

Die Integration des deutschen Geldmarkts in den einheitlichen Euro-Geldmarkt

Seit dem Übergang auf die gemeinsame Geld- und Währungspolitik des Eurosystems am 1. Januar 1999 gibt es einheitliche Notenbankzinssätze, und die Versorgung des Bankensektors mit Zentralbankgeld geschieht im Wege einheitlicher geldpolitischer Operationen. Dabei kann das Eurosystem naturgemäß nur auf die Gesamtliquidität des Bankensektors im Euro-Gebiet abstellen. Damit die im Rahmen der Refinanzierung entstandene Liquidität letztendlich auch dort ankommt, wo sie individuell benötigt wird, reicht aber die überkommene, rein nationale Verteilung von Zentralbankgeld nicht mehr aus. Es bedarf darüber hinaus eines effizienten Liquiditätsausgleichs im gesamten Euro-Gebiet: Das reibungslose Funktionieren von grenzüberschreitendem Geldhandel und grenzüberschreitender Liquiditäts-/Zinsarbitrage sowie der dafür erforderlichen Zahlungsverkehrsinfrastruktur ist für die Umsetzung und Wirkungsentfaltung einer einheitlichen Geldpolitik von großer Bedeutung.

Im folgenden Aufsatz werden sowohl die Integration des europäischen Interbanken-Geldmarkts als auch das deutsche Geldmarktsegment untersucht. Da Entstehung und Verteilung von Zentralbankgeld einen unmittelbaren Zusammenhang aufweisen, werden erste Erfahrungen mit dem „neuen“ geldpolitischen Instrumentarium vorangestellt.

Der Geldmarkt als operationaler Ansatzpunkt der Zentralbank und erste Erfahrungen mit dem geldpolitischen Instrumentarium des Eurosystems

Die Geldmarktsteuerung durch die Notenbank ist eine Kombination aus Zins- und Liquiditätssteuerung. Am Geldmarkt nimmt die Wirkkette geldpolitischer Impulse ihren Anfang und setzt sich über die anderen Kredit- und Finanzmärkte als Zwischenstation in die realwirtschaftliche Sphäre fort. Bei der Durchführung der Geldpolitik spielen die im folgenden näher zu betrachtenden geldpolitischen Instrumente und Verfahren eine unterschiedliche Rolle.

*Schwerpunkt
auf wenigen
Instrumenten*

Die Palette der im Handlungsrahmen des Eurosystems vorgesehenen Instrumente ist, verglichen mit dem Instrumentarium der Bundesbank, recht umfangreich.¹⁾ Nicht zuletzt dank der Existenz einer als Liquiditätspuffer wirkenden Mindestreserve müssen tatsächlich aber nicht alle von ihnen eingesetzt werden. Die Konzentration auf wenige, regelmäßige und standardisierte Operationen dient nicht nur der Transparenz, sondern erleichtert auch die unmittelbare Teilnahme kleinerer Banken an den geldpolitischen Geschäften. Im Euro-Gebiet haben die Banken schon aus dem Bilanzzusammenhang heraus, also ohne Mindestreserve gerechnet, einen „strukturellen“ Refinanzierungsbedarf gegenüber dem Notenbanksystem. Durch die Einführung einer Mindestreserve hat das Eurosystem diese Refinanzierungsabhängigkeit des Bankensystems in einer Größenordnung von gut 100 Mrd Euro (davon Deutschland rd. ein Drittel) zusätzlich verstärkt und somit

die Geldmarkt- und Zinssteuerung auf eine nachhaltig solide Basis gestellt. Insgesamt beläuft sich die Refinanzierung auf rund 185 Mrd Euro (Jahresdurchschnitt 1999).

Veränderungen im Mindestreservesystem

Wie schon im System der Bundesbank ist die Mindestreserve so ausgestaltet, daß sie als genereller und individueller Liquiditätspuffer wirken kann. Das Mindestreserve-Soll muß nur im kalendertäglichen Durchschnitt der Erfüllungsperiode, vom 24. eines Monats bis zum 23. des darauffolgenden Monats, erfüllt werden. Die Kreditinstitute können also im Verlauf der Erfüllungsperiode tägliche Veränderungen ihrer Zentralbankguthaben in der Erwartung hinnehmen, daß sich deren Schwankungen im Periodendurchschnitt ausgleichen. Dies macht einerseits eine tägliche Feineinstellung der generellen Liquiditätslage durch die Notenbank und damit Feinsteuerungsmaßnahmen mit einem „exklusiven“ Kreis von Banken weitgehend unnötig. Andererseits bietet die Mindestreserve den Kreditinstituten aber auch individuellen Spielraum für eine Liquiditätsdisposition unter Berücksichtigung von Zinserwartungen.

*Pufferfunktion
der Mindest-
reserve*

Die deutschen Kreditinstitute sind mit der Arbeitsweise eines Mindestreservesystems vertraut. Dies gilt zum Beispiel für die auch jetzt zu beobachtende Tatsache, daß der Tagesgeldsatz – bei vorhandener Pufferfunktion der Mindestreserve – typisch auf die je-

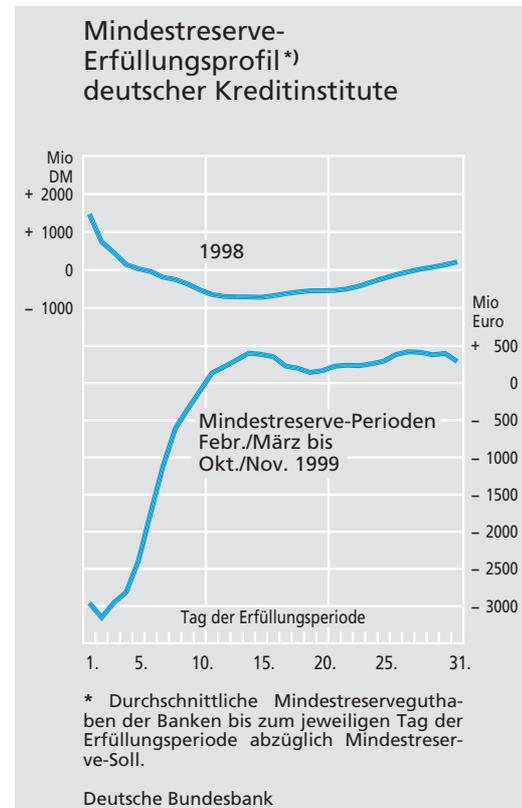
¹ Siehe: Europäische Zentralbank, Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3, Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB, September 1998; sowie Deutsche Bundesbank, Informationsbrief zur EWWU, Nr. 15.

weilige Liquiditätsausstattung reagiert; das heißt, bei im Vergleich zum Reserve-Soll üppiger täglicher beziehungsweise durchschnittlicher Guthabenlage sinkt er tendenziell und umgekehrt.

Mit der Währungsunion haben sich jedoch auch für die hiesigen Banken einige Änderungen ergeben. Neu ist neben der Verschiebung des Beginns der – unverändert einmonatigen – Mindestreserveperiode vom 1. auf den 24. eines Monats insbesondere die Verzinsung des Mindestreserve-Solls zum Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Dadurch entfallen Anreize, die Mindestreserveverpflichtung zu umgehen. Dies ist für den Finanzplatz Deutschland um so bedeutsamer, als sich für das deutsche Bankensystem mit Eintritt in die Währungsunion eine Erhöhung des Mindestreserve-Solls um nahezu ein Drittel ergab.²⁾ Verändert hat sich – aus deutscher Sicht – auch das typische Muster der Mindestreserveerfüllung (s. nebenstehendes Schaubild), wobei mehrere Faktoren eine Rolle spielen: Die Abwicklung des Zahlungsverkehrs bei der Bundesbank erfolgt jetzt weitgehend floatfrei. Früher existierten hohe floatbedingte Überschüsse, vor allem zu Beginn der Erfüllungsperiode. Zudem ist die Mindestreserveperiode seit Anfang vergangenen Jahres nicht mehr mit dem Kalendermonat identisch. Im Ergebnis erfolgt der Einstieg der heimischen Kreditinstitute nunmehr in der Regel mit einer kräftigen Untererfüllung, von der sich die Durchschnittsguthaben im weiteren Verlauf der Reserveperiode erst allmählich „erholen“.

