieren.

Trotz eines sehr ausgewogenen und stabilen Gesamtbilds gibt es gelegentlich Situationen, in denen tem-

poräre Ungleichgewichte auf dem Geldmarkt zu beobachten sind. Diese können einerseits dadurch hervorgerufen werden, dass sich liquiditätsbestimmende Faktoren (z. B. der Banknotenumlauf oder liquiditätsrelevante Transaktionen des Bundes) unvorhergesehen entwickeln. In der Folge ergibt sich eine kurzfristige Über- oder Unterversorgung des Marktes mit Liquidität und die kurzfristigen Zinsen reagieren entsprechend.

Andererseits ist es aber auch möglich, dass Zinssatzspekulationen zu einem Bietverhalten der Banken führen, das nicht den tatsächlichen Liquiditätserfordernissen entspricht.

Insbesondere in dem bis Februar 2004 gültigen Handlungsrahmen für geldpolitische Transaktionen traten vereinzelt derartige Situationen auf, die in der Folge exemplarisch einer Kurzanalyse unterzogen werden.

Ein weiterer wesentlicher Faktor im geldpolitischen Handlungsrahmen ist die Tatsache, dass Zentralbankliquidität nur gegen ausreichende und adäquate Sicherheiten an die Geschäftspartner vergeben wird. Damit ist es erforderlich, neben genauen Kriterien für die Refinanzierungsfähigkeit dieser Sicherheiten auch Risikokontrollmaßnahmen zu definieren. Diese sollen das Eurosystem vor dem Risiko finanzieller Verluste für den Fall, dass die hereingenommenen Sicherheiten aufgrund des Ausfalls eines Geschäftspartners verwertet werden müssen, schützen. In den vergangenen Jahren wurden diese Maßnahmen zunehmend verfeinert und den Bedürfnissen moderner Finanzmärkte angepasst. Ein weiterer Schritt in diese Richtung wurde mit dem ersten Quartal 2004 wirksam und wird in Kapitel 4 der vorliegenden Studie beschrieben.

2 Temporäre Ungleichgewichte und ihre Ursachen

Vorweg ist zu erwähnen, dass sich die vorliegende Betrachtung primär auf die Phase seit Anwendung der Zinstendermethode bei der Durchführung des HRG bezieht.⁶

Die EZB erhält von jeder nationalen Zentralbank täglich ein detailliertes Datenset über die voraussichtliche Entwicklung der so genannten autonomen Liquiditätsfaktoren, z. B. des Banknotenumlaufs oder der liquiditätsrelevanten Aktivitäten öffentlicher Stellen, bis zum Ende der laufenden MR-Periode. Zusammen mit den jeweiligen aktuellen Reservebeständen der Banken kann die EZB daraus eine Liquiditätsbedarfsrechnung für das gesamte Eurosystem erstellen. Auf Basis dieser Kalkulation errechnet sie die jeweiligen Tenderzuteilungen.

Eine Unterbietungssituation liegt somit dann vor, wenn der erwähnte rechnerische Liquiditätsbedarf den Banken nicht zur Verfügung gestellt werden kann, weil dafür keine ausreichenden Gebote in der Tenderoperation gestellt wurden. Je nach der Höhe des daraus resultierenden Fehlbetrags hat dies entsprechende Reaktionen der Geldmarktzinsen zur Folge.

Exemplarisch können zwei Situationen im März und im Juni 2003 angeführt werden, in denen jeweils eine deutliche Unterbietungssituation vorherrschte. In diesen beiden Fällen stellten die Fehlbeträge für eine reibungslose MR-Erfüllung mit 43 bzw. 20 Mrd EUR eine nennenswerte Größenordnung dar (zum Vergleich:

der Jahresdurchschnitt des MR-Soll betrug 2003 rund 130 Mrd EUR) und verdienen daher eine nähere Betrachtung.

Um diese temporären Ereignisse zu analysieren, ist es zunächst erforderlich, die Wirkungsweise des bisherigen Handlungsrahmens für geldpolitische Transaktionen zu skizzieren. Dabei sind primär zwei Hauptfaktoren herauszuarbeiten:

- 1) Das MR-System mit seiner Erfüllungsperiode zwischen dem 24. des Vormonats und dem 23. des darauf folgenden Monats.
- 2) Die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte betrug zwei Wochen.

Besonders der erste Punkt ist im vorliegenden Zusammenhang von Relevanz: Wie bereits erwähnt, erfolgt die Erfüllung der MR-Verpflichtung im täglichen Durchschnitt über die gesamte MR-Periode. Das bedeutet, dass sich die mindestreserverpflichtigen Institute ihr individuelles „Erfüllungsmuster“ gestalten können. Je nach eigener Liquiditätslage, aber auch je nach Einschätzung der Zinsentwicklung auf dem Geldmarkt, wird fallweise eher „Frontloading“ oder eher „Backloading“ betrieben.

