



Im Zickzack durch den Geldmarkt

by Norbert Häring

(appeared April 25, 2001 in the Financial Times Deutschland)

Die Europäische Zentralbank schafft unnötiges Zinsrisiko. Schuld ist ein ungeeignetes Auktionsverfahren.

Die Europäische Zentralbank hat derzeit Schwierigkeiten, eine reibungslose Versorgung der Banken mit Liquidität sicherzustellen. Zugegeben: Das ist nicht das größte Problem der EZB. Dass sie die Leitzinsen endlich senken sollte, ist aber schon von zu vielen Seiten gesagt und geschrieben worden. Da lässt sich über Mängel in der Technik der Geldmarktsteuerung eher noch etwas Konstruktives sagen.

Am 13. Februar passierte es zum ersten Mal. Die Banken fragten beim Wertpapierpensionsgeschäft der EZB nicht genug Zweiwochenkredite nach, um das Bankensystem insgesamt ausreichend mit Liquidität zu versorgen. Die EZB "bestrafte" sie, indem sie bei der Auktion in der Woche darauf nur einen Teil der fehlenden Liquidität abgab. Die Banken waren daher zur Erfüllung ihrer Mindestreserve-Verpflichtung darauf angewiesen, sich in großem Umfang Geld über die Spitzenrefinanzierungsfazilität der EZB zu holen, eine Notfall-Tranche, die mit 5,75 Prozent ziemlich teuer ist. Entsprechend stiegen am Geldmarkt die Sätze für Tagesgeld einige Zeit um fast einen Prozentpunkt auf nahe 5,75 Prozent.

Eine weitere Folge war, dass die beiden sich überlappenden zweiwöchigen Refinanzierungsgeschäfte ein sehr ungleiches Volumen bekamen. Das eine wurde um ein Mehrfaches größer als das andere. Die EZB versuchte in den folgenden zwei Monaten, die Volumina anzugleichen. Aber oft fehlte beim kleinen Geschäft die Nachfrage der Banken. Bevor die EZB mit dem Ausgleich weit gekommen war, passierte es schon wieder. Am 10. April lagen ihr nur Gebote über knapp 25 Mrd. Euro vor, obwohl sie deutlich über 50 Mrd. Euro hätte unterbringen müssen.

Moralische Vorwürfe fehl am Platz

Grund für das Problem ist der Mindestbietungssatz, den die EZB bei den Auktionen als Untergrenze der Zinsgebote vorgibt. Wenn mit der Möglichkeit gerechnet wird, dass die EZB auf ihrer nächsten Sitzung die Leitzinsen senken könnte, halten sich viele Banken beim Tender zurück - um sich erst nach der Sitzung einzudecken.

Die EZB und viele Geldhändler geben spekulationsstüchtigen Disponenten die Schuld an dem wiederholten Desaster: Die bei den Banken für die Liquiditätsbeschaffung Zuständigen sollten sich bei den Auktionen holen, was ihr Institut braucht - und nicht auf Zinsänderungen spekulieren. Solchen Anschuldigungen liegt ein moralisierendes Argument zugrunde, das einem Markt unangemessen ist und nicht einmal zieht. Denn auch in normalen Zeiten nehmen nur rund 600 europäische Banken an den Auktionen der EZB teil. Tausende kleine Institute haben das noch nie getan. Sie holen sich ihre Liquidität am Geldmarkt von den großen Banken, die entsprechend mehr von der EZB besorgen, als sie selbst brauchen.

Warum aber sollte die Deutsche Bank zwei Tage vor einer möglichen Zinssenkung Geld von der EZB zu 4,75 Prozent holen, das sie danach über den Geldmarkt zu 4,55 oder 4,30 Prozent an kleinere Banken weitergeben darf?

Die EZB setzt darauf, dass sich das Problem mit der Zeit löst. Sie möchte den Banken beibringen, dass sich Zurückhaltung nicht lohnt. Wenn diese nach einem Bieterstreik immer draufzahlen, werden sie es einsehen, so die Hoffnung.