Das Verlaufsprofil der Reservehaltung im Euro-Gebiet insgesamt liegt dagegen bereits

Verändertes
Erfüllungsprofil



zu Beginn der Periode dichter am Reserve-Soll. Eine Erklärung für diesen Unterschied könnten die Zu- und Abflüsse von Liquidität im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr der deutschen Banken liefern, die deutlich auf die täglichen Guthaben der Kreditinstitute bei der Bundesbank durchschlagen (s. Schaubild auf S. 18). Angesichts der Größe ihres Liquiditätspuffers sind die deutschen Kreditinstitute offenbar einerseits nicht gezwungen, einen Liquiditätsabfluß im Zahlungsverkehr zu Beginn einer Mindestreserveperiode – wie er aufgrund von TARGET-

2 Entscheidend hierfür war insbesondere die Ausdehnung der Reservepflicht auf Bankschuldverschreibungen mit Laufzeiten von bis zu zwei Jahren (zuvor bis zu unter zwei Jahren), der Fortfall der sogenannten Globalkompensation bei der Ermittlung des Reserve-Solls gegenüber Nicht-Gebietsansässigen sowie die Festlegung eines Reservesatzes von nunmehr durchgängig 2% (zuvor für Spareinlagen 1 ½%).



Bewegungen von außerhalb des Euro-Gebiets „typisch“ zu sein scheint – sofort auszugleichen. Andererseits scheint insbesondere der um die Mindestreserven-Periodenwende liegende liquiditätsabsorbierende Steuertermin in Italien auch grenzüberschreitende Geldhandelsgeschäfte deutscher Banken zu induzieren – jedenfalls dann, wenn diesen die Zielvorstellungen der Banken vom Erfüllungsprofil, die insbesondere durch Zinserwartungen beeinflußt werden, nicht entgegenstehen.

Zinskorridor durch Ständige Fazilitäten

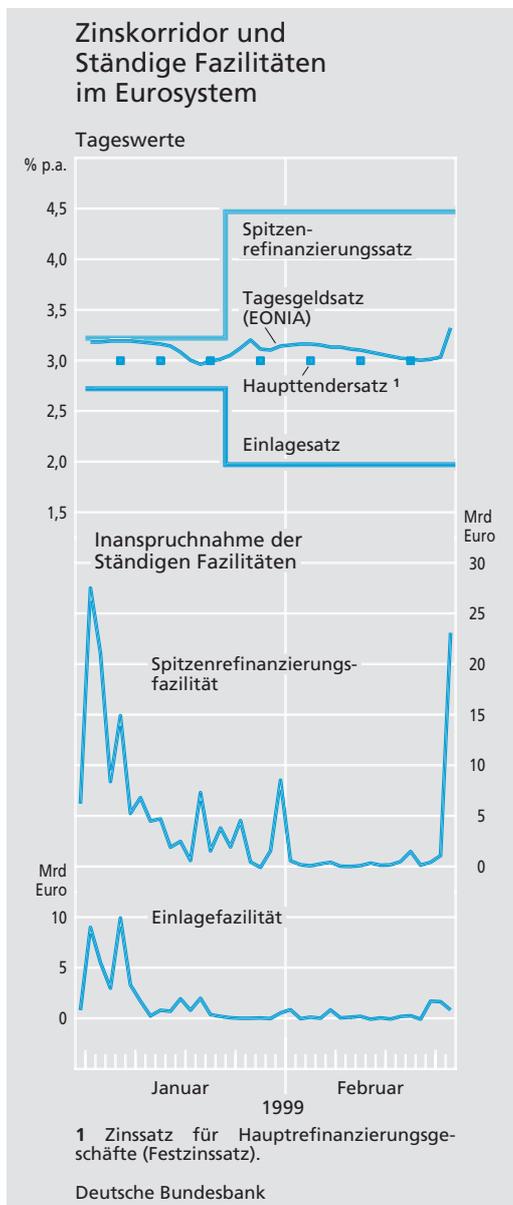
Die Stabilisierungsfunktion der Mindestreserve für den Geldmarkt wird ergänzt durch die zwei Ständigen Fazilitäten des Eurosystems, die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität, die den „Zinskanal“ für

Schwankungen des Tagesgeldsatzes bilden.³⁾ Während die Spitzenrefinanzierungsfazilität funktional dem früheren Lombardkredit der Bundesbank entspricht, ist für die hiesigen Kreditinstitute das Instrument der Einlagefazilität neu. Hier können Kreditinstitute überschüssige Liquidität über Nacht anlegen, allerdings zu einem deutlich unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes liegenden Zinssatz.

In den ersten Wochen der Währungsunion hat der EZB-Rat den Zinskorridor mit 2,75 % und 3,25 % eng gezogen. Wie das Schaubild auf Seite 19 zeigt, kam es in dieser Zeit an manchen Tagen gleichzeitig zu hoher Beanspruchung von Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität, da sich der marktmäßige Liquiditätsausgleich, insbesondere über die nationalen Grenzen hinweg, erst noch einspielen mußte. Die gleichzeitige Inanspruchnahme beider Fazilitäten ist ein Zeichen für ein unzureichendes Funktionieren des Markts. Die lebhafte Nutzung beider Ständiger Fazilitäten ging aber, vor allem nachdem der Zinskorridor vom EZB-Rat auf 2 % bis 4,5 % ausgeweitet worden war, recht rasch auf ein unvermeidliches friktionelles Niveau zurück. Bemerkenswert blieb lediglich die häufig ausgeprägte Nutzung der Einlagefazilität am Mindestreserve-Ultimo. Die Bundesbank hatte vor Beginn der Währungsunion den Aus-

*Zunächst enges
Zinsband im
Januar 1999*

³ Die Beschränkung des Tagesgeldsatzes nach oben durch den Spitzenrefinanzierungssatz gilt genau genommen für besicherte Geldmarktgeschäfte, denn auch für die Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität werden Sicherheiten verlangt. Laufen in Ausnahmefällen die Zinsen für besicherte und unbesicherte Geschäfte weiter als nur wenige Basispunkte auseinander, dann könnte der unbesicherte EONIA theoretisch auch den Spitzenrefinanzierungszins überschreiten. Praktisch ist dies bislang – auch unter den außergewöhnlichen Bedingungen am Jahrtausendwechsel – nicht eingetreten.



gleich zufälliger Schwankungen der Liquidität am Ende der Reserveperiode tendenziell eher dem Lombardkredit überlassen, also eine Präferenz für eine knappe Liquiditätsausstattung am letzten Tag gezeigt. Im Gegensatz hierzu hat die EZB im Verlauf des vergangenen Jahres den Geldmarkt eher reichlich mit Liquidität versorgt, so daß am Ende der Reserveperiode öfters beträchtliche Inanspruchnahmen

der Einlagefazilität und ein Absinken des Tagesgeldsatzes zu verzeichnen waren.

