

Implikationen der Geldmarktsteuerung des Eurosystems während der Finanzkrise

Im Verlauf der Finanz- und Staatsschuldenkrise haben sich Quantität, Qualität und Charakter der geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die den Kern der Geldmarktsteuerung bilden, stark verändert. Seit Herbst 2008 gewährt das Eurosystem den Banken Kredite in Vollzuteilung, das heißt im nachgefragten Umfang, und zum festen Zins. Zudem stellte es den Banken diese Mittel zeitweise über teils sehr lange Laufzeiten zur Verfügung. Diese besonderen Maßnahmen spiegeln unter anderem das Bestreben des EZB-Rats wider, die Voraussetzungen für Kreditversorgung und geldpolitische Transmission auch auf dem Höhepunkt der Finanzkrise zu gewährleisten und angesichts der sich daran anschließenden scharfen Rezession des Jahres 2009 einer drohenden breiten Kreditklemme entgegenzuwirken. Diese und andere krisenbedingte Veränderungen beim Einsatz der Instrumente der Geldmarktsteuerung stellen gleichwohl Präzedenzfälle dar: Das Eurosystem steuerte nicht mehr lediglich Liquidität und Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt, sondern wirkte an der Finanzierung von Banken bis in den Bereich von Kapitalmarktlafzeiten mit.

Den erzielten kurzfristigen Stabilisierungswirkungen der Maßnahmen stehen auch Nebenwirkungen gegenüber, die an Bedeutung gewinnen, je länger die Sondermaßnahmen genutzt werden: So vermindern langfristige Mittelbereitstellung und Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften im Zusammenwirken mit der Absenkung des Bonitätsschwellenwerts für notenbankfähige Sicherheiten und der Verengung des Zinskorridors die Anreize für notwendige Anpassungen im Banken- und Finanzsystem und verzögern auf diese Weise tendenziell die Normalisierung am Interbanken-Geldmarkt. Auf die Dauer verdrängen die verschiedenen Maßnahmen in ihrer Gesamtwirkung einen Teil der privaten Geld- und Kapitalmarktaktivität, schränken die Disziplinierung der Kreditinstitute durch die Marktkräfte ein und führen letztlich zu einer Verzerrung der Wettbewerbsbedingungen zwischen den Geschäftsbanken.

Das Eurosystem wird die Praxis der großzügigen Bereitstellung von Finanzierungsmitteln an Geschäftsbanken, die diese selbst am Markt oft nicht zu vergleichbaren Konditionen erhalten können, nicht unbegrenzt fortführen. Eine Abkehr von den krisenbedingten Sondermaßnahmen steht derzeit nicht an. Für die Zukunft wäre aber anzustreben, dass die Teilnehmer an geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften grundsätzlich auch über einen Zugang zum Interbanken-Geldmarkt verfügen. Ferner sollten Geldmarktgeschäfte und liquiditätsbereitstellende geldpolitische Operationen aus Sicht der Institute zumindest näherungsweise Substitute sein. Auf dem Weg zu einer wieder marktgerechteren Geldmarktsteuerung muss das Eurosystem früher oder später die Anreize für die Geldmarktaktivität verbessern, das Zuteilungsvolumen bei den liquiditätsbereitstellenden Operationen beschränken, sowie die Bonitätsanforderungen und Sicherheitsabschläge für marktfähige notenbankfähige Sicherheiten an die Marktpraxis anpassen.

Die zurzeit im Vorfeld der Übernahme der einheitlichen Bankenaufsicht durch die EZB durchgeführte Prüfung der Bankbilanzen wird die Normalisierung des Refinanzierungsverhaltens der Banken flankieren und den Vertrauenszuwachs an den Geld- und Finanzmärkten stärken: Dabei können und müssen Schwachpunkte in den Bilanzen der untersuchten Institute aufgedeckt, der Handlungsbedarf identifiziert und Entscheidungen über erforderliche Kapitalmaßnahmen oder gegebenenfalls die Abwicklung von Instituten vorbereitet werden.