Trittbrettfahrer macht Schnitt

Ob sich die Notenbank da mal nicht vertut. Nehmen wir einmal an, die Auktionsteilnehmer lernen ihre Lektion, und genug von ihnen bieten regelmäßig mit. Dann lohnt es sich für den Einzelnen wieder, nicht mitzumachen und auf niedrigere Zinsen zu warten. Kommt die Zinssenkung, macht so ein Trittbrettfahrer einen Schnitt. Kommt sie nicht, kann er sich ohne weiteres am Geldmarkt versorgen. Der ist ja durch die ausreichenden Gebote der anderen Institute liquide. Ein Zustand, in dem regelmäßig genug geboten wird, ist in einer Zinssenkungsphase kein stabiles Gleichgewicht. Das Problem wird daher immer wiederkehren, solange Zinssenkungsfantasie im Markt ist.

Und selbst wenn die üblichen Teilnehmer tatsächlich bei den Auktionen genau so viel nachfragen, wie sie selbst brauchen, reicht das nicht aus, um auch die Kleinen zu versorgen, die nicht mitmachen. Dann fehlt dem System Liquidität und die Sätze am Geldmarkt gehen nach oben. Das trifft dann allein die kleinen Institute,

die nicht das nötige Know-how haben, um sich bei der EZB versorgen zu können.

Der Mindestbietungssatz bewirkt, dass die Notenbank ihre geldpolitischen Absichten in einer Zinssenkungsphase nicht mehr klar signalisieren kann, ohne einen Bieterstreik auszulösen. Sie kann dieses Problem bei ihrer Kommunikation ignorieren, und hoffentlich tut sie es auch. Ob sie den Mut dazu tatsächlich aufbringt, werden wir aber erst sehen, wenn sie den Markt mit ihrer Zinssenkung, die irgendwann kommen wird, tatsächlich nicht überrascht.

Die Steuerungsprobleme ließen sich am elegantesten durch die Abschaffung des Mindestbietungssatzes lösen. Die EZB würde ihre Steuerungsmethodik damit vollends derjenigen der früheren Bundesbank angleichen. Doch auch wenn sie am Mindestbietungssatz festhalten möchte, hat sie relativ einfache Optionen.

Am wenigsten einschneidend wäre die Verlegung der Auktionen auf den Wochentag nach den regulären Treffen des EZB-Rates. Eines der beiden überlappenden Geschäfte wäre dann von Zinssenkungserwartungen praktisch nicht betroffen; das andere nur mäßig.

Teure Koordinationsfehler

Eine weitergehende Maßnahme wäre die Verstetigung der Auktionen. Professor Axel Ockenfels, Spezialist für Auktionsdesign, sieht das Problem in der Unkenntnis der Disponenten über das Bietungsverhalten ihrer Kollegen. Die Banker müssen Gebote abgeben, die sie nicht mehr korrigieren können. Oft stellt sich heraus, dass ihren Geboten falsche Erwartungen über das Handeln der anderen zugrunde lagen.

Im Computerzeitalter sollte es möglich sein, solche Auktionen mehrmals in der Woche durchzuführen. Das Volumen jedes einzelnen Geschäfts würde sich dadurch entsprechend verringern. Die Laufzeit könnte auf eine Woche verkürzt werden, sodass sich die Bindungsfrist ebenfalls verringert. Wenn sich in einem solchen System ein einzelner Bieter oder der Markt insgesamt vertan hat, kann er bereits kurze Zeit später versuchen, dies auszugleichen. Die EZB müsste sich nicht mehr in Strafaktionen ergehen, um Bieterstreiks zu verhindern, sondern könnte einfach hinnehmen, wenn einzelne Tender zu klein ausfallen. Die benötigte Liquidität könnte sie problemlos beim nächsten Tender dazugeben.