

Die Rolle der Mindestreserve im Eurosystem

Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel

Georg-Simon-Ohm-Fachhochschule Nürnberg
University of Applied Sciences
Bahnhofstr. 87, 90402 Nürnberg
E-mail: karlheinz.ruckriegel@fh-nuernberg.de

homepage: <http://www.ruckriegel.org>

Prof. Dr. Franz Seitz

Fachhochschule Amberg-Weiden
University of Applied Sciences
Hetzenrichter Weg 15, 92637 Weiden
E-mail: f.seitz@fh-amberg-weiden.de

www.fh-amberg-weiden.de/home/seitz/index.html

Abstract

Außerhalb des Notenbankbereichs werden die Funktionen der Mindestreserve oftmals etwas „unscharf“ gesehen, was mitunter zu gravierenden Missverständnissen bei der „Wahrnehmung“ instrumenteller und operativer Maßnahmen einer Zentralbank führt. Der Beitrag beschäftigt sich daher grundsätzlich mit der Stellung der Mindestreserve im Gefüge der geldpolitischen Instrumente, der konkreten gegenwärtigen und künftigen (ab 2004) Ausgestaltung des Mindestreservesystems im Eurosystem, den geldpolitischen Funktionen der Mindestreserve sowie, damit zusammenhängend, auch mit der Rolle des „Geldbasiskonzepts“ in der praktischen Geldpolitik.

I. Die Einordnung der Mindestreserve im Lichte der Zentralbankbilanz

Die geldpolitischen Instrumente setzen entweder auf der Aktivseite oder auf der Passivseite der Zentralbankbilanz an. Das Banknotenmonopol der Zentralbank führt zu einer Zwangsnachfrage nach Banknoten (P.1 in Schaubild 1). Die Verpflichtung zur Haltung von Mindestreserven sowie der Wunsch, Guthaben zur Abwicklung des Zahlungsverkehrs (Working Balances) bei der Zentralbank zu halten, führen zu einer (Zwangs-)Nachfrage nach Guthaben bei der Zentralbank (P.2 in Schaubild 1, siehe hierzu etwa auch Stiglitz/Walsh 2002, S. 530) seitens der Kreditinstitute. Theoretisch ist aber auch denkbar, dass die Zentralbanken eine ‚freiwillige‘ Nachfrage über ‚attraktive‘ Konditionen herbeiführen (im Einzelnen siehe hierzu Görgens et al. 2003, S. 181, ähnlich Goodhart 2002a, S. 284–287). Zentralbankgeld (Banknoten und Guthaben bei der Zentralbank) kann aber nur geschaffen werden, wenn die Kreditinstitute Geschäfte mit der Zentralbank tätigen. Im Wesentlichen gibt es hier drei Möglichkeiten: Entweder die Zentralbank ist bereit, Fremdwährungsforderungen anzukaufen (A.1 in Schaubild 1) oder die Kreditinstitute verschulden sich bei der Zentralbank (A.2a in Schaubild 1) oder die Zentralbank kauft von den Kreditinstituten (staatliche) Wertpapiere an (A.2b in Schaubild 1). Im Eurosystem werden diese Geschäfte im Wesentlichen in Form einer Kreditaufnahme (Verschuldung) durchgeführt. Beim Federal Reserve System (Fed) in den USA hingegen dominiert der Ankauf von staatlichen Wertpapieren. Einen Ankauf von Fremdwährungsforderungen setzen weder das Eurosystem noch das Fed aktiv zur Schaffung von Zentralbankgeld ein (zu einem Eurosystem-Fed-Vergleich im Einzelnen siehe Ruckriegel/Seitz 2002).

Schaubild 1: Grundstruktur einer Zentralbankbilanz

Aktiva	Passiva
A.1: Währungsreserven	P.1: Banknotenumlauf ^{a)}
A.2a: Forderungen an Kreditinstitute	P.2: Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten
A.2b: Bestand an (staatlichen) Wertpapieren	(Einlagen, Bankreserven, Bankenliquidität)
A.3: Sonstiges	P.3: Sonstiges

a) Banknoten außerhalb des Zentralbanksystems

II. Die Ausgestaltung des Mindestreservesystems

Die Mindestreserve verpflichtet die Kreditinstitute, für bestimmte Verbindlichkeiten in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes Guthaben beim Eurosystem zu halten (siehe P.2 in Schaubild 1 sowie Schaubild 2).