Geldpolitischer Kurs, Durchführung der Geldpolitik und die Anforderung der Marktgerechtigkeit

Entscheidungen über Leitzins und über Durchführung der Geldpolitik

Während in den Anfangsjahren der Währungsunion meist nur die Leitzinsentscheidungen des EZB-Rats einer breiteren Öffentlichkeit zur Kenntnis gelangten, haben seit Beginn der Finanzkrise auch Entscheidungen über die Durchführung der Geldpolitik öffentliches Interesse gefunden. Die gedankliche Trennung dieser beiden Entscheidungsebenen – einerseits über den angemessenen geldpolitischen Kurs, insbesondere den Leitzins, andererseits über die Auswahl und die Ausgestaltung von Liquiditätsoperationen im Rahmen der Umsetzung des geldpolitischen Kurses – wurde seit Beginn der Liquiditätskrise wiederholt vom Eurosystem hervorgehoben und mit dem Begriff „Separationsprinzip“ bezeichnet.¹⁾

Zusätzliche liquiditätsbereitstellende Maßnahmen sorgen dafür, dass geldpolitischer Kurs wirksam wird

Dessen Kerngedanke besteht darin, dass krisenbedingte liquiditätsbereitstellende Sondermaßnahmen im Bereich der Geldmarktsteuerung nicht als eigenständige geldpolitische Lockerung zu betrachten sind. Vielmehr sollen sie dafür sorgen, dass der vom EZB-Rat angestrebte geldpolitische Kurs, der durch das Finanzsystem vermittelt wird, seine Wirksamkeit für die Realwirtschaft entfalten kann – für Konsum-, Spar- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte und Unternehmen. Folgt man diesem Gedanken, dann kann der geldpolitische Kurs des EZB-Rats auch in Gegenwart geldpolitischer Sondermaßnahmen insbesondere am Hauptrefinanzierungssatz, dem wichtigsten der drei Leitzinssätze des Eurosystems, abgelesen werden.²⁾

Geldmarktsteuerung: zentrales Element der Durchführung der Geldpolitik

Für die Durchführung der Geldpolitik stehen dem Eurosystem die im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) und in der EZB-Satzung vorgesehenen Instrumente zur Verfügung. Die Instrumente der Geldmarktsteuerung sind konkreter im sogenannten „geldpolitischen Handlungsrahmen“³⁾ beschrieben, der in regelmäßigen Abständen

um die zwischenzeitlichen Beschlüsse des EZB-Rats ergänzt wird.

Die Geldmarktsteuerung soll Sorge dafür tragen, dass die kurzfristigen Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt im Einklang mit dem vom EZB-Rat festgelegten geldpolitischen Kurs stehen. Die wesentliche Aufgabe der geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte im Euro-Währungsgebiet ist es, die Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber dem Eurosystem – das heißt das aggregierte Volumen der von den Geschäftsbanken bei den nationalen Zentralbanken des Eurosystems gehaltenen Guthaben – zu beeinflussen und auf diese Weise die Steuerung der kurzfristigen Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt (auf dem die Geschäftsbanken untereinander Zentralbankguthaben handeln) durch das Eurosystem zu ermöglichen.

Liquiditätsoperationen dienen der Kontrolle des kurzfristigen Zinses

Das geldpolitische Handeln des Eurosystems ist stets auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität auszurichten. Darüber hinaus kann das Eurosystem die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union unterstützen, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist. Allerdings ist das Eurosystem dabei grundlegenden Einschränkungen unterworfen. So ist es ihm ausdrücklich verboten, Staatsschuldtitel am Primärmarkt zu erwerben oder öffentlichen

Geldpolitik gewährleistet Preisstabilität und handelt im Einklang mit Maßgaben der europäischen Verträge

¹ Vgl.: EZB, Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität, Monatsbericht, Mai 2008, S. 93–109; J. Stark, Growth and productivity of the financial sector: challenges for monetary policy, Rede von Jürgen Stark, Mitglied des EZB-Direktoriums, High-Level BCL Policy Panel Luxembourg, 12. November 2008; J.-C. Trichet, Interview der Zeitungen Postimees, Hospodárske noviny and Delo mit EZB-Präsident Jean-Claude Trichet, 13. Juli 2011, veröffentlicht am 19. Juli 2011; J.-C. Trichet, Interview von Helsingin Sanomat und Kauppalehti mit EZB-Präsident Jean-Claude Trichet, 20. April 2011, veröffentlicht am 26. April 2011; J.-C. Trichet, Remarks at the farewell event, Rede von EZB-Präsident Jean-Claude Trichet, Frankfurt am Main, 19. Oktober 2011.