Bei einer Frontloading-Strategie liegt der Erfüllungsschwerpunkt (es wird also mehr MR als der erforderliche Durchschnittswert gehalten) in der ersten Hälfte der MR-Periode. Die Gründe dafür können entweder in Liquiditätszuflüssen aus der Geschäftstätigkeit des Instituts zu diesem Zeitpunkt, aber auch in der Erwartung einer Zinssatzerhöhung in der zweiten Hälfte der MR-Periode liegen.

⁶ Insbesondere im Jahr 2000 kam es aufgrund starker Zinssteigerungserwartungen in Verbindung mit dem damals angewendeten Mengentenderverfahren, bei dem es nur einen Fixzinssatz gibt, zu extremen Überbietungssituationen. Das Mengentenderverfahren impliziert einen fixen Zinssatz, d. h. keinerlei Marktrisiko für die bietende Bank. Diesem Umstand wurde letztlich durch die Umstellung auf das Zinstenderverfahren Rechnung getragen.

Umgekehrt erwartet eine Bank, die Backloading betreibt, Zuflüsse in der zweiten Hälfte der MR-Periode oder eine Zinssatzsenkung. Daher hält sie am Anfang der MR-Periode weniger Zentralbankgeld als den geforderten MR-Durchschnittswert, um später entweder mittels der erfolgten Zuflüsse oder – wenn die erwartete Zinssenkung tatsächlich eingetreten ist – durch eine günstigere Aufnahme des Fehlbetrags auf dem Geldmarkt oder bei der EZB die nötige Aufstockung vorzunehmen.

Ein wesentliches Entscheidungskriterium für derartige Strategien liegt für die Marktteilnehmer unter den skizzierten Rahmenbedingungen im Zeitpunkt, wann die EZB grundsätz-

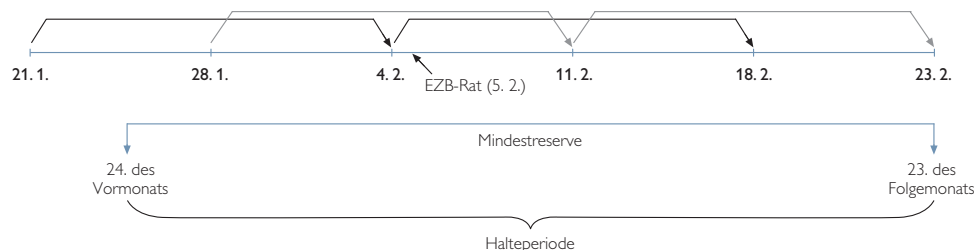
lich Zinsentscheidungen vornimmt. Die dafür nötige Einschätzung der geldpolitischen Ausrichtung mit allfälligen daran geknüpften Zinsbeschlüssen erfolgt durch den EZB-Rat in der Regel bei der ersten Sitzung eines Monats.⁷

Ist diese Regel nunmehr eingebettet in ein MR-Regime mit einer Erfüllungsperiode, die jeweils vom 24. eines Monats bis zum 23. des Folgemonats andauert (d. h. das „alte“ System), ist implizit immer die Möglichkeit gegeben, dass eine Leitzinsänderung innerhalb einer MR-Periode vorgenommen werden kann.

Grafik 1 verdeutlicht diesen Zusammenhang.

Mindestreserve-System alt und EZB-Zinsbeschlüsse

Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit 14 Tagen Laufzeit



Quelle: OeNB.

Für den Fall, dass sich die Erwartungshaltung der Marktteilnehmer in Bezug auf eine bevorstehende Leitzinsveränderung verdichtet, sind in diesem Szenario unmittelbare Konsequenzen auf das Bietungsverhalten der Banken bei den Tenderoperationen der EZB sehr wahrscheinlich. Da ein enger Zusammenhang zwischen den oben skizzierten MR-Erfüllungsmustern der Banken und deren Bietungsverhalten vorliegt, kann eine

Abhängigkeit der Gebotssumme (und auch der gebotenen Zinssätze) bei den Tendergeschäften vor allem von zwei Faktoren festgestellt werden: dem Liquiditätsbedarf bzw. der erwarteten Liquiditätsausstattung zu Ende der MR-Periode sowie vom Abstand zwischen den kurzfristigen Geldmarktsätzen und dem Mindestbietsatz der HRGs. Diese Geldmarktquotierungen werden selbstverständlich auch von Erwartungen über die Zins-

⁷ Am 8. November 2001 wurde bekannt gegeben, dass der EZB-Rat die Geldpolitik der EZB in der Regel nur noch in der ersten Sitzung eines Monats erörtert. Der genaue Zeitplan der monatlichen Sitzungen wird von der EZB jeweils zur Jahresmitte für das folgende Jahr veröffentlicht. Falls es erforderlich ist, kann die EZB allerdings von diesem Zeitplan abweichen.

entwicklung in der unmittelbaren Zukunft beeinflusst.