Für die in Schaubild 2 unter A aufgeführten Verbindlichkeiten gilt derzeit ein Reservesatz von 2 %, d. h. die Kreditinstitute sind verpflichtet, Guthaben beim Eurosystem in Höhe von 2 % dieser Verbindlichkeiten zu unterhalten (der Mindestreservesatz kann zwischen 0 und 10 % liegen). Bemerkenswert ist, dass es auch Verbindlichkeiten gibt, die zwar grundsätzlich mindestreservspflichtig sind, für die derzeit aber ein Reservesatz von 0 % festgesetzt wurde (siehe Position B). Hinter dieser Vorgehensweise steht die Überlegung, dass, falls die Mindestreservebasis (unter A) zu stark schwinden sollte, sie ohne größeren Aufwand um die unter B aufgeführten Verbindlichkeiten erweitert werden kann. Derzeit steht eine solche Erweiterung allerdings nicht zur Debatte.

Schaubild 2 : Reservebasis und Mindestreservesätze

<p>A. In die Mindestreservebasis einbezogene Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 2 %</p> <p>Einlagen</p> <ul style="list-style-type: none"> • Täglich fällige Einlagen • Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren • Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu zwei Jahren <p>Ausgegebene Schuldverschreibungen</p> <ul style="list-style-type: none"> • Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren <p>Geldmarktpapiere</p>
<p>B. In die Mindestreservebasis einbezogene Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %</p> <p>Einlagen</p> <ul style="list-style-type: none"> • Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von über zwei Jahren • Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von über zwei Jahren • Repogeschäfte <p>Ausgegebene Schuldverschreibungen</p> <ul style="list-style-type: none"> • Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von über zwei Jahren
<p>C. Nicht in die Mindestreservebasis einbezogene Verbindlichkeiten</p> <ul style="list-style-type: none"> • Verbindlichkeiten gegenüber Instituten, die selbst den Mindestreservvorschriften unterliegen • Verbindlichkeiten gegenüber der EZB und den nationalen Zentralbanken

Quelle: EZB 2002a, S 56; eigene Ergänzungen.

Grundlage für die Berechnung des Mindestreservesolls, also der Höhe des bei den nationalen Zentralbanken zu haltenden Guthabens, bilden die Monatsendstände der betreffenden Bilanzpositionen der Kreditinstitute. Das Mindestreservesoll wird durch die Multiplikation der reservepflichtigen Bilanzpositionen mit den Mindestreservesätzen berechnet. Um kleinere Institute von der Pflicht zur Haltung von Mindestreserven zu befreien, wird vom Mindestreservesoll einheitlich ein Freibetrag in Höhe von 100.000 € in Abzug gebracht. Die Meldung des Mindestreservesolls an das Eurosystem erfolgt im Rahmen der „Monatlichen Bilanzstatistik“. Die „Monatliche Bilanzstatistik“ wird primär für Zwecke der „Monetären Analyse“ (insbes. Beobachtung der Geldmengenentwicklung) erhoben. Eigenständige Mindestreservemeldungen wie bei der Deutschen Bundesbank zu Zeiten vor der Europäischen Währungsunion werden nicht mehr gefordert. Das nach den Monatsendständen des Vormonats berechnete Mindestreservesoll ist Grundlage für die Mindestreservehaltung der im laufenden Monat beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Diese Mindestreserve-Erfüllungsperiode beträgt derzeit einen Monat. Sie beginnt am 24. des laufenden Monats und endet am 23. des Folgemonats. Beispielsweise liegen die Monatsendstände zum 31.1 dem Mindestreservesoll für die Erfüllungsperiode vom 24.2. - 23.3 zugrunde. Im Durchschnitt der Kalendertagesendstände müssen die Guthaben beim Eurosystem (mindestens) dem Mindestreservesoll entsprechen (Durchschnitts-Mindestreserve). Ab 2004 wird hier eine Änderung erfolgen. Dann wird die Mindestreserve-Erfüllungsperiode immer am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die erste Sitzung des EZB-Rates im Monat folgt, beginnen (EZB 2003, im Einzelnen hierzu IV.). Um das Instrument der Mindestreserve wettbewerbsneutral zu gestalten, werden Guthaben bei den nationalen Zentralbanken bis zur Höhe des Mindestreservesolls mit einem (nach der Anzahl der Kalendertage) gewichteten Durchschnittszinssatz der während der Erfüllungsperiode abgeschlossenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst (Mindestreserve-Verzinsung), wobei beim Zinstender der marginale Zuteilungssatz herangezogen wird. Guthaben, die das Mindestreservesoll überschreiten (sog. Überschussreserven), bleiben unverzinst. Die Überschussreserven konvergierten allerdings nach Anpassungsproblemen zu Beginn des Jahres 1999 mittlerweile (2002) auf ein relativ niedriges Niveau von ca. 0,4 % des Mindestreservesolls. Ende 2002 betrug das Mindestreservesoll knapp 130 Mrd. €.