² Vgl.: L. Papademos, Tackling the financial crisis: policies for stability and recovery, Rede von Lucas Papademos, Vizepräsident der EZB, Annual Dinner of the Society of Business Economists, 11. Februar 2009.

³ Vgl.: EZB (2011), Die Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems.

Stellen Kredite zu gewähren (Verbot der monetären Staatsfinanzierung). Darüber hinaus ist das geldpolitische Handeln des Eurosystems im Interesse einer effizienten Ressourcenallokation dem „Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb“ verpflichtet.⁴⁾ Dieser Grundsatz gilt auch für die Interaktion der Notenbanken mit den Geschäftsbanken und wirkt als Leitprinzip für die Ausgestaltung geldpolitischer Regelungen und Instrumente. Die Geldpolitik sollte möglichst marktwirtschaftlich und wettbewerbsfähig ausgestaltet sein, während interventionistische Ausgestaltungen als Ausnahmen einer besonderen geldpolitischen Rechtfertigung bedürfen.

Geldmarktsteuerung soll Ressourcenallokation nicht verzerren

Das Handeln im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb ist für das Eurosystem kein Selbstzweck, sondern es dient einer effizienten Allokation der Ressourcen. Die Geldmarktsteuerung kann auf Basis dieser grundlegenden Orientierung dann als marktgerecht angesehen werden, wenn sie zwar einerseits das allgemeine Zinsniveau effektiv steuert – und dadurch bei geeigneter Bestimmung des geldpolitischen Kurses die Preisstabilität gewährleistet –, dabei aber gleichzeitig die relativen Preise (Zinssätze bzw. Zinsdifferenzen) und damit die Ressourcenallokation durch den Markt so wenig wie möglich verändert. Beispielsweise sollten die wesentlichen Determinanten der Zinssätze von Repogeschäften – darunter die Art, Kreditqualität und Marktliquidität der genutzten Sicherheiten, die Bonität der beteiligten Geschäftspartner, der Zusammenhang zwischen Reposatz und nachgefragtem Kreditbetrag, sowie die Laufzeit der Geschäfte – weiterhin die Refinanzierungskosten der Banken mitbestimmen. Nach Möglichkeit sollten diese Mechanismen auch dann wirksam sein, wenn die Banken Zentralbankkredite in Anspruch nehmen.

Geldmarktsteuerung an marktwirtschaftlichen Grundsätzen ausrichten

Der vorliegende Aufsatz diskutiert die Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung des Eurosystems vor und im Verlauf der Finanzkrise unter dem Blickwinkel dieser marktwirtschaftlichen Orientierung. Er beleuchtet auch Vorschläge

für die Geldmarktsteuerung in einem Nach-Krisen-Umfeld.

Grundlagen der Geldmarktsteuerung des Eurosystems

Zu den wichtigsten Instrumenten der Geldmarktsteuerung des Eurosystems zählen die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte – Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG) und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRG) – und die ständigen Fazilitäten (Einlagefazilität, Spitzenrefinanzierungsfazilität).⁵⁾ Im Rahmen der Geschäftspartnerpolitik und mit dem Sicherheitenrahmen legt das Eurosystem fest, welche Kreditinstitute an geldpolitischen Operationen teilnehmen können und welche Anforderungen an die einzureichenden notenbankfähigen Sicherheiten gestellt werden.

Elemente der Geldmarktsteuerung

Refinanzierungsgeschäfte

Das Bankensystem im Euro-Währungsgebiet wies in der Vergangenheit stets ein strukturelles Liquiditätsdefizit gegenüber dem Eurosystem auf. Es bestand also ein hoher aggregierter Bedarf an liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Operationen, der überwiegend durch revolving angebotene Zentralbankkredite, die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte, gedeckt wurde. Diese dienen dazu, die Liquidität und die Zinssätze am Markt zu steuern und Signale bezüglich des geldpolitischen Kurses zu geben. Hierbei kommt den wöchentlich

Hauptrefinanzierungsgeschäfte: Signale bezüglich des geldpolitischen Kurses

⁴ Vgl. Art. 127.1 AEUV.