Heterogene Zinssatzgebote der Banken bei HRGs reflektieren u. a. deren unterschiedliche Erwartungen über die Höhe des marginalen Zuteilungssatzes und die Risikobereitschaft der Institute zu Alternativrefinanzierungen auf dem Geldmarkt. Dabei spielen selbstverständlich auch die individuelle Ausstattung mit refinanzierungsfähigen Sicherheiten, die zu erwartende Kreditrisikoprämie und die jeweilige Bilanzstruktur eine Rolle.

Als Referenzwerte auf dem Geldmarkt für die beim Tender gebotenen Zinssätze dienen die kurzfristigen Sätze für unbesicherte Einlagen, in zunehmendem Ausmaß die EONIA-Swapsätze⁸ aufgrund der hervorragenden Liquidität dieses Marktsegments sowie entsprechende Repo-Sätze.

Grundsätzlich reflektieren kurzfristige Geldmarktsätze (z. B. der Taggeldsatz) neben den aktuellen Gleichgewichtszuständen auf dem Geldmarkt immer auch in einem gewissen Ausmaß das erwartete Niveau des HRG-Mindestbietsatzes zu Ende der MR-Periode und die Einschätzung, ob die Liquiditätslage zu diesem Zeitpunkt entspannt oder angespannt sein wird. Werden diese Bedingungen als neutral eingestuft bzw. rechnet der Markt keinesfalls mit einer Leitzinsänderung durch die EZB und besteht weder eine hohe Wahrscheinlichkeit für Anspannung noch für Überliquidität zu Ende der MR-Periode, so wird die Differenz zwischen dem Taggeldsatz und dem Mindestbietsatz der HRGs in der Regel maximal wenige Basispunkte betragen.

Je früher allfällige Ungleichgewichte vom Markt wahrgenommen (bzw. erwartet) werden, desto früher entfernt sich der kurzfristige Geldmarktsatz vom Mindestbietsatz. Diese Amplitude kulminiert normalerweise am Reserveultimo, weil dann die genaueste Einschätzung über die Höhe erforderlicher Ausgleichsbeträge (Aufnahme bzw. Veranlagung von Defiziten/Überschüssen über die ständigen Fazilitäten des Eurosystems) vorliegt.

Aus den skizzierten Einflussfaktoren geht hervor, dass die Erwartung knapp bevorstehender Leitzinsveränderungen durchaus zu einem deutlich modifizierten Bietungsvolumen führen kann. So kann eine ausgeprägte Erwartung steigender Leitzinsen stark ansteigende Gebote bei den HRGs bewirken (dieses Phänomen konnte in den Jahren 1999 bis 2000, wie bereits erwähnt, beobachtet werden). Vice versa ist bei Spekulation auf eine unmittelbar bevorstehende Leitzinssenkung mit einem deutlich niedrigeren Bietinteresse zu rechnen. In diesem Fall kann auch bei der Durchführung von Zinstendern aufgrund der Vorgabe eines Mindestbietsatzes keine ausreichende Anpassung des vorhandenen Bietinteresses über den Preis (nach unten) vorgenommen werden, sondern sie wird über das nachgefragte Volumen erfolgen. Starke Zinssenkungserwartungen führen tendenziell zu einem Abwärtsdruck auf die kurzfristigen Geldmarktzinsen, was temporär auch ein Absinken unter den Mindestbietsatz bewirken kann; dies konnte in der Praxis auch im Umfeld von Unterbietungen beobachtet werden.

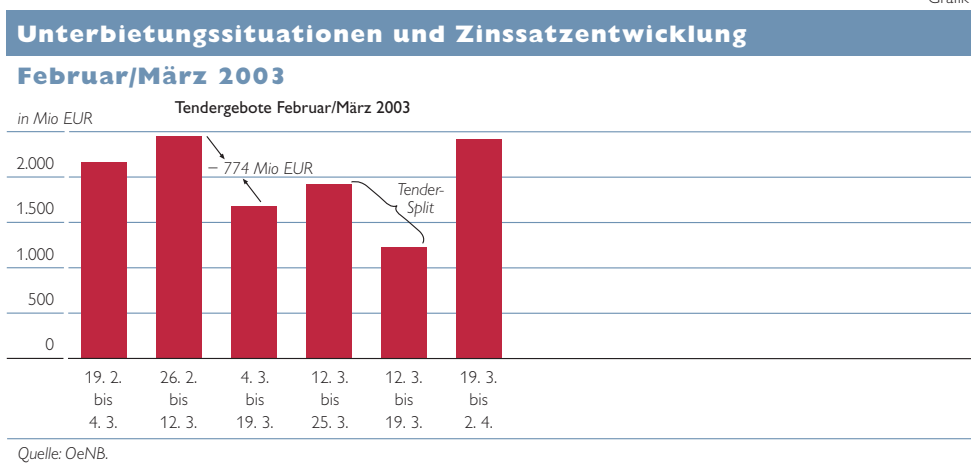
⁸ Bei einem EONIA-Swap wird über eine bestimmte Laufzeit, z. B. eine Woche, ein fixer Terminalsatz gegen den Durchschnitt der EONIA-Sätze über diese Periode getauscht. Nach deren Ablauf wird die Differenz in der Regel ausbezahlt.