III. Geldpolitische Funktionen der Mindestreserve im Eurosystem

Das Mindestreservesystem des Eurosystems erfüllt im wesentlichen zwei Funktionen (EZB 2002a, S. 54; EZB 2002b, S. 50): Es dient zum einen zur Herbeiführung oder Vergrößerung einer strukturellen Liquiditätsknappheit beim Geschäftsbankensystem (sog. Anbindungsfunktion), zum anderen führt es zu einer Stabilisierung der Geldmarktsätze (sog. Stabilisierungsfunktion).

1. Anbindungsfunktion

Der Mindestreserve kommt im geldpolitischen Instrumentarium des Eurosystems eine zentrale Rolle zu. Grundsätzlich gilt: Damit eine Zentralbank den Tagesgeldsatz kontrollieren kann (siehe hierzu auch III.2), muss eine ausreichende Nachfrage nach Einlagen (Guthaben) bei der Zentralbank bestehen (Woodford 2002, 8f.). Diese Nachfrage wird im Eurosystem durch eine mindestreservebedingte Zwangsnachfrage erzeugt. Da diese Nachfrage stabil und prognostizierbar ist, erleichtert sie auch das Liquiditätsmanagement einer Zentralbank.

Im Gegensatz dazu kommt der Begrenzungsfunktion der Mindestreserve, die einfachen Multiplikatormodellen zugrunde liegt, für die Geldpolitik keine Bedeutung zu. Diese Multiplikatormodelle unterstellen, die Geschäftsbanken könnten sich nur innerhalb eines von der Zentralbank vorgegebenen Umlaufs an Zentralbankgeld bewegen. Sie messen der Mindestreserve somit an erster Stelle eine Begrenzungsfunktion für die Geldschöpfung zu. Geldpolitisch spielt diese Funktion aber keine Rolle, da die Zentralbanken nicht das Ziel verfolgen, den Wirtschaftssubjekten eine bestimmte Geldmenge exogen vorzugeben (Näheres hierzu siehe etwa Görgens et al. 2003, II.4.2). Vielmehr entwickelt sich die Geldmenge zunächst endogen aus dem Zusammenspiel der Zentralbank, der Geschäftsbanken und der Nichtbanken heraus. Die Zentralbank befriedigt dann in einem ersten Schritt stets (vollkommen elastisch) den Bedarf der Geschäftsbanken an Zentralbankgeld. Über die Anbindung des Geschäftsbankensektors an die Notenbank kann die Zentralbank aber im weiteren Verlauf durch eine Änderung der Zinsen, zu denen sie Zentralbankgeld zur Verfügung stellt, auf das Verhalten der Geschäfts- und der Nichtbanken Einfluss nehmen.