⁵ Daneben existiert im Euro-Währungsgebiet eine Mindestreserveverpflichtung für Kreditinstitute, die eine wichtige operativ-technische Funktion im Rahmen der Geldmarktsteuerung hat, aber im Hinblick auf die Anforderung der Marktgerechtigkeit unproblematisch ist und daher im Rahmen dieses Aufsatzes aus Gründen der Vereinfachung im Hintergrund bleibt. Dasselbe gilt für liquiditätsabsorbierende oder -bereitstellende Feinststeuerungsoperationen meist eintägiger Dauer, wie sie über lange Zeit am letzten Tag einer jeden Reserveperiode angeboten wurden. Weitere Instrumente, darunter geldpolitische Wertpapierankäufe und sog. strukturelle Liquiditätsoperationen durch endgültige Käufe, werden im Rahmen dieses Aufsatzes nicht betrachtet.

Rahmenbedingungen und Grundlagen der Geldmarktsteuerung durch Notenbanken

Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung

Die bedeutenden Notenbanken westlicher Länder steuern die Geldmarktsätze mitunter in recht unterschiedlicher Weise – entsprechend den Besonderheiten des jeweiligen Finanzsystems und auch unterschiedlichen nationalen Gepflogenheiten.

So war in den angelsächsischen Ländern eine Inanspruchnahme von Zentralbankkrediten für die Banken traditionell mit einem erheblichen Stigma verbunden. Eine Geschäftsbank, die Kredite der Notenbank in Anspruch nehmen musste, lief Gefahr, als wenig solide zu gelten – und bei ihren Geschäftspartnern und womöglich auch Kunden an Vertrauen einzubüßen. Diese Stigmatisierung einer Inanspruchnahme von Zentralbankkrediten spiegelte sich in der Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung der betreffenden Notenbanken zum Beispiel darin wider, dass der aggregierte Liquiditätsbedarf des Bankensystems überwiegend durch Wertpapierbestände der Notenbanken gedeckt wurde oder dass Liquiditätsoperationen einem begrenzten Kreis von Geschäftspartnern der Notenbank vorbehalten waren, die ihrerseits die Funktion übernahmen, den horizontalen Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensektors durch Geldmarktgeschäfte zu gewährleisten.

Bilanzstruktur der Notenbank und absolutes Zinsniveau

Auch die Bilanzstruktur der Notenbanken und das absolute Zinsniveau sind wichtige Rahmenbedingungen für die konkrete Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung. Beispielsweise weisen die Bankensysteme in Ländern, deren Notenbanken ihre geldpoli-

tischen Ziele in den letzten Jahren auch mittels umfangreicher Wertpapierkäufe verfolgten, derzeit meist einen Liquiditätsüberschuss gegenüber der Notenbank in Form hoher Zentralbankguthaben auf, während das Leitzinsniveau tatsächlich oder näherungsweise null beträgt (z. B. Dänemark, Japan, Schweiz, USA, Vereinigtes Königreich). In diesen Ländern besteht derzeit nahezu kein Bedarf an regelmäßigen liquiditätsbereitstellenden Kreditoperationen der Notenbanken, und angebotene Kreditoperationen und bereitstehende Kreditfazilitäten werden kaum genutzt. Die von den Banken auf ihren Konten bei den Notenbanken gehaltene überschüssige Liquidität bleibt derzeit oft unverzinst, soweit sie nicht mit einem geringfügig positiven Zins vergütet (USA) oder sogar mit einem marginal negativen Zins belegt wird (wie bis April 2014 in Dänemark). Die kurzfristigen Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt orientieren sich dann an diesen für überschüssige Zentralbankguthaben geltenden, sehr niedrigen Leitzinssätzen.

Liquiditätssteuerung und Geldmarktsätze

Bis zur Finanzkrise verharrten die Leitzinssätze der meisten bedeutenden Notenbanken angesichts höherer Inflations- und Wachstumsraten deutlich im positiven Bereich. Im Rahmen ihrer jeweiligen Ausprägung der Geldmarktsteuerung strebten die Zentralbanken üblicherweise an, die kurzfristigen Geldmarktsätze im Interbankenhandel in der Nähe eines vom geldpolitischen Entscheidungsgremium der Notenbank bestimmten Zielniveaus zu verankern. Eine wichtige Voraussetzung für die enge Anbindung der kurzfristigen Geldmarktsätze an den Leitzins ist insbesondere eine

vergleichsweise präzise Steuerung der aggregierten Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber der Notenbank, die an den täglich fälligen Guthaben der Banken bei der Notenbank ablesbar ist.