Haupttender als zentrale Liquiditätsquelle

Die Liquiditätsbereitstellung im Eurosystem erfolgt, abgesehen vom Ausnahmefall der Spitzenrefinanzierung, über Offengeschäfte mit in der Regel zweiwöchiger und dreimonatiger Laufzeit. Den größten Anteil machen mit im vergangenen Jahr knapp 140 Mrd Euro (Jahresdurchschnitt) oder drei Vierteln des Refinanzierungsvolumens die Hauptrefinanzierungsgeschäfte aus, die im wöchentlichen Turnus mit je zwei Wochen Laufzeit ausgeschrieben werden. Die durchschnittliche Teilnehmerzahl an dieser Refinanzierungsform belief sich auf 775 – davon 545 Bieter aus Deutschland, auf die im Jahresdurchschnitt etwa die Hälfte der Zuteilungsmenge entfiel.⁴⁾ Hierin spiegelt sich der nicht nur absolut, sondern auch relativ zum Bankensystem des gesamten Euro-Ge-

*Drei Viertel
des Refinanzie-
rungsvolumens*

4 Die Zahl der für die geldpolitischen Standard-Offenmarktoperationen zugelassenen Geschäftspartner (reservspflichtige Kreditinstitute, die die operational-technischen Voraussetzungen der betreffenden nationalen Zentralbank für diese Geschäfte erfüllen) beläuft sich im Euro-Gebiet auf gut 2 500 (von insg. knapp 8 000 Banken). Allein in Deutschland sind derzeit – dies ein Abbild der differenzierten deutschen Bankenstruktur – etwa 1 550 von rd. 3 000 Banken, also etwa die Hälfte, zugelassen. Das wenig zentralisierte deutsche Bankensystem stellt damit rd. zwei Drittel der für die Haupt- und Basis-tender des Eurosystems zugelassenen Institute. Gegenüber den bis Ende 1998 zu den Wertpapierpensions-geschäften der Bundesbank zugelassenen Banken sind das allerdings ca. 750 weniger. Dieser Rückgang erklärt sich zum einen durch den fortgesetzten Fusionsprozeß im Sparkassen- und Genossenschaftssektor und insbesondere dadurch, daß die Teilnahme an den Tenderverfahren des Eurosystems eine Anbindung an das Automatische Bietungs-System (ABS) voraussetzt, die zwar kein größeres technisches und kostenmäßiges Problem darstellt, aber doch von einer Reihe von Instituten nicht realisiert wurde.

biets hohe Liquiditätsbedarf des deutschen Bankensystems, wofür insbesondere der hohe DM-Bargeldumlauf ausschlaggebend ist.

*Verfahren der
Sicherheiten-
stellung
modernisiert*

Die Haupttender schließen sich aus deutscher Sicht nahtlos an die vorangegangenen Wertpapierpensionsgeschäfte gleicher Laufzeit der Bundesbank an. Das Verfahren der Sicherheitenstellung hat die Bundesbank bei dieser Gelegenheit modernisiert und für die Kreditinstitute komfortabler gestaltet. An die Stelle der individuellen Zuordnung jeder Sicherheit zum jeweiligen Geschäft ist die sogenannte Pfandpool-Lösung getreten. Ausschlaggebend für die Besicherung ist dabei lediglich, daß der Gesamtbestand der Sicherheiten auf dem Pfandkonto zu jedem Zeitpunkt mindestens den Gesamtbetrag der ausstehenden Finanzierung deckt; der Umfang „freier“ Sicherheiten markiert dabei den Spielraum für Innertageskredit im Zahlungsverkehr. Zur komfortablen Abwicklung der Refinanzierung trägt auch die neugeschaffene Möglichkeit der grenzüberschreitenden Nutzung von Sicherheiten bei.

*Zeitweise
heftiger
Bietungs-
wettbewerb*

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden 1999 durchweg als Mengentender mit vorangekündigtem Zins ausgeschrieben.⁵⁾ In Erwartung einer Repartierung – ein für deutsche Institute an sich bekanntes Phänomen – gaben dabei die Banken in allen Mitgliedstaaten durchweg sehr hohe Gebote ab und setzten so einen „Bietungswettbewerb“ in Gang. Begünstigt wurde dieser nicht zuletzt dadurch, daß erst bei Gutschrift des Zuteilungsbetrags, nicht aber schon bei Gebotsabgabe die benötigten Sicherheiten bereitzustellen sind. Die

niedrigen Repartierungsquoten – im zweiten Halbjahr lange um 4 % bis 7 % – werden von den nationalen Bankensystemen im Euro-Gebiet, die über eine geringe für Zwecke der Notenbankrefinanzierung verbleibende Sicherheitenausstattung klagen, als Nachteil empfunden und kritisiert.

Das Eurosystem hat auf den Bietungswettbewerb mit reichlicher Liquiditätszuteilung reagiert. Dadurch sollte der Tagesgeldsatz nachhaltig in der Nähe des Haupttendersatzes gehalten werden, um den Kreditinstituten den Anreiz zur Überbietung zu nehmen. Obwohl dies verschiedentlich in der gewünschten Weise wirkte, konnte ein grundlegender Wandel im Bietungsverhalten nicht erreicht werden. Entscheidend dürfte sein, daß beim Festzinstender ein (teilweiser) Verzicht einer Bank auf eine zweiwöchige Refinanzierung bei der Notenbank wegen womöglich nur einige Tage anhaltenden günstigeren Konditionen am Tagesgeldmarkt ein zu hohes Zinsrisiko darstellt. Es ist nämlich zu beobachten, daß der Tagesgeldsatz sich zu Beginn einer Mindestreserveperiode selbst dann wieder rasch oberhalb des Haupttendersatzes einpendelt, wenn er zuvor deutlich „eingebrochen“ war.

Die naheliegendste und vermutlich beste Möglichkeit, dem Überbietungsphänomen beizukommen, wäre der Übergang vom Mengen- zum Zinstender mit dem sogenannten amerikanischen Zuteilungsverfahren. Dabei existiert für die bietenden Banken kein

⁵⁾ Der Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte betrug zu Beginn des vergangenen Jahres 3 %, wurde dann mit dem Beschluß vom 8. April auf 2,5 % gesenkt und mit dem Beschluß vom 4. November wieder auf 3 % erhöht.

Anreiz, Gebote in unrealistischer Höhe abzugeben, weil jedem im Zinstender erfolgreichen Kreditinstitut der beziehungsweise die von ihm gebotenen Zinssätze berechnet werden. Ein solcher Wechsel kommt allerdings nur dann in Betracht, wenn er auch geldpolitisch paßt.

Basistender

Die zweite Form regelmäßiger Offenmarktgeschäfte ist das längerfristige Refinanzierungsgeschäft mit dreimonatiger Laufzeit, über das, mit im vergangenen Jahr 47 Mrd Euro (Jahresdurchschnitt), circa ein Viertel der Liquiditätsbereitstellung erfolgt. Bis Ende Oktober 1999 fand in jedem der monatlich ausgeschrieben Basistender eine Zuteilung von 15 Mrd Euro statt, so daß insgesamt stets 45 Mrd Euro ausstanden. Die drei Geschäfte der Monate Oktober, November und Dezember 1999 wurden im Hinblick auf den Jahrtausendwechsel allerdings auf jeweils 25 Mrd Euro aufgestockt. Im Vergleich zu den zweiwöchigen Haupttendern ist die Beteiligung an den „langen Tranchen“ schwächer; sie betrug durchschnittlich nur 314 Bieter, darunter 190 deutsche. Auf letztere entfielen im Durchschnitt etwa 60 % der Zuteilungen, also prozentual etwas mehr als im Haupttender. Die Basistender werden regelmäßig als („amerikanische“) Zinstender mit vorangekündigtem Volumen durchgeführt, so daß dem (marginalen) Zuteilungszinssatz keine geldpolitische Signalwirkung zukommt.

Funktional finden sich bei dieser Basisrefinanzierung einige Aspekte des ausgelaufenen Rediskontkredits der Bundesbank wieder. Da-

mit sollten weniger geldmarktaktive Institute angesprochen werden, die an einer eher längerfristigen Liquiditätsdisposition interessiert sind. Nach der bisherigen Erfahrung ist der Anteil kleinerer Institute in Deutschland beim längerfristigen Refinanzierungsgeschäft jedoch eher geringer als beim Haupttender.

Feinsteuerungsinstrumente

Vervollständigt wird der Handlungsrahmen des Eurosystems durch eine Reihe von Feinsteuerungsinstrumenten, die schnell und flexibel eingesetzt werden können, wie zum Beispiel Devisenswaps oder sehr kurz befristete Transaktionen in Form von sogenannten Schnelltendern. Erstmals wurde am 5. Januar 2000 mit einem Schnelltender von der Feinsteuerung Gebrauch gemacht (s. unten). Auch die Bundesbank hatte früher Feinsteuerungsinstrumente nur recht selten eingesetzt. Neben der Pufferfunktion der Mindestreserve haben der schnelle Liquiditätstransport über modernste Zahlungsverkehrssysteme und die Professionalisierung des Liquiditätsmanagements bei den Geldmarktakteuren dazu beigetragen, daß sich die Notwendigkeit von Feinsteuerung immer seltener ergab.

Zahlungsverkehrsinfrastruktur für den einheitlichen Interbanken-Geldmarkt

Die Struktur des Geldmarkts und die Marktgepflogenheiten waren in der Zeit vor der Währungsunion naturgemäß national geprägt. Die Einführung der gemeinsamen Währung und der damit verbundenen Zah-

lungsverkehrsinfrastruktur haben jedoch der Vereinheitlichung und dem Zusammenwachsen der nationalen Geldmärkte einen kräftigen Schub verliehen, so daß inzwischen von einer engen Vernetzung der bisher nationalen Geldmarktsegmente gesprochen werden kann.

*TARGET als
Beitrag zur
Geldmarkt-
integration*

Ein einheitlicher Geldmarkt im Euro-Gebiet mit einheitlichen Zinssätzen und effizientem grenzüberschreitendem Liquiditätsausgleich ist eine Grundvoraussetzung dafür, daß geldpolitische Impulse effizient auf das Bankensystem des gesamten Euro-Gebiets wirken. Mit der Bereitstellung des TARGET-Systems für den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr hat das Eurosystem selbst einen wesentlichen Beitrag zum Zusammenwachsen des Geldmarkts geleistet.

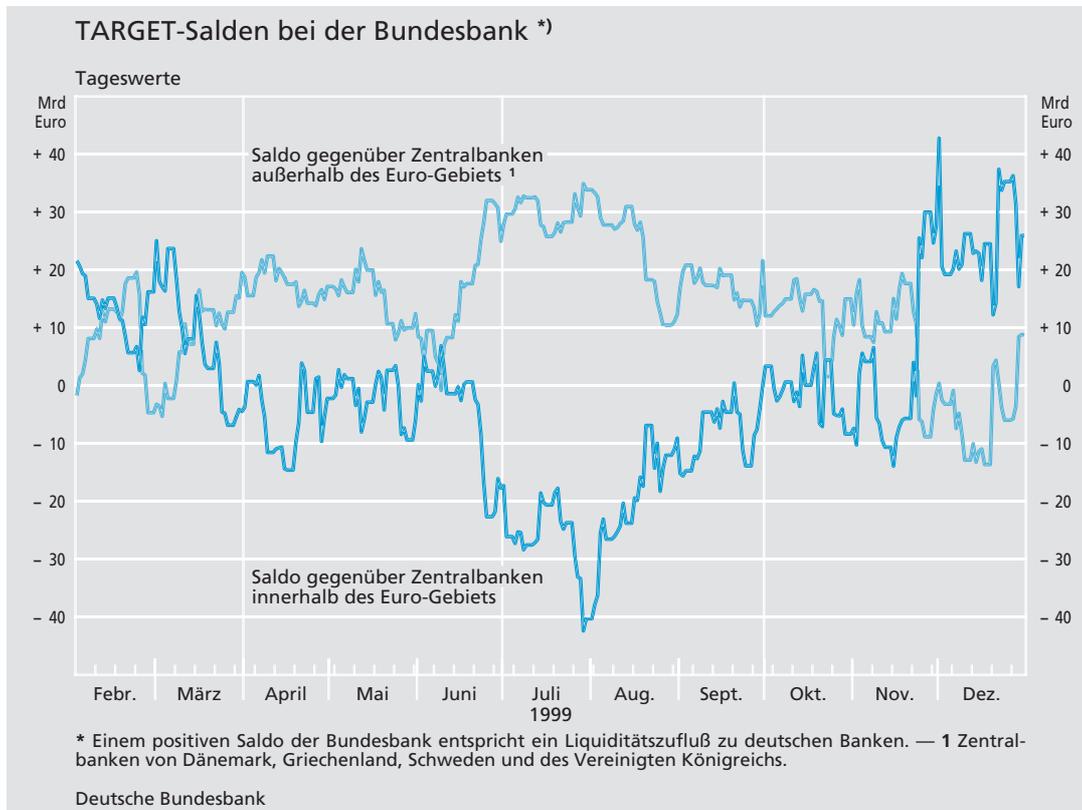
Das Zahlungsverkehrssystem TARGET verknüpft alle 15 nationalen Brutto-Echtzeit-Systeme für den Großbetragszahlungsverkehr in der Europäischen Union und ermöglicht so die taggleiche Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen. Auf deutscher Seite ist das ELS-Bruttosystem der Bundesbank an TARGET angebunden. Um eine maximale Verfügbarkeit des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs zu gewährleisten, schließt TARGET nur an den zwei EU-weiten Feiertagen erster Weihnachtsfeiertag und Neujahr sowie in diesem Jahr zusätzlich am Karfreitag, Ostermontag, 1. Mai und zweiten Weihnachtsfeiertag.⁶⁾ Es bleibt abends für Interbankenzahlungen regulär bis 18.00 Uhr geöffnet – am Ultimo der Mindestreserveperiode eine halbe Stunde länger –, um letzte Salden aus dem Geldhandel und aus anderen Zahlungsver-

kehrssystemen noch taggleich verbuchen zu können.

Neben dem Bruttosystem TARGET operieren eine Reihe europaweiter Zahlungsverkehrssysteme auf Netto- beziehungsweise Hybridbasis. Die Salden dieser Zahlungsverkehrssysteme müssen zum Tagesschluß hin über TARGET abgewickelt werden, da nur über dieses System die europaweite Übertragung von Zentralbankgeld möglich ist. Das Zusammenspiel mehrerer Zahlungsverkehrssysteme, vor allem die Disposition von Innertagesliquidität zwischen den Systemen, stieß in den ersten Wochen der Währungsunion auf Schwierigkeiten. Insbesondere schafft das Nebeneinander von Netto- und Bruttosystemen ein gewisses „Anreizdilemma“ für die am Zahlungsverkehr beteiligten Banken, aufgrund dessen es zu Zahlungsverkehrsverzögerungen kommen kann, die sich unter Umständen auf die Interbanken-Geldmarktsätze auswirken: Für die Einlieferung von Zahlungen kann es vorteilhaft erscheinen, ein liquiditätsschonendes Nettosystem zu nutzen, bei dem Deckung erst bei der abschließenden Saldenverrechnung anzuschaffen ist. Für ankommende Zahlungen weist dagegen ein Bruttosystem für den Empfänger Vorteile auf, da es wegen der sofortigen Ausführung unmittelbar zu einem Zahlungsmittelzufluß kommt und die sofortige Endgültigkeit

*Zusammenspiel
der Zahlungs-
verkehrs-
systeme*

⁶ D. h., auch für Länder/Bankensysteme, in denen diese keine Feiertage sind, bleibt der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr via TARGET geschlossen.



Sicherheit vermittelt.⁷⁾ In diesem Zusammenhang ist eine Tendenz erkennbar, Zahlungen erst im späteren Verlauf des Tages einzuliefern. Dadurch haben sich auch das Geldmarktgeschehen zum Teil in den Nachmittag und der Tagesabschluß der Kreditinstitute merklich nach hinten verschoben. Das Eurosystem hat deshalb im Januar vergangenen Jahres mehrfach mit einer Verlängerung der Öffnungszeiten von TARGET auf Schwierigkeiten im Zusammenspiel der Systeme reagieren müssen. Inzwischen sind diese Anlaufprobleme aber weitgehend überwunden. Dies gilt auch für die in den ersten Monaten aufgetretenen Unzulänglichkeiten im ESZB und bei einzelnen Teilnehmern.

Deutschland als Umschlagplatz für Liquidität

Die inzwischen erreichte Effizienz im Zahlungsverkehr scheint es den deutschen Banken zu erlauben, eine gewisse Verteilerrolle zwischen TARGET-Teilnehmerländern außerhalb und innerhalb des Euro-Gebiets zu übernehmen. So fließen dem deutschen Geldmarkt im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr regelmäßig Mittel, insbesondere vom

Grenzüberschreitende Liquiditätsbewegungen

7 Während in Nettosystemen gegenläufige Zahlungen vor der endgültigen Ausführung saldiert werden und nur der Saldo ausgeglichen wird, kommt in Bruttosystemen jede einzelne Zahlung zur Ausführung. Dies hat zur Folge, daß in Bruttosystemen einerseits zwar mehr Liquidität gebunden wird, andererseits aber bei Deckung eine sofortige Ausführung und Endgültigkeit der Überweisung garantiert werden kann. Bei Nettosystemen hingegen besteht grundsätzlich das Risiko, daß bei Nichterfüllung der Endsalden eines oder mehrerer Teilnehmer die gesamte Verrechnung rückabgewickelt werden muß.

Veränderung der Umsätze am unbesicherten Geldmarkt

2. Quartal 1999 gegenüber 4. Quartal 1998; in %

Laufzeit	Deutschland	Euro-Gebiet
Tagesgeld	61	43
Tom next	52	3
1 Woche	59	-24
2 Wochen	68	3
1 Monat	-7	-18
3 Monate	-57	-38
6 Monate	-68	-55
9 Monate	-84	-66
1 Jahr	150	-10
Insgesamt	38	16
Nachrichtlich: Marktanteil des deutschen Segments ca.	.	28

Quelle: Umfrage der Deutschen Bundesbank und anderer nationaler Zentralbanken im Eurosystem unter den geldmarktaktivsten Banken.

Deutsche Bundesbank

Finanzplatz London, zu. Diese Liquiditätszuflüsse weisen, wie das Schaubild auf Seite 23 erkennen läßt, im allgemeinen einen deutlichen Gleichlauf mit gleichzeitigen Abflüssen in die Mitgliedsstaaten der Währungsunion auf. Dies läßt vermuten, daß der deutsche Geldmarkt als Drehscheibe für die Liquiditätsverteilung im Verhältnis der „Outs“ und „Ins“ fungiert.⁸⁾ Anscheinend kann der Gleichlauf von Zu- und Abflüssen aber auch unterbrochen werden, und zwar insbesondere dann, wenn sich Möglichkeiten zur Arbitrage innerhalb der Mindestreserveperiode ergeben, typischerweise also zum Beispiel im Zusammenhang mit den wöchentlichen Haupttendern des Eurosystems. Den Banken gelingt es dann offenbar, durch Aktivierung des grenzüberschreitenden Handels Mindestreserveguthaben schnell auf- oder abzubauen.

Entwicklung des unbesicherten Geldmarkts unter Banken

Die Schaffung eines Geldmarkts für den Euro bewirkte im Vergleich zum DM-denominierten Geldmarkt eine beträchtliche Verbreiterung und Vertiefung der Liquidität.

Die Kontraktvolumina und Umsätze am unbesicherten Geldmarkt sind 1999 verglichen mit den 1998 noch nationalen Märkten kräftig angestiegen. In Deutschland hat sich das durchschnittliche Volumen der Einzelkontrakte praktisch verdoppelt. Es kann sich insbesondere bei grenzüberschreitenden Transaktionen der großen Marktteilnehmer im Euro-Gebiet im Milliarden-Bereich bewegen.

*Umsatz-
ausweitung ...*

Zwar fehlen vollständige Statistiken über die Umsätze im Interbanken-Geldhandel. Eine Umfrage unter den geldmarktaktivsten Instituten ergab allerdings, daß die Entwicklung der Umsätze am Geldmarkt sehr stark laufzeitenabhängig ist. In den kurzen Laufzeiten sind sie besonders stark angestiegen, allein beim Tagesgeld in Deutschland um rund 60 % beziehungsweise um circa 40 % im Euro-Gebiet (s. obenstehende Tabelle). In diesem Zusammenhang ist bemerkenswert, daß die deutschen EONIA-Panelbanken im zweiten Halbjahr 1999 ihre EONIA-Umsätze und praktisch im Gleichlauf auch ihren Anteil am Gesamtumsatz aller EONIA-Panelbanken sukzessive steigerten: Im Dezember war ihr Anteil etwa doppelt so hoch wie im ersten

*... besonders
in den kurzen
Fristen*

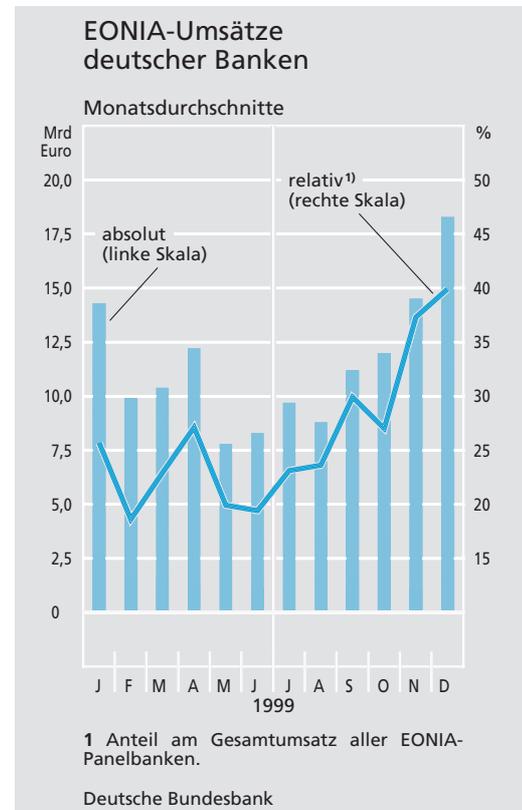
⁸ Einschränkung ist anzumerken, daß anhand der Zahlungsverkehrssalden nicht nach Umsätzen aus Kundendispositionen und Umsätzen aus Geldhandelsaktivitäten unterschieden werden kann.

Halbjahr vergangenen Jahres (s. nebenstehendes Schaubild). Darin spiegelt sich die wachsende Bedeutung deutscher Banken im europäischen Geldmarktausgleich. Im Gegensatz zum Tages- und Wochengeldgeschäft sind die unbesicherten Umsätze im Termingeldbereich von einem Monat Laufzeit und darüber zum Teil deutlich zurückgegangen. Dieser Befund gilt sowohl für den Gesamtmarkt als auch für den deutschen Teilmarkt. Der Rückgang beim Termingeld liegt zumindest teilweise in der Tendenz begründet, längerfristige Geldmarktgeschäfte zu besichern. In Ländern, die zuvor keine Mindestreservepflicht hatten, mag der gestiegene Bedarf an kurzfristigen Dispositionsmöglichkeiten den Anstieg in den kurzen Fristen noch verstärkt haben.

Die Umsatzsteigerungen im sehr kurzfristigen Geldmarktsegment gehen einher mit einer zunehmenden Europäisierung des Geldhandels. Die befragten Institute wickeln inzwischen mehr als die Hälfte ihres Geschäfts grenzüberschreitend ab. Einen Hinweis auf die Bedeutung des grenzüberschreitenden Geldhandels liefern die Umsätze in TARGET, die sich tagesdurchschnittlich auf rund 350 Mrd Euro belaufen. Grenzüberschreitende Arbitrage sorgt dafür, daß die Tagesgeldsätze in den nationalen Finanzzentren des Euro-Gebiets unter normalen Umständen um nicht mehr als zwei bis drei Basispunkte voneinander abweichen.

Im Zusammenhang mit der zunehmenden Geldmarktintegration beginnen national geprägte Marktusancen zugunsten einheitlicher Standards in den Hintergrund zu treten. Allerdings leihen sich in Deutschland ansässige

Grenzüberschreitend einheitliche Standards, aber...



Kreditinstitute im Handel untereinander Tagesgeld nach wie vor häufiger „bis auf weiteres“ aus. Im grenzüberschreitenden Handel dagegen ist der reine Übernachtkredit Standard. Spiegelbild der zügigen Integration des Geldmarkts ist auch die schnelle Durchsetzung der neuen Referenzzinssätze EONIA für Tagesgeld und EURIBOR für Termingeld. EURIBOR und EONIA stützen sich auf eine breite Basis berichtender Banken.⁹⁾ Sie haben den EURO-Libor sehr zügig als Referenzsatz für das Euro-Gebiet verdrängt.

Ungeachtet des hohen Integrationsstandes des europäischen Geldmarkts erfüllen die nationalen Geldmärkte immer noch spezifische Funktionen. So findet weiterhin ein gut

... Zerteilung des Interbankenmarkts besteht weiter

⁹ Darunter auch einige Niederlassungen wichtiger internationaler Banken im Euro-Gebiet.

Teil des Liquiditätsausgleichs unter Banken zunächst im jeweiligen nationalen Marktsegment statt, so daß der grenzüberschreitende Handel zum Teil erst anschließend aktiviert wird. Hinzu kommt, daß speziell in Deutschland kleinere Institute (insbesondere Sparkassen und Genossenschaftsbanken) traditionell in ihren Verbänden agieren. Auch mittelgroße Institute haben ihr Geschäftsfeld oft vorwiegend im regionalen oder nationalen Rahmen. Die vergleichsweise geringe Partizipation kleinerer und regionaler Banken am grenzüberschreitenden Geldhandel ist damit Ausdruck einer gewissen Rollenverteilung am deutschen Geldmarkt, die aber keineswegs neu ist. Dabei nehmen die größeren und geldmarktaktiveren Institute eine Verteilerfunktion für Zentralbankliquidität wahr. Sie handeln Geld mit einem gewissen Aufschlag an kleinere und mittelgroße Banken durch. Die Aufschläge, die die kleineren Institute für diese Dienstleistung zahlen, haben sich durch den Beginn der Währungsunion (noch) nicht wesentlich verändert, vermutlich weil – wie dargestellt – in diesem Bereich kein starker grenzüberschreitender Wettbewerb existiert.

Entwicklung des besicherten Geldmarkts unter Banken

Trotz des starken Wachstums des unbesicherten Geldmarkts dringen besicherte Geldmarktgeschäfte weiter vor. Am Repomarkt, wo unter gleichzeitiger Rückkaufsvereinbarung Wertpapiere befristet gegen Geld gegeben werden, haben im ganzen Euro-Gebiet – so das Ergebnis der Umfrage – die Umsätze 1999 gegenüber 1998 noch kräftiger zuge-

nommen als am unbesicherten Geldmarkt, nämlich um rund ein Viertel (gegenüber 16% am unbesicherten Markt). Ähnlich wie beim unbesicherten Geldmarkt berichten die hiesigen Geldmarktakteure auch bei Repos von einer Verdoppelung der Kontraktgröße seit der Einführung des Euro.

Aus geldpolitischer Sicht sind Repos deshalb interessant, weil sie den Geldmarkt mit dem Termingeld- sowie dem Wertpapierkassa- und dem Wertpapierterminmarkt verbinden. Aus bankgeschäftlichem Blickwinkel bieten Repogeschäfte die Möglichkeit, Kreditrisiken und Refinanzierungskosten zu verringern. So kann ein Pensionsnehmer (Geldgeber) im Vergleich zu unbesicherten Geschäften Eigenkapitalunterlegung sparen, soweit nicht-anrechnungspflichtige (öffentliche) Wertpapiere verwandt werden. Für den Pensionsgeber ist dabei wegen der Bonität des als Sicherheit dienenden Papiers eine Senkung seiner Refinanzierungskosten möglich. Üblicherweise liegt der Reposatz unterhalb des Satzes für unbesicherte Ausleihungen gleicher Fristigkeit.

Repogeschäfte

In Deutschland hat sich ein nennenswerter Repomarkt erst relativ spät entwickelt. Dies hat zunächst strukturell mit dem Universalbankensystem zu tun, denn Universalbanken können sich im Gegensatz zum Beispiel zu reinen Wertpapierhäusern durch das Einlagengeschäft refinanzieren und müssen dazu nicht unbedingt auf Repos zurückgreifen. Ein wichtiger Impuls für stärkere Repoaktivitäten deutscher Institute war aber dann die Freistellung der Verbindlichkeiten aus Repogeschäften von der Mindestreserve-

Verbriefter Geldmarkt

Mio Euro, Nominalwert

Stand am Jahres- bzw. Monatsende	Umlauf von Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit bis einschl. einem Jahr				Nachrichtlich: Umlauf fest- verzinslicher Wertpapiere inländ. Emitten- ten insgesamt
	Schuldverschreibungen von Nichtbanken			Schuldverschrei- bungen von Banken	
	zusammen	öffentliche Emittenten	Unternehmen		
1992	18 450	10 494	7 957	14 857	1 018 245
1993	13 778	8 146	5 632	11 640	1 201 397
1994	10 253	7 161	3 092	12 792	1 362 498
1995	5 069	2 129	2 940	12 173	1 467 559
1996	15 161	12 131	3 030	11 577	1 589 465
1997	15 843	11 695	4 148	14 173	1 721 134
1998	15 368	11 820	3 549	28 704	1 888 832
1999 Januar	16 679	11 495	5 184	21 354	1 920 169
Februar	16 621	11 413	5 208	22 730	1 935 019
März	17 376	11 356	6 020	23 451	1 952 853
April	17 997	11 201	6 796	26 669	1 976 159
Mai	17 724	11 147	6 577	27 494	1 995 996
Juni	17 389	11 135	6 254	29 507	2 002 988
Juli	17 020	11 126	5 894	29 910	2 021 236
August	18 211	11 067	7 144	36 779	2 041 289
September	19 080	10 979	8 101	44 088	2 066 538
Oktober	19 994	11 001	8 993	47 715	2 083 193

Deutsche Bundesbank

pflicht im Dezember 1996. Durch den Beginn der Währungsunion erhielten sie zusätzlichen Auftrieb, weil die Besicherung bei Geschäften mit einem größeren Kreis ausländischer Adressen unter Risikogesichtspunkten interessant ist, zumal bilaterale Limite, wie sie beim unbesicherten Markt notwendig sind, überflüssig werden. Hinzu kommt, daß Repos für ausländische Adressen häufig selbstverständlich sind, denn diese Geschäftsform ist auf ihren Heimatmärkten längst etabliert. Im Geldhandel zwischen deutschen Adressen überwiegen dagegen nach wie vor unbesicherte Geschäfte.

zwei unterschiedliche Geschäftsmotive gibt. Geschäfte, bei denen es dem Pensionsnehmer um die Beschaffung eines bestimmten Wertpapiers geht, sind eher der Kapitalmarktseite zuzuordnen. Diese Repogeschäfte über sogenannte „special collateral“ hängen sehr stark von deren Verfügbarkeit ab und weisen daher andere Reposätze auf als solche Geschäfte, hinter denen kein spezieller Wertpapierbedarf steht. Beim sogenannten „general collateral“ steht daher überwiegend das Motiv der Liquiditätsbeschaffung für den Pensionsgeber im Mittelpunkt, also die Geldmarktseite des Repogeschäfts.

*Geringere
Integration als
im unbesicher-
ten Geldmarkt*

Der Repomarkt im Euro-Gebiet ist weniger homogen und weniger integriert als der unbesicherte Geldmarkt. Das hängt teilweise damit zusammen, daß es für Repogeschäfte

Die meisten „special collaterals“ sind nicht überall im Euro-Gebiet leicht zu beschaffen. Das Problem der Verfügbarkeit wird dadurch verschärft, daß bei grenzüberschreitenden

Veränderung der Umsätze in Zinsswaps

2. Quartal 1999 gegenüber 4. Quartal 1998; in %

Laufzeit	Deutschland	Euro-Gebiet
1 Woche	88	115
2 Wochen	104	125
1 Monat	82	86
3 Monate	143	72
6 Monate	113	37
9 Monate	131	144
1 Jahr	154	115
> 1 Jahr	23	25
Insgesamt	93	72
Nachrichtlich: Marktanteil des deutschen Segments ca.	.	39

Quelle: Umfrage der Deutschen Bundesbank und anderer nationaler Zentralbanken im Eurosystem unter den geldmarktaktivsten Banken.

Deutsche Bundesbank

Repos Verrechnung und Abwicklung auf der Wertpapierseite noch nicht so gut funktionieren wie auf der Geldseite, weil die Settlement-Infrastruktur noch nicht den hohen Integrationsgrad des Zahlungsverkehrs aufweist. Darüber hinaus gestaltet sich die Vereinheitlichung der Marktusancen sehr viel schwieriger als im Bereich des unbesicherten Geldmarkts – nicht zuletzt, weil Repogeschäfte im jeweiligen nationalen Markt unterschiedlichen steuerlichen und juristischen Anforderungen unterliegen.

Verbriefte Geldmärkte und Geldmarktderivate

Während der nicht verbiefte Geldmarkt von Banken dominiert wird, weisen die Märkte

für Geldmarktpapiere und die für derivative Instrumente bei den Marktteilnehmern deutlich differenzierte Strukturen auf. Nichtbanken, wie zum Beispiel gewerbliche Unternehmen, Versicherungen und insbesondere öffentliche Schuldner, sind in diesen Märkten vielfach stark engagiert. Dabei weisen jedoch die nationalen Segmente beträchtliche Unterschiede untereinander und im Hinblick auf ihre Integration in den Gesamtmarkt auf. Insbesondere Geldmarkttitel werden vom Investor häufig bis Fälligkeit gehalten, so daß der entsprechende Sekundärmarkt meist vergleichsweise wenig liquide ist. Zudem gibt es, wie im Repomarkt, steuerliche, rechtliche und abwicklungstechnische Integrationshemmnisse. Im Vergleich zu anderen Ländern spielt in Deutschland die Verbriefung von kürzerfristigen Finanzierungen trotz einer gewissen Belegung in jüngerer Zeit nach wie vor eine geringe Rolle (s. Tabelle auf S. 27).

Auf der Nichtbankenseite ist die öffentliche Hand bei weitem größter Emittent kurzfristiger Schuldverschreibungen. Zu den 1996 eingeführten sechsmonatigen Bubills mit einem regelmäßig ausstehenden Volumen von 10 Mrd Euro kamen im November 1999 die Bundeskassenscheine (auch Cash-Bills genannt) hinzu. Diese sehr kurzfristigen Papiere werden als Instrument zur flexiblen Liquiditätssteuerung des Bundes eingesetzt. Ihr Umlaufvolumen ist auf 5 Mrd Euro beschränkt. Konkrete Aussagen zur Struktur der Erwerber dieses Instruments lassen sich aufgrund der geringen Erfahrungen noch nicht treffen. Jedoch kann – wie bei den Bubills – von einem starken Engagement ausländischer institutioneller Anleger ausgegangen werden.

Geldmarktpapiere der öffentlichen Hand ...

... der Unter-
nehmen ...

Commercial-Paper-Programme privater Unternehmen spielen in Deutschland noch immer eine vergleichsweise geringe Rolle. Aufgrund eines insgesamt dauerhaft günstigen makroökonomischen Umfeldes mit geringer Inflation überwiegen in Deutschland traditionell längerfristige Finanzierungsformen; hinzu kommt eine enge Beziehung der Unternehmen zu ihren (Universal-)Hausbanken. Künftig dürften jedoch von den weiter entwickelten ausländischen Märkten für Commercial Paper und einer allgemein zunehmenden Tendenz zur Verbriefung von Krediten Impulse auf den deutschen Markt nicht ausbleiben. Im Bereich der kurzfristigen Bankschuldverschreibungen war schon seit dem 2. Halbjahr 1998 eine deutliche Belebung festzustellen. Eine Rolle dürfte dabei spielen, daß die für umlaufende Papiere zu haltende Mindestreserve seit Anfang vergangenen Jahres verzinst wird. Der Wettbewerbsnachteil, den die kurzfristigen Bankschuldverschreibungen durch eine unverzinsten Mindestreserve etwa gegenüber Commercial Paper hatten, ist somit weggefallen.

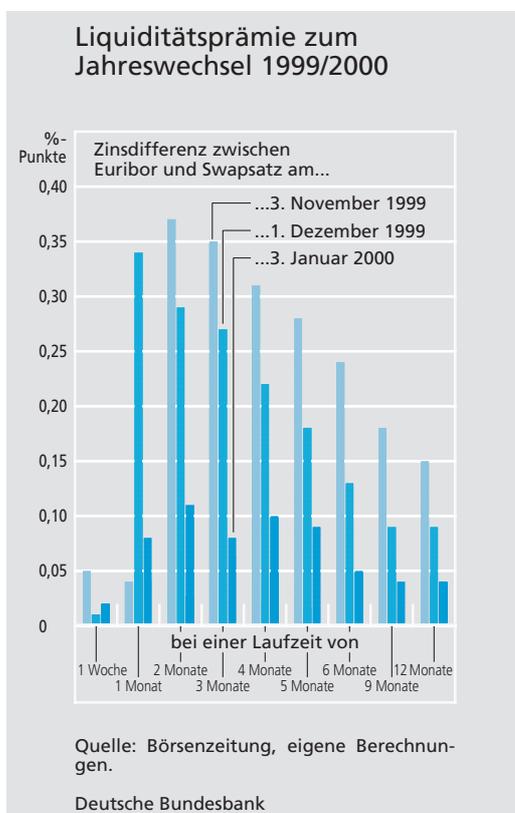
... und des
Bankensektors

Ähnlich wie die Besicherung von Geldmarktgeschäften ist auch der vermehrte Einsatz von Geldmarktderivaten eine Entwicklung, die durch die Währungsunion zwar nicht hervorgerufen, wohl aber verstärkt wurde. Derivate eröffnen Möglichkeiten zur Arbitrage und zur flexiblen Steuerung des Zinsrisikos bei geringem Kapitaleinsatz. Der Markt für Derivate ist seit Beginn der Währungsunion deutlich tiefer und liquider geworden. So hat das Umsatzvolumen von Zinsswaps im Euro-Gebiet um über 70 % zugenommen (s. Tabelle auf S. 28), die deutschen Marktteil-

Hohe Dynamik
bei Geldmarkt-
swaps

nehmer berichten gar von einer Verdoppelung ihrer Umsätze. Die rapide Integration dieses Marktsegments – die befragten deutschen Banken handeln 70 % der Swaps grenzüberschreitend – ist zu einem großen Teil der schnellen Durchsetzung einheitlicher Referenz-Zinssätze und damit einer von den Marktteilnehmern selbst herbeigeführten Standardisierung zuzuschreiben. Spiegelbildlich zum Wachstum der Tagesgeld-Umsätze am unbesicherten Kassamarkt fand im Derivate-Handel dabei eine Konzentration auf EONIA-Swaps statt. Die weitgehend marktgetriebene Standardisierung der Swaps begünstigte die Entstehung und Verwendung einer EWU-einheitlichen Swapsatz-Kurve. Da die Banken Swapsatz-Kurven zur Bewertung von Finanzinstrumenten heranziehen, strahlt die Integration des Swapmarkts auf andere Segmente der Finanzmärkte aus. Die Vertiefung der Liquidität führte inzwischen zu einer Abnahme der Geld-Brief-Spannen bis auf ein bis zwei Basispunkte. Völlig abgeschlossen ist die Etablierung einheitlicher Kontraktstandards jedoch noch nicht, was noch Einsparpotentiale bei den Transaktionskosten vermuten läßt.