2. Stabilisierungsfunktion

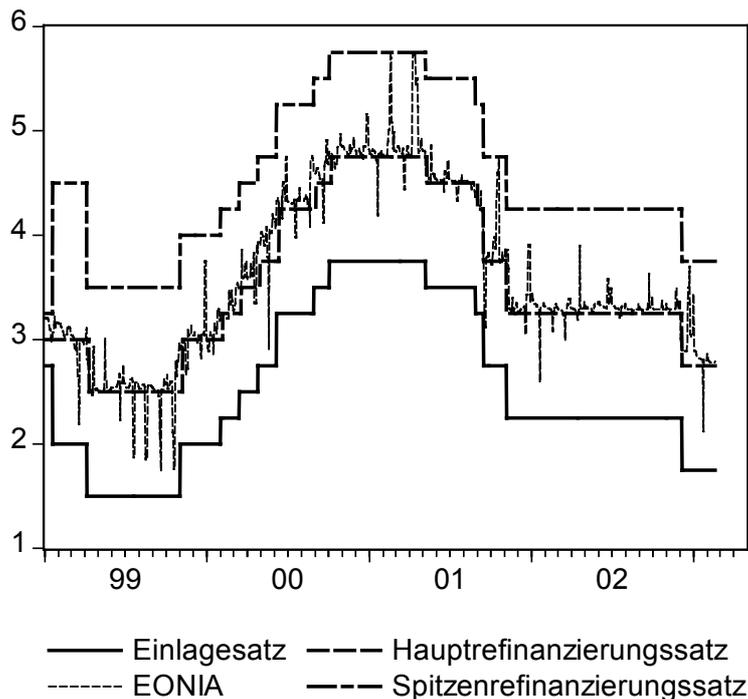
Zentraler Ansatzpunkt für die geldpolitischen Instrumente des Eurosystems aber auch für die aller anderen maßgebenden Zentralbanken (Borio 2001, S. 3) ist der Zinssatz am Interbanken-Geldmarkt, speziell der Tagesgeldsatz (grundsätzlich hierzu Woodford 2001, S. 23f.). Auf dem Interbanken-Geldmarkt handeln die Kreditinstitute untereinander Guthaben bei der Zentralbank (P.2 in Schaubild 1). Solche Transaktionen führen zu keiner Veränderung des Bestandes an Zentralbankgeld, sie bewirken lediglich eine Umverteilung zwischen den Geschäftsbanken. Aus Sicht einer einzelnen Bank erfüllen Geschäfte mit der Zentralbank und der Interbanken-Geldmarkt die gleiche Funktion. Sie bieten ihr unter normalen Umständen den Rückhalt für einen einzelwirtschaftlichen Liquiditätsausgleich und sichern somit ihre geschäftlichen Aktivitäten und ihre Mindestreservedispositionen gegen das Risiko kurzfristiger Liquiditätsschwankungen ab.

Beim Eurosystem kommt dem Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft (Haupttendersatz) Leitzins- bzw. Signalfunktion für den Tagesgeldsatz zu (zur Geldmarktsteuerung des Eurosystems im Einzelnen siehe Görgens et al. 2003, Kapitel II.4.). Seit dem Übergang zum Zinstender im Juni 2000 signalisiert der Mindestbietungssatz den geldpolitischen Kurs, eine Funktion die vorher der Festzinssatz beim Mengentender wahrgenommen hat (EZB 2002b, S. 47). Das Hauptrefinanzierungsgeschäft hat zwar gegenwärtig eine Laufzeit von 14 Tagen. Da es jedoch wöchentlich angeboten wird, stellt es ein nahes Substitut zur Tagesgeldaufnahme am Interbanken-Geldmarkt dar. Zu Beginn des Jahres 2004 wird die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf eine Woche verkürzt (EZB 2003). Das Hauptrefinanzierungsgeschäft ist allerdings kein vollkommenes Substitut zur Aufnahme von Mitteln am Tagesgeldmarkt, da das Eurosystem nicht ständig am Markt präsent ist. Dies hat zur Folge, dass das Eurosystem nicht zu jedem Zeitpunkt vollständig den Tagesgeldsatz determiniert. Dies wird anhand Schaubild 3 deutlich.

Die Mindestreserve in der gewählten Ausgestaltung als Durchschnitts-Mindestreserve führt zu einer Stabilisierung des Tagesgeldsatzes. Während einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode können nämlich Mindestreserveunterschreitungen und -überschreitungen miteinander verrechnet werden. Eine Wahrnehmung dieser Verrechnungsmöglichkeit wird oft auch als „intertemporale Arbitrage“ bezeichnet. Kurzfristig am Tagesgeldmarkt auftretende Anspannungen bzw. Verflüssigungen können so durch ein vorübergehendes Unterschreiten bzw. Überschreiten des durchschnittlich zu haltenden Mindestreservesolls abgedefert werden. Kommt es etwa in Folge eines unerwarteten Rückflusses an Banknoten (in der Bilanz des Eurosystems erfolgt eine Umbuchung: P.2 steigt, P.1 – Banknotenumlauf - sinkt, siehe hierzu auch Schaubild 1) zu einer Zunahme der Bankenliqui-