Ausgleich der Schwankungen der autonomen Faktoren durch Liquiditätsoperationen

Wichtige Einflussfaktoren für die Liquiditätsposition des Bankensystems sind die sogenannten „autonomen Faktoren“, die insbesondere den Bargeldumlauf und die Einlagen der öffentlichen Haushalte bei der Notenbank umfassen.¹⁾ Die Liquiditätsoperationen der Notenbanken kompensieren üblicherweise die Veränderungen der autonomen Faktoren („Schaffung ausgeglichener Liquiditätsbedingungen“) und ermöglichen auf diese Weise der Notenbank die Stabilisierung und Steuerung der kurzfristigen Zinssätze. Der strukturelle Liquiditätsbedarf des Bankensystems, das heißt die (Netto-)Summe der erforderlichen liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Geschäfte, spiegelt somit lediglich die Struktur und Zusammensetzung der Notenbankbilanz im Übrigen wider.

Diese Liquiditätsposition des Bankensystems kann von der Zentralbank grundsätzlich durch liquiditätsbereitstellende und -absorbierende geldpolitische Operationen beeinflusst werden. Die Zentralbank kann dem Bankensystem Liquidität zum Beispiel mittels revolvingender Kredite oder durch endgültige Käufe von Wertpapieren bereitstellen. Liquidität entziehen kann sie dem Bankensystem zum Beispiel durch den Verkauf von Wertpapieren, der zu einer Verminderung der Guthaben der Banken bei der Notenbank führt. Weitere mögliche Verfahren zur Absorption von Liquidität (d. h. zur Verringerung der täglich fälligen Einlagen der Banken bei der Notenbank)

sind etwa die Hereinnahme verzinslicher Termineinlagen von den Banken oder die Ausgabe eigener Schuldtitel durch die Zentralbank.

Girokonten der Geschäftsbanken bei den Notenbanken

Die Girokonten der Geschäftsbanken bei den Notenbanken haben eine wichtige Rolle im Finanzsystem, weil über sie bedeutende Teile des Zahlungsverkehrs abgewickelt werden. Die Geschäftsbanken müssen auf diesen Girokonten grundsätzlich ein Guthaben oder einen Saldo von mindestens null haben. Meist sind allerdings innertägliche Kontoüberziehungen im Rahmen des Zahlungsverkehrs gegen Stellung ausreichender Sicherheiten möglich, und die meisten Notenbanken bieten ihren Geschäftspartnern an, negative Kontostände am Tagesende in eine Art Überziehungskredit über Nacht zu überführen, für den allerdings in aller Regel erhöhte Zinssätze fällig werden. Manche Notenbanken verlangen von den Geschäftsbanken zudem, dass diese sogenannte Mindestreserven auf ihren Girokonten bei der Notenbank vorhalten, woraus sich dann regelmäßige Guthaben auf diesen Konten ergeben. Die Nichterfüllung einer Reserveverpflichtung wird typischerweise mit nachträglichen Sanktionen in Form von Strafzinsen belegt.

Wenn Notenbanken im Rahmen der Geldmarktsteuerung eine Kontrolle der kurzfristigen Zinssätze anstreben, so müssen sie im Aggregat wenigstens so viel Zentralbankguthaben durch Liquiditätsoperationen bereitstellen, dass die Konten der Geschäftsbanken bei der Zentralbank in Summe mindestens null betragen und zusätzlich eine

¹ Insbesondere kurzfristig sind die autonomen Faktoren nicht von der Notenbank beeinflussbar und werden daher im Rahmen der Liquiditätssteuerung durch die Notenbanken als exogen angesehen.

gegebenenfalls bestehende Mindestreservepflichtung erfüllen. Anderenfalls können die Geldmarktsätze unkontrolliert ansteigen. Sind die Guthaben der Banken bei der Notenbank hingegen deutlich höher als im Aggregat erforderlich, so kann der Tagesgeldsatz am Interbanken-Geldmarkt prinzipiell bis auf null absinken. Gegen beide Eventualitäten kann die Notenbank Vorkehrungen treffen, um die Schwankungen der kurzfristigen Geldmarktsätze zu begrenzen („ständige Fazilitäten“).

Ausgleichsfunktion des Geldmarkts

Im Rahmen und als Ergebnis der Geschäftstätigkeit der Banken – bestehend zum Beispiel aus dem Zahlungsverkehr, der Hereinnahme von