Bei den börsengehandelten Geldmarkt-Futures hat sich der 3-Monats-EURIBOR-Future als das liquideste Instrument erwiesen. Er hat zum Jahreswechsel vor einem Jahr die auf nationale Währungen lautenden Vorläuferprodukte, wie zum Beispiel den Euro-DM-Kontrakt, abgelöst.



Der Jahrtausendwechsel am Geldmarkt

Mit der insgesamt problemlosen Bewältigung des Jahrtausendwechsels hat der „junge“ Euro-Geldmarkt eine weitere Bewährungsprobe bestanden. Dies ist um so bemerkenswerter, als im vergangenen Jahr lange Zeit beträchtliche Prämien für Liquidität über den Jahreswechsel in die Preisbildung einbezogen wurden. Ablesbar ist dies an der Differenz zwischen Termingeld- und Geldmarktswapsätzen (s. obenstehendes Schaubild). Da es bei Swaps im Gegensatz zu Termingeld nicht zur Übertragung des Kreditbetrags, sondern nur zu einem „Spitzenausgleich“ kommt, dürfte der Anstieg der Zinsdifferenz über die „normalen“, nicht vom Jahrtausendwechsel beeinflussten Werte hinaus eine recht gute Näherung an die Prämien für Liquidität zum

Jahrtausendwechsel darstellen. Diese Prämien bildeten sich immer in solchen Laufzeiten heraus, in denen der Jahrtausendwechsel enthalten war und erreichten ihren Höhepunkt Oktober/November. In dieser Phase ließ die „Millenium-Angstprämie“ – jedenfalls rechnerisch – für Tagesgeld über die Jahrtausendwende zweistellige Zinssätze erwarten. In den darauf folgenden Wochen gingen die Aufschläge dann aber zurück, offenbar weil die Risiken zunehmend geringer eingeschätzt wurden. Allerdings wurde Ultimo-Tagesgeld vor Weihnachten immer noch bei 5 % bis 6 % erwartet. Tatsächlich aber blieb der EONIA-Satz über den Jahreswechsel dann mit 3,75 % sogar unterhalb des Spitzenrefinanzierungssatzes des Eurosystems. Und bereits am ersten Handelstag im Jahr 2000 haben sich die Geldmarktzinssätze wieder weitgehend normalisiert.

*Reibungsloser
Verlauf des
Jahrtausend-
wechsels*

Das Eurosystem hatte frühzeitig darauf hingewiesen, daß der vorhandene geldpolitische Handlungsrahmen auch eine problemlose Bewältigung des Jahrtausendwechsels und insbesondere einen reibungslosen liquiditätsmäßigen Übergang ermöglicht.¹⁰⁾ Durch umfangreiche Tests des TARGET-Systems wurde die Jahr-2000-Eignung auf einem (weiteren) zentralen Gebiet überprüft.¹¹⁾ Sie bestätigte sich dann auch in der Realität; die Zahlungsverkehrssysteme funktionierten im Euro-Gebiet nach dem Jahrtausendwechsel störungsfrei. In dieses Bild fügt sich, daß die Zu-

¹⁰ Siehe: Europäische Zentralbank, Die Jahr-2000-Umstellung und die Nachfrage nach Zentralbankliquidität, Pressemitteilung vom 11. August 1999.

¹¹ Siehe: Europäische Zentralbank, Demonstration der Jahr-2000-Verträglichkeit von TARGET, Pressemitteilung vom 27. September 1999.

*Im Vorfeld
zunächst hohe
Prämie für
Ultimogeld*

nahme des Bargeldumlaufs im Euro-Gebiet im Dezember nur um rund drei Prozentpunkte über dem im Vorjahr beobachteten Anstieg lag. Sowohl beim breiten Publikum als auch bei den Banken wurde Vorsichtskasse für den Jahrtausendwechsel nur in begrenztem Umfang gehalten.

*Überliqui-
disierung...*

Indem das Eurosystem den letzten über den Jahrtausendwechsel reichenden Haupttender stark aufstockte, sorgte es für eine reichliche Liquiditätsausstattung zu Beginn des Jahres 2000. Diese wurde am Jahresultimo von den Banken durch die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität noch akzentuiert (vom 30. Dezember bis 2. Januar 11,4 Mrd Euro bei gleichzeitiger Nutzung der Einlagefazilität von 2,6 Mrd Euro). Hierin kam in erster Linie eine von Bankenseite – unter Hinweis auf Risikoerwägungen – bereits frühzeitig artikulierte Präferenz für den Ultimo-Liquiditätsausgleich direkt bei der Zentralbank zum Ausdruck. Dies gilt besonders für die deutschen Kreditinstitute, auf die jeweils der überwiegende Teil des Rückgriffs auf die Ständigen Fazilitäten am Jahresultimo entfiel. Die (an „normalen“ Gegebenheiten gemessene) Überliquidisierung wurde in den ersten Januartagen durch Veränderungen marktmäßiger Liquiditätsfaktoren noch weiter erhöht. Vor diesem Hintergrund bot das Eurosystem den Banken am 5. Januar Termineinlagen im Wege eines „amerikanischen“ Zins-Schnelltenders an, um dem Geldmarkt „überschüssige“ Liquidität zu entziehen. Diese erste Feinsteuerungsmaßnahme des Eurosystems überhaupt war auch deshalb geboten, weil die übliche Liquiditätseinstellung über Haupttender ausschied, nachdem bereits im Sep-

tember vorigen Jahres beschlossen worden war, in der ersten Woche des Jahres 2000 kein Hauptrefinanzierungsgeschäft durchzuführen, um eine für kritisch erachtete Zeitspanne von Transaktionen zu entlasten.¹²⁾

Nach der Vorankündigung des Schnelltenders am 4. Januar (Laufzeit 5. bis 12. Januar) mit Vorgabe eines Höchstgebotssatzes von 3 % und der Avisierung eines Absorptionsvolumens von circa 35 Mrd Euro (annähernd halb so groß wie ein Haupttender) stieg der Tagesgeldsatz, der sich zuvor unter den Haupttendersatz (von 3 %) zurückgebildet hatte, wieder über diese Marke. Im Ergebnis blieb das Interesse der Feinsteuerungspartner am Schnelltender recht gering: Geboten (und zugeteilt) wurden gut 14 Mrd Euro; der marginale und ebenso der gewogene durchschnittliche Zuteilungssatz lagen bei 3 %. Die deutschen Institute hielten sich in diesem Schnelltender stark zurück, weil sie schon zum Jahresende 1999 hin ihre Refinanzierung über Haupt- und Basistender zurückgefahren und statt dessen eine kürzerfristige Mittelaufnahme am Interbankenmarkt und, wie erwähnt, durch die Ständigen Fazilitäten vorgezogen hatten. Aufgrund dieser punktgenaueren Liquiditätshaltung wiesen sie – anders als das Bankensystem im übrigen Euro-Gebiet – nach der Jahreswende keinen Liquiditätsüberhang auf. Angesichts der nach dem Schnelltender insgesamt noch verbliebenen Überliquidität gab der EONIA zunächst wieder bis auf 2,9 % nach. Erst mit der Kürzung des folgenden,

*... absorbiert
durch Fein-
steuerung...*

*... und Kürzung
im Haupttender*

12 Siehe: Europäische Zentralbank, Unverbindlicher Kalender für die Tenderoperationen des Eurosystems im Jahr 2000 und Anpassung des Kalenders im Interesse eines reibungslosen Datumswechsels zur Jahrtausendwende, Pressemitteilung vom 23. September 1999.

ersten Haupttenders in diesem Jahr (per 12. Januar) gegenüber dem gleichzeitig auslaufenden Geschäft dieser Art um 57 Mrd

Euro auf 35 Mrd Euro wurde die Liquiditätsausstattung des Bankensystems abschließend normalisiert.