dität, d.h. zu einer Verflüssigung des Tagesgeldmarktes und unterschreitet als Folge davon der Tagesgeldsatz den Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft, haben die Banken einen Anreiz zur Vorauserfüllung („front loading“) des Mindestreservesolls, wodurch das Mittelangebot am Tagesgeldmarkt zurückgeht. In einem solchen Fall stellen sich nämlich Kreditinstitute mit Überschussliquidität besser, da die Verzinsung für Mindestreserveguthaben beim Eurosystem über der Verzinsung einer entsprechenden Anlage am Tagesgeldmarkt liegt. Dieses Verhalten der Banken wirkt so (bei geg. Zinserwartungen) tendenziell einem (weiteren) Absinken des Tagesgeldsatzes entgegen.

Schaubild 3: Der Zinskorridor im Eurosystem



Quelle: EZB; Anmerkung: Tageswerte

Unvorhergesehene Schwankungen im Liquiditätsbedarf können so i.d.R. zunächst ohne stabilisierende Interventionen des Eurosystems abgedeckt werden, was zu einer Verstetigung der Zinsentwicklung am Tagesgeldmarkt beiträgt. Die Mindestreserve fungiert als Liquiditätspuffer. Der Tagesgeldmarkt kann dann sozusagen aus sich heraus ein Gleichgewicht finden, ohne dass die Zinsführerschaft der Zentralbank gefährdet ist oder es zu einer übermäßigen Volatilität des Tagesgeldsatzes kommt. Allerdings kann naturgemäß am letzten Tag der Erfüllungsperiode die Durchschnitts-Mindestreserve nicht mehr stabilisierend wirken, da Reservefehlbeträge bzw. Überschüsse nicht mehr mit künftigen Gegenpositionen verrechnet werden können, was eine höhere Volatilität des Tagesgeldsatzes an diesem Tag zur Folge haben kann (Bindseil/Seitz 2001; siehe auch Schaubild 3).

Reicht – bei zu starken Liquiditätsschwankungen – die stabilisierende Wirkung der Mindestreserve nicht aus und ergreift das Eurosystem keine Feinsteuerungsmaßnahmen, so findet der Tagesgeldsatz beim Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität seine Obergrenze. Die Inanspruchnahme dieser Fazilität ist mengenmäßig nicht begrenzt, soweit hinreichend Sicherheiten gestellt werden können. Die Kreditinstitute können von sich aus auf sie zugreifen. Da das Bankensystem normalerweise über ausreichende Sicherheiten verfügt, stellt der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität eine wirksame Obergrenze dar. Keine Bank wird nämlich bereit sein, am Interbanken-Geldmarkt einen höheren Zins für eine Mittelaufnahme zu zahlen, als sie dafür bei der Zentralbank bezahlen muss. Als Untergrenze fungiert der Zinssatz, den das Eurosystem für Einlagen im Rahmen der Einlagefazilität vergütet, da eine einzelne Bank am Interbanken-Geldmarkt Zentralbankguthaben nicht

zu einem Zins anlegen wird, der unterhalb des Satzes liegt, den die Zentralbank für eine entsprechende Anlage zu zahlen bereit ist. Somit ergibt sich ein Zinskorridor für den Tagesgeldsatz, festgelegt nach oben durch den Spitzenrefinanzierungssatz, nach unten durch den Einlagesatz (siehe Schaubild 3).

IV. Die Änderung der Mindestreserve-Erfüllungsperiode und die Verkürzung der Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte ab 2004