Interessant ist allerdings, dass der Geldmarktsatz als unmittelbare Folge einer ausgeprägten Unterbietungssituation auch deutlich über den Mindestbietsatz ansteigen kann, obwohl eine Zinssenkungserwartung auf dem Markt herrschte (Grafik 2).

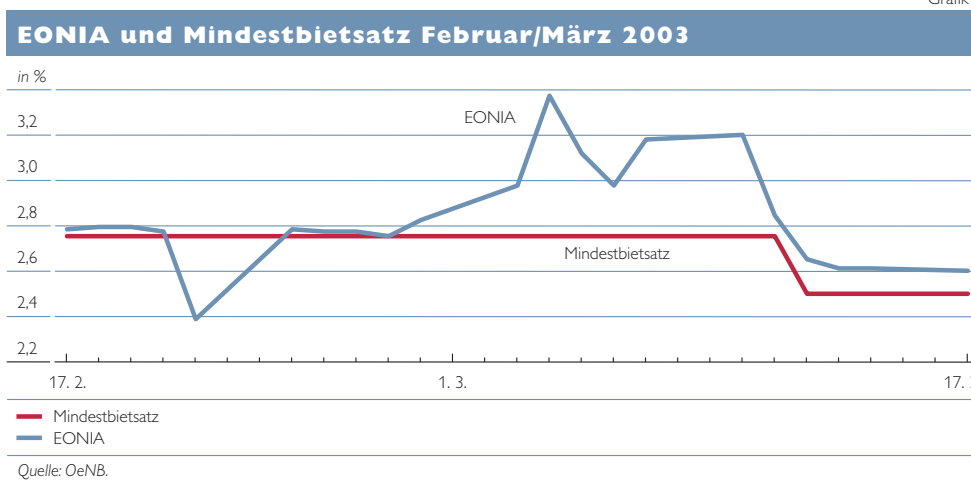
Die Begründung liegt darin, dass ein temporäres Liquiditätsdefizit gemessen an der erforderlichen MR-Erfüllung entsteht, die wiederum eine Zinsreaktion nach oben mit temporärer Erhöhung der Volatilität auslöst.

Dies stellt ein typisches Beispiel für eine Situation dar, die der Markt im zuvor erwähnten Sinn nicht als „liquiditätsneutral“ einstuft und daher entsprechend reagiert. Dabei kann davon ausgegangen werden, dass sich die kurzfristigen Zinsen umso eher bewegen, je höher das kumulierte Liquiditätsdefizit eingeschätzt wird. Derartige Marktreaktionen können die kurzfristigen Zinssätze zwischenzeitlich bis knapp an das Niveau der Spitzenrefinanzierungsfazilität heranführen.

Grafik 2



Grafik 3



Die EZB hat auf derartige Situationen normalerweise mit erhöhten Zuteilungen bei den nachfolgenden Tenderoperationen reagiert. Darüber hinaus wurden gelegentlich auch so

genannte Tender-Split-Operationen eingesetzt. Das bedeutet, dass parallel zum regulären HRG eine zusätzliche Operation mit einer Laufzeit von einer Woche ausgeschrieben wurde,

um die Volumina der ausstehenden Tendergeschäfte wieder zu synchronisieren.

Trotzdem mussten die Banken die Spitzenrefinanzierungsfazilität häufig verstärkt in Anspruch nehmen, da die erhöhte Zuteilungsmenge nicht notwendigerweise den gesamten Fehlbetrag abdeckte.

Zusätzlich zum Faktor Zinserwartungen innerhalb einer MR-Periode war im ausgelaufenen System ein zweiter Aspekt von Relevanz: Aus der zweiwöchigen Laufzeit (bei wöchentlicher Neuausschreibung) des HRG resultierte eine Überlappung zumindest des letzten HRGs einer MR-Erfüllungsperiode mit der nachfolgenden. Dies konnte daher dazu führen, dass Zinsänderungserwartungen für die nächste Erfüllungsperiode bereits in der aktuellen Periode Auswirkungen auf das Bietverhalten nach sich zogen.

Verzerrungen des Bietverhaltens aus spekulativen Gründen und die daraus resultierenden Anspannungen auf dem Geldmarkt mit erhöhten Volatilitätsphasen sind aus Zentralbanksicht unerwünscht, da die HRGs nicht nur für die regelmäßige Versorgung des Marktes mit Zentralbankgeld, sondern auch für die Signalgebung des geldpolitischen Kurses der EZB eine wichtige Rolle spielen.

Im derzeitigen System mit Zinstendern als technische Abwicklungsform ist diese Signalfunktion durch den Mindestbietsatz gegeben (während der Phase, in der die HRGs über Mengentender abgewickelt wurden, war dies der Festzinssatz der Mengentender).

Je höher die Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen infolge Erwartungshaltungen der Marktteilnehmer ist, umso mehr gerät die gewünschte Signalwirkung in Gefahr.

3 Maßnahmen zur Verringerung der aufgetretenen Verzerrungen

Um die skizzierten Auswirkungen von Erwartungshaltungen der Geschäftspartner auf den Geldmarkt zu minimieren, beschloss der EZB-Rat bereits zu Beginn des Jahres 2003, folgende Modifikationen des geldpolitischen Handlungsrahmens mit Wirkung vom ersten Quartal 2004 vorzunehmen:⁹

3.1 Mindestreserve

Da – wie bereits dargestellt – ein bedeutender Faktor für die aufgetretenen Ungleichgewichtssituationen in der Ausgestaltung des MR-Erfüllungsrahmens lag, war es nahe liegend, eine Veränderung dieser Rahmenbedingungen vorzunehmen.

Unter dem neuen Regime beginnt die MR-Periode immer am Abwicklungstag des HRG, der auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für welche die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Im Zuge dieser Neuregelung fallen auch Veränderungen der Zinssätze der ständigen Fazilitäten und der Beginn einer neuen MR-Erfüllungsperiode in der Regel zusammen.

Das bedeutet, dass es keine hinsichtlich Dauer fix definierten MR-Perioden mehr gibt, sondern aufgrund des variablen Elements des Entscheidungstages des EZB-Rats für geldpolitische Veränderungen unter-

⁹ Die eingeleiteten Schritte wurden durch ein am 7. Oktober 2002 vom Eurosystem eingeführtes öffentliches Konsultationsverfahren beeinflusst. Dabei wurden die Meinungen der Marktteilnehmer zu einer Reihe geplanter technischer Maßnahmen eingeholt, die auf eine verbesserte Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens abzielen.

schiedlich lange Erfüllungszeiträume geschaffen wurden.

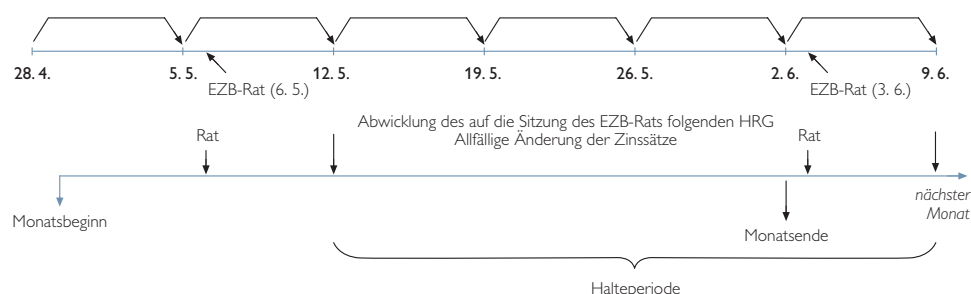
Aus berechnungstechnischer Sicht ist der Umstand wesentlich, dass unter dem neuen System der Zeitraum zwischen dem Termin, zu dem die MR-Basis berechnet wird – d. h. dem letzten Tag eines Monats – und

dem Beginn der MR-Erfüllungsperiode mindestens so lang ist wie im alten System. So wird beispielsweise das MR-Soll eines Kreditinstituts für eine im April beginnende Erfüllungsperiode unter Verwendung der von Ende Februar stammenden Daten zur MR-Basis berechnet.

Grafik 4

Mindestreserve-System neu und EZB-Zinsbeschlüsse

Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit einer Woche Laufzeit



Quelle: OeNB.

3.2 Tenderoperationen

Wie erwähnt war auch der Zuteilungsrhythmus der HRGs ein Faktor, der potenziellen Verzerrungen beim Bietverhalten in bestimmten Situationen Vorschub leistete. Durch die wöchentliche Neuausschreibung von Tenderoperationen mit einer Laufzeit von zwei Wochen kam es regelmäßig zu Überlappungen ausständiger Geschäfte, die in nachfolgende MR-Perioden hineinreichten.

Obwohl die Laufzeit von 14 Tagen, den Horizont der Zentralbankgeldversorgung betreffend, als angemessen bezeichnet werden kann, wurde dennoch die Entscheidung getroffen, die Laufzeit und die Neuausschreibung zu synchronisieren: Die Laufzeit der HRGs wurde somit von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt.

Eine technische Änderung wurde auch bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (mit einer Laufzeit von drei Monaten) vorgenommen: Sie

werden in der Regel am letzten Mittwoch eines jeden Kalendermonats anstatt – wie unter dem alten System – am ersten Mittwoch jeder MR-Erfüllungsperiode zugeteilt.

3.3 Erwünschter Effekt dieser Maßnahmen

Die Kombination der genannten Modifikationen soll einerseits dazu beitragen, die Erwartungen, dass die Zinsen in der aktuellen Erfüllungsperiode geändert werden, zu beseitigen, da Änderungen der EZB-Leitzinsen im Allgemeinen erst für die kommende MR-Erfüllungsperiode gelten und die Liquiditätsbedingungen nicht mehr von einer MR-Erfüllungsperiode in die nächste hineinreichen. Andererseits wurde durch die Laufzeitverkürzung des HRG die Überlappungsproblematik (ein Refinanzierungsgeschäft in zwei MR-Perioden) bereinigt.

Damit sollten technisch betrachteten Zinssatzspekulationen der beschriebenen Art für die laufende MR-Erfüllung ihre Relevanz verlieren. Die Konsequenz aus dieser Tatsache ist eine Stabilisierung der Bedingungen, unter denen die Gebote bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften abgegeben werden und in der Folge eine Verringerung der Volatilität der kurzfristigen Geldmarktzinsen.

Durch diese Maßnahmen wird darüber hinaus gewährleistet, dass die MR-Erfüllungsperiode immer an einem TARGET-Geschäftstag beginnt und nur äußerst selten an einem TARGET-Feiertag endet.

4 Risikokontrollmaßnahmen

Die Kriterien für den Einsatz refinanzierungsfähiger Sicherheiten leisten einen weiteren wichtigen Beitrag zur reibungslosen Abwicklung geldpolitischer Transaktionen.

Refinanzierungsfähige Sicherheiten werden in so genannte Kategorie-1- und Kategorie-2-Sicherheiten unterteilt.¹⁰ Kategorie-1-Sicherheiten umfassen marktfähige Schuldtitel, die

von der EZB festgelegte einheitliche und im gesamten Euroraum geltende Zulassungskriterien erfüllen. Unter Kategorie-2-Sicherheiten fallen marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten, die für die nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeutung sind.

Die jüngsten Änderungen stammen aus dem Bereich der Risikokontrollmaßnahmen.¹¹ Dabei wurden im Wesentlichen folgende Verfeinerungen vorgenommen:

Kategorie-1-Sicherheiten wurden in die nachstehenden vier Liquiditätskategorien eingeteilt, für die jeweils ein spezifischer Sicherheitsabschlag vorzusehen ist.

Bei den für Inverse Floater geltenden Sicherheitsabschlägen muss nicht mehr zwischen Papieren mit Zinsfestlegung im Voraus und solchen mit nachträglicher Zinsfestlegung unterschieden werden. Der Mindestabschlag für Inverse Floater entspricht jenem Abschlag, der bei einer Laufzeit bis zu einem Jahr für die Liquiditätskategorie oder -gruppe angewendet wird, der das Wertpapier zugeordnet ist.

Tabelle 1

Liquiditätskategorien			
Kategorie I	Kategorie II	Kategorie III	Kategorie IV
Wertpapiere von Zentralstaaten Von Zentralbanken begebene Schuldverschreibungen	Wertpapiere von Gemeinden und Ländern Jumbo-Pfandbriefe und ähnliche Instrumente Wertpapiere von supranationalen Institutionen Wertpapiere von Institutionen mit öffentlichem Förderauftrag	Traditionelle Pfandbriefe und ähnliche Instrumente Wertpapiere von Kreditinstituten Wertpapiere von Unternehmen	Asset Backed Securities

Quelle: EZB.

¹⁰ Es existiert bereits ein Grundsatzbeschluss des EZB-Rats, die beiden Kategorien zu einem einheitlichen Verzeichnis zusammenzuführen.

¹¹ Detailbestimmungen können den „Allgemeinen Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“ (EZB, Februar 2004) entnommen werden.

Tabelle 2

Liquiditätskategorien									
Restlaufzeit	Kategorie I		Kategorie II		Kategorie III		Kategorie IV		
	Festverzinslich	Nullkupon	Festverzinslich	Nullkupon	Festverzinslich	Nullkupon	Festverzinslich	Nullkupon	
	Abschläge in %								
0 bis 1 Jahr	0,5	0,5	1,0	1,0	1,5	1,5	2,0	2,0	
1 bis 3 Jahre	1,5	1,5	2,5	2,5	3,0	3,0	3,5	3,5	
3 bis 5 Jahre	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	6,0	
5 bis 7 Jahre	3,0	3,5	4,5	5,0	5,5	6,0	6,5	7,0	
7 bis 10 Jahre	4,0	4,5	5,5	6,5	6,5	8,0	8,0	10,0	
über 10 Jahre	5,5	8,5	7,5	12,0	9,0	15,0	12,0	18,0	

Quelle: EZB.

Für Inverse Floater¹² gelten folgende Abschläge:

Tabelle 3

Abschläge für Inverse Floater	
Restlaufzeit	Kupon Inverse Floater Abschläge in %
0 bis 1 Jahr	2
1 bis 3 Jahre	7
3 bis 5 Jahre	10
5 bis 7 Jahre	12
7 bis 10 Jahre	17
über 10 Jahre	25

Quelle: EZB.

Mit der Differenzierung der Sicherheiten nach Liquiditätskategorien wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass weniger Liquidität einer Sicherheit in der Regel bedeutet, dass, falls eine Verwertung (Verkauf) erforderlich sein sollte, mit Preisabschlägen bzw. Zeitverzögerungen zu rechnen ist. Somit wird ex ante ein entsprechender – mit zunehmender Restlaufzeit ansteigender (die Laufzeitkategorien wurden gegenüber dem alten Handlungsrahmen etwas verfeinert) – Sicherheitsabschlag vom jeweiligen aktuellen Marktwert der Wertpapiere in Abzug gebracht. Das bedeutet, dass wenig liquide Papiere im Vergleich zu vorher mit deutlich höheren Abschlägen belastet werden.

Die Klassifizierung refinanzierungsfähiger Kategorie-2-Sicherheiten bleibt unberührt; dabei wird zwischen folgenden vier Liquiditätskategorien für refinanzierungsfähige Sicherheiten unterschieden:

1. Marktfähige Schuldtitel mit begrenzter Liquidität.
2. Schuldtitel mit eingeschränkter Liquidität und besonderen Merkmalen.
3. Aktien.
4. Nicht marktfähige Schuldtitel wie Handelswechsel, Bankkredite und hypothekarisch gesicherte Solawechsel.

Für Kategorie-2-Sicherheiten gelten nunmehr Sicherheitsabschläge wie in Tabelle 4 beschrieben.

¹² Bei einem Inverse Floater handelt es sich um ein strukturiertes Wertpapier, bei dem sich der an den Inhaber des Wertpapiers gezahlte Zinssatz invers zu Veränderungen eines bestimmten Referenzzinssatzes bewegt.

Tabelle 4

Sicherheitsabschläge für Kategorie-2-Sicherheiten				
Restlaufzeit	Marktfähige Schuldtitel mit begrenzter Liquidität		Schuldtitel mit eingeschränkter Liquidität und besonderen Merkmalen	
	Festverzinslich	Nullkupon	Festverzinslich	Nullkupon
	Abschläge in %			
0 bis 1 Jahr	2,0	2,0	4,0	4,0
1 bis 3 Jahre	3,5	3,5	8,0	8,0
3 bis 5 Jahre	5,5	6,0	15,0	16,0
5 bis 7 Jahre	6,5	7,0	17,0	18,0
7 bis 10 Jahre	8,0	10,0	22,0	23,0
über 10 Jahre	12,0	18,0	24,0	25,0

Quelle: EZB.

Auf alle refinanzierungsfähigen Aktien ist ein Sicherheitsabschlag in Höhe von 22% anzuwenden.

Für nicht marktfähige Sicherheiten gilt: Bei Handelswechslern mit einer Laufzeit von bis zu sechs Monaten ist ein Sicherheitsabschlag von 4% anzuwenden.

Für Bankkredite mit einer Laufzeit von bis zu sechs Monaten gilt ein Sicherheitsabschlag von 12%. Bei Bankkrediten mit einer Laufzeit zwischen sechs Monaten und zwei Jahren ist ein Sicherheitsabschlag von 22% anzuwenden.

Für hypothekarisch gesicherte Solawechsel beträgt der Sicherheitsabschlag 22%.

Im bisherigen geldpolitischen Handlungsrahmen wurde eine zweifache Absicherung des Eurosystems vorgenommen: einerseits durch die erwähnte Anwendung von Sicherheitsabschlägen beim Preis/Wert von Sicherheiten, andererseits mittels Berechnung von Sicherheitenmargen vom Nominalbetrag der Forderung der EZB an das jeweilige Kreditinstitut aus einer geldpolitischen Operation. In anderen Worten: Erreichte eine Geschäftsbank bei einem Tendergeschäft eine Zuteilung von 100 Mio EUR, so war die Berechnungsbasis

für die Sicherheiten 100 Mio EUR zuzüglich der entsprechenden Sicherheitenmarge (1% bzw. 2% je nach Laufzeit der Operation). Zumindest dieser Wert musste dann mit Sicherheiten unterlegt werden. Deren Belehnungs-(Ankaufs)wert¹³ wiederum wurde durch den aktuellen (Markt)-Wert der entsprechenden Sicherheiten abzüglich der Sicherheitsabschläge ermittelt. Die Begründung für diese doppelte Absicherung lag in der Tatsache, dass zur Zeit der Entwicklung des einheitlichen Handlungsrahmens für geldpolitische Transaktionen im Euroraum nicht in allen teilnehmenden Ländern eine tägliche Neubewertung der Sicherheiten vorgenommen wurde. Damit konnte nicht ausgeschlossen werden, dass eine Hereinnahme auf Basis nicht mehr aktueller Preisnotierungen erfolgte. Um diesem Marktrisiko zu begegnen, wurden die Sicherheitenmargen eingefordert. Da mittlerweile alle Länder des Euroraums die hereingenommenen Sicherheiten auf taggleicher Basis bewerten, ist die Notwendigkeit, eine Sicherheitenmarge auf den Nominalbetrag aufzuschlagen, weggefallen und die Anwendung wurde daher eingestellt.

Weiters wurden die Schwellenwerte für einen Margenausgleich (der

¹³ Der Rechtstitel der Übertragung von Sicherheiten durch Kreditinstitute an die Zentralbanken des Eurosystems kann entweder in einer Rückkaufsvereinbarung oder einem Pfandkredit bestehen.

Toleranzlevel an Sicherheitenunterschreitung, ab dem von der betroffenen Zentralbank eine Nachforderung an den Geschäftspartner gestellt werden muss) von 1,0% auf 0,5% herabgesetzt und damit an das niedrigste Schutzniveau der neuen Regelung (Sicherheitenmarge = 0% und Bewertungsabschlag = 0,5%) angeglichen.

Um Kohärenz zwischen den neu festgelegten Bewertungsabschlägen für refinanzierungsfähige Kategorie-1- (d. h. marktfähige) und Kategorie-2-Sicherheiten zu gewährleisten, mussten Letztere auch dahin gehend modifiziert werden, dass sowohl dem Wegfall von Sicherheitenmargen als auch den neuen Laufzeitkategorien Rechnung getragen wird.

Mit diesen Veränderungen wurde ein weiterer Schritt zu einer noch exakteren und transparenteren Bewertung der refinanzierungsfähigen Sicherheiten gesetzt.

Erste Vergleichsrechnungen geben für Österreich folgende Indikationen: Der durchschnittliche Bewertungsabschlag für alle in den Pools der österreichischen Geschäftspartner erliegenden Sicherheiten dürfte sich aufgrund der neuen Bestimmungen nur geringfügig erhöht haben. Als Begründung kann angeführt werden, dass deutlich mehr als 50% der Titel (am Kurswert gemessen) entweder in die Liquiditätskategorie 1 fallen oder es sich um zwar weniger liquide, aber variabel verzinsten Papiere handelt, bei denen der niedrigste Abschlag in der jeweiligen Liquiditätskategorie zur Anwendung kommt.

Zusätzlich zu den Bewertungskriterien für refinanzierungsfähige Sicherheiten wurden die Bedingungen weiter spezifiziert, deren Vorliegen für die Akzeptanz einer Garantie erforderlich ist. Unter anderem wird die Beibringung einer Bestätigung

über die Rechtswirksamkeit, Verbindlichkeit und Durchsetzbarkeit der Garantie in bestimmten Fällen eingefordert.

5 Schlussbemerkungen

Es wurde gezeigt, dass ausgeprägte Zinserwartungen bei entsprechender Ausgestaltung des geldpolitischen Handlungsrahmens – im vorliegenden Fall Erwartungen, dass die EZB-Leitzinsen innerhalb der aktuellen MR-Periode geändert werden – kurzfristig das Bietungsverhalten der Geschäftspartner massiv beeinflussen können. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die Laufzeit der regelmäßigen Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB und der Modus für die MR-Erfüllung so ausgestaltet sind, dass ein Hinüberreichen ausständiger Tendergeschäfte in die nächste MR-Periode möglich ist. Auf diese Weise ist eine unerwünschte Reaktion der kurzfristigen Geldmarktsätze – wobei sich auch deren Volatilität beträchtlich erhöhen kann – wahrscheinlich.

Die beschriebenen Maßnahmen wurden primär unter dem Aspekt getroffen, solchen Bewegungen entgegenzutreten. Da sie erst vor kurzer Zeit in Kraft getreten sind, ist eine empirische Evaluation derzeit noch nicht sinnvoll. Jedoch ist die neue Konzeption dazu geeignet, die Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens, die bereits hohes Niveau erreicht hatte, weiter zu steigern.

Auf einem anderen wichtigen Gebiet, nämlich im Bereich der Regelungen für refinanzierungsfähige Sicherheiten, wurde ein Schritt zur Weiterentwicklung hinsichtlich der Exaktheit und Nachvollziehbarkeit ihrer Bewertung gesetzt bzw. erfolgte eine Präzisierung der Kriterien für bestimmte Bonitätsanforderungen.

Literaturverzeichnis

- EZB. 2001.** Bietverhalten der Geschäftspartner bei den Offenmarktgeschäften des Eurosystems. In: Monatsbericht Oktober. 59–72.
- EZB. 2003.** Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems. In: Monatsbericht August. 45–59.
- EZB. 2004.** Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems. Februar.
- Pressemitteilung der EZB. 2003.** Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens. Jänner.
- Pressemitteilung der EZB. 2003.** Änderungen der Regelungen zur Risikokontrolle für refinanzierungsfähige Kategorie-1- und Kategorie-2-Sicherheiten. Juli.
- Pressemitteilung der EZB. 2004.** Umsetzung der Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems Anfang 2004. Jänner.