Im November 2001 beschloss der EZB-Rat, die Geldpolitik nur noch in der ersten Sitzung eines Monats zu erörtern, d.h. eine Änderung der Notenbankzinsen erfolgt i.d.R. nur noch in dieser Sitzung. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode und die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden ab 2004 mit dieser Vorgehensweise synchronisiert. Dadurch sollen die Auswirkungen von Zinserwartungen auf das Bietungsverhalten der Kreditinstitute verringert werden (EZB 2002c). Grundgedanke ist dabei, dass es künftig während einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode zu keiner Änderung der Notenbankzinssätze mehr kommen soll und dass die Laufzeit von Hauptrefinanzierungsgeschäften nicht über eine Mindestreserve-Erfüllungsperiode hinausreichen soll. Eine Mindestreserve-Erfüllungsperiode beginnt ab 2004 am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die erste Sitzung des EZB-Rates folgt (erster Tag, an dem ggf. eine Änderung der Notenbankzinssätze wirksam wird) und endet am Tag vor dem Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das der ersten Sitzung des EZB-Rates im Folgemonat folgt (letzter Tag, bevor ggf. eine (erneute) Änderung der Notenbankzinssätze wirksam wird). Grundlage für die Berechnung des Mindestreservesolls bilden nach wie vor die Monatsendstände der reservepflichtigen Bilanzpositionen, wobei hier jetzt der vorletzte Monat zugrunde liegt. Beispielsweise dienen dann die Monatsendstände zum 31.1. dem Mindestreservesoll für die Erfüllungsperiode, die am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die erste Sitzung des EZB-Rates im März folgt, als Berechnungsgrundlage. Die Laufzeit eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts beträgt 7 Tage, so dass das letzte in einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode abgeschlossene Hauptrefinanzierungsgeschäft am letzten Tag dieser Erfüllungsperiode ausläuft.

Durch diese Änderungen sollen Über- bzw. Unterbietungen beim Hauptrefinanzierungsgeschäft aufgrund von Zinsänderungserwartungen, die sich auf die Zeit während einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode bzw. während der Laufzeit eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts beziehen, vermieden werden. Bei der bisherigen Ausgestaltung kam es in Phasen, in denen während der 14-tägigen Laufzeit eines ausgeschriebenen Hauptrefinanzierungsgeschäftes mit einer Senkung der Notenbankzinsen seitens der Geschäftsbanken gerechnet wurde, zu Unterbietungen, d.h. die Geschäftsbanken haben zum gegebenen Mindestbietungssatz weniger Mittel nachgefragt als das Eurosystem zuteilen wollte. Rechnet eine Geschäftsbank nämlich während der Laufzeit des abzuschließenden Hauptrefinanzierungsgeschäfts mit Zinssenkungen, besteht kein Anreiz, sich Mittel teuer bei der Zentralbank zu besorgen. Kommt es tatsächlich zu einer Senkung der Notenbankzinsen durch die Zentralbank, hat die Bank für die Restlaufzeit des Hauptrefinanzierungsgeschäfts Liquidität, die sie zu teuer eingekauft hat. Wird die Zinssenkung während der laufenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode erwartet, kommt noch hinzu, dass die Banken einen Anreiz haben, das Mindestreservesoll erst nach der Zinssenkung zu erfüllen, da dann bei gegebenem Ertrag aus der Mindestreservehaltung die Kosten für die Mindestreservehaltung sinken. Dies resultiert schlicht aus dem Verfahren, nach dem die Verzinsung der mindestreservebedingten Guthaben ermittelt wird. Die Verzinsung errechnet sich nämlich aufgrund des Durchschnittzinssatzes der während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode abgeschlossenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte (EZB 2002a, S. 58). Rechnen die Banken mit einer Zinssenkung, so lohnt es sich für sie, vor der erwarteten Zinssenkung das Mindestreservesoll zu unterschreiten, da das Besorgen von Guthaben bei der Zentralbank via Mittelaufnahme bei der Zentralbank (Teilnahme an Hauptrefinanzierungsgeschäften) bzw. via Mittelaufnahme am Tagesgeldmarkt noch verhältnismäßig teuer ist. Nach der Zinssenkung hingegen wird die Beschaffung von Guthaben bei der Zentralbank entsprechend billiger. Während also die Ertragsseite unverändert bleibt - die Berechnung des Durchschnittzinssatzes für die Verzinsung erfolgt unabhängig von der Frage, wann die Guthaben tatsächlich beim Eurosystem gehalten werden; nur die Durchschnittsguthaben werden mit dem Durchschnittzinssatz verzinst - sinken bei der Erfüllung des Mindestreservesolls erst nach der Zinssenkung die Kosten der Mittelaufnahme. Bei erwarteten Zinssenkungen während der Laufzeit eines ausgeschriebenen Hauptrefinanzierungsgeschäftes bzw. während einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode kommt es also unter den bisherigen Rahmenbedingungen schlicht aus dem Gewinnkalkül der Banken heraus zu systematischen Unterbietungen.

Rechnen die Banken während der Laufzeit des abzuschließenden Hauptrefinanzierungsgeschäfts hingegen mit einer Erhöhung der Notenbankzinsen, werden sie versuchen, möglichst viel Liquidität vom Eurosystem zum alten Zinssatz „einzukaufen“, um sie am Tagesgeldmarkt zu einem höheren Zins an andere Banken zu verleihen.

hen bzw. um das Mindestreservesoll zum niedrigen Zinssatz vorauszu erfüllen, wenn die Zinserhöhung noch für die laufende Mindestreserve-Erfüllungsperiode erwartet wird. In diesem Fall wird bereits im Vorfeld einer Zinserhöhung der Tagesgeldsatz ansteigen, da die erwartete Verzinsung der mindestreservebedingten Guthaben steigt und die Banken am Tagesgeldmarkt keine Mittel zu einem Zinssatz anbieten, der unterhalb des Zinssatzes liegt, den sie von der Zentralbank erhalten.

Sind Veränderungen der Notenbankzinsen während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode ausgeschlossen und gibt es keine Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die über eine Mindestreserve-Erfüllungsperiode hinausreichen, entfallen auch Über- bzw. Unterbietungen, die auf Zinsänderungserwartungen beruhen. Dies setzt allerdings voraus, daß der EZB-Rat nur einmal im Monat über Zinsveränderungen beschließt, und zwar bei der konkreten Ausgestaltung in der ersten Sitzung. In Ausnahmefällen, die Erwartungen über Zinsanpassungen noch während einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode auslösen, kann es daher nach wie vor zu erwartungsbedingten Über- bzw. Unterbietungen kommen.

V. Zur praktischen Bedeutung des „Geldbasiskonzepts“

Wie von der Geldangebotstheorie bekannt (ein knapper Überblick über die Entwicklung der Geldangebotstheorie findet sich bei Woll 2001, 392–395), kann mit einem gegebenen Bestand an Zentralbankgeld bzw. Geldbasis (B) ein Mehrfaches an Geld in Händen von Nichtbanken (Geldmenge M) erzeugt werden. Dies kommt in folgender Beziehung zum Ausdruck:

$$M = m \cdot B,$$

wobei m den Geldschöpfungsmultiplikator darstellt.

Das Geldbasiskonzept lässt zunächst Aussagen über die (theoretisch) maximale Geldschöpfungsmöglichkeit des Geschäftsbankensystems zu. Soll sich die Aussagekraft des Geldbasiskonzepts aber nicht nur in einer rein logischen Zerlegung der Geldmenge erschöpfen, soll also dieses Konzept auch praktischen Nutzen für die Geldpolitik haben, so muss der für das zu steuernde Aggregat relevante Geldschöpfungsmultiplikator hinreichend stabil sein und die Zentralbank die Geldbasis auch steuern können bzw. wollen. Zumindest letzteres ist beim Eurosystem (aber auch beim Fed) nicht der Fall, d.h. die Geldbasis ist eine endogene Größe (siehe hierzu auch Walsh 2003, S. 17 f.). Beide Zentralbanken steuern nicht die Menge („Geldbasis“), sondern den Preis des Zentralbankgeldes. Eine Steuerung des Preises („Tagesgeldsatz“) hat den Vorteil, dass erratische Zinsschwankungen am Geldmarkt und dadurch ausgelöste Irritationen an den Finanzmärkten vermieden werden können.

Diese bei Zentralbanken gängige Praxis steht oftmals im krassen Gegensatz zu Aussagen, die sich aus einer theoretischen Perspektive mit dem Geldangebotsprozess beschäftigen. Ein Beispiel hierfür ist etwa Mankiw 2002, S. 487: „In fact, the Fed controls the money supply indirectly by altering either the monetary base or the reserve-deposit ratio.“ Ähnlich Nissen 2001, S. 594: „Die Geldbasis ist die unabhängige Variable, die über den Geldschöpfungsmultiplikator die Geldmenge determiniert.“ (Hervorhebung durch die Verfasser). Weder das Fed noch das Eurosystem haben in den letzten Jahren die Mindestreservesätze verändert. In den USA beträgt der Mindestreservesatz 10 % (seit 1992), im Euroraum 2 % (seit der Gründung des Eurosystems im Jahr 1999). Weder das Fed noch das Eurosystem wollen über Mindestreservesatzänderungen die Geldmenge steuern. Das Instrument der Mindestreserve hat auch - wie aus den bisherigen Ausführungen hervorgeht - vollkommen andere Funktionen. Um diese Funktionen zu erfüllen ist eine Variation der Mindestreservesätze nicht zielführend.

„In their analysis most economists have assumed that Central Banks „exogenously“ set the high-powered monetary base, so that (short-term) interest rates are „endogenously“ set in the money market. ...the above analysis is wrong. Central Banks set short-term interest rates according to some „reaction function“ and the monetary base is an endogenous variable.“ (Goodhart 2001, S. 1 siehe hierzu auch Goodhart 2002 b und Woodford 2001, S. 23f.).

Literaturverzeichnis:

- Bindseil, U., Seitz, F. (2001), The Supply and Demand for Eurosystem Deposits The First 18 Months, European Central Bank, Working Paper No. 44, February (<http://www.ecb.int>).
- Borio, C.L. (2001), A Hundred Ways to Skin a Cat: Comparing Monetary Policy Operating Procedures in the United States, Japan and the Euro Area, in: BIZ (Hrsg.), Comparing Monetary Policy Operating Procedures across the United States, Japan and the Euro Area, BIS Paper New Series Nr. 9, December 2001, S. 1–22 (<http://www.bis.org>).
- Europäische Zentralbank (2002a), Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, April (<http://www.ecb.int>).
- Europäische Zentralbank (2002b), Die Liquiditätssteuerung der EZB, Monatsbericht Mai 2002, S. 45–58.
- Europäische Zentralbank (2002c), Öffentliches Konsultationsverfahren – Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens, 7.10.2002 (<http://www.ecb.int>).
- Europäische Zentralbank (2003), Maßnahmen zur Verbesserung der Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens, Pressemitteilung vom 23.1.2003 (<http://www.ecb.int>).
- Goodhart, C. (2001), The Endogeneity of Money, Papier präsentiert auf der Konferenz „Monetary Policy in a World with Endogenous Money and Global Capital“, 23. – 25. März 2001, veranstaltet vom Stiftungslehrstuhl der Deutschen Bundesbank an der FU Berlin (<http://www.wiwiss.fu-berlin.de>).
- Goodhart, C. (2002a), Can Central Banking Survive the IT Revolution?, in: Pringle, R., Robinson, M. (Hrsg.), E-money and Payment Systems Review, London, S. 271–289.
- Goodhart, C. (2002b), The Endogeneity of Money, in: Schefold, B. (Hrsg.), Exogenität und Endogenität – Die Geldmenge in der Geschichte des ökonomischen Denkens und der modernen Politik, Marburg, S. 251–264.
- Görgens, E., Ruckriegel, K., Seitz, F. (2003), Europäische Geldpolitik – Theorie, Empirie, Praxis, 3. Auflage, Stuttgart.
- Mankiw, G. (2002), Macroeconomics, 5th edition, New York.
- Neyer, U. (2002), Veränderungen des geldpolitischen Instrumentariums der EZB, in: Wirtschaftsdienst, 82. Jg., S. 731–735.
- Nissen, H.-P. (2001), Das Geldangebot, in: WISU, 30. Jg., S. 586–596.
- Ruckriegel, K., Seitz, F. (2002), Zwei Währungsgebiete - Zwei Geldpolitiken? Ein Vergleich des Eurosystems mit dem Federal Reserve System, Frankfurt/Main.
- Stiglitz, J. E., Walsh, C. E. (2002), Economics, 3rd edition, New York et al.
- Walsh, C. E. (2003), Monetary Theory and Policy, 2nd ed., Cambridge (Massachusetts) et al.
- Woll, A. (2001), Geschichte der Geldtheorie im 20. Jahrhundert, in: von Delhaes-Guenther, D., Hartwig, K.-H., Vollmer, U. (Hrsg.), Monetäre Institutionenökonomik, Stuttgart, S. 381–400.
- Woodford, M. (2001), Monetary Policy in the Information Economy, NBER Working Paper No. 8674, December (<http://www.princeton.edu/~woodford/>).
- Woodford, M. (2002), Financial Market Efficiency and the Effectiveness of Monetary Policy, Princeton University, March (<http://www.princeton.edu/~woodford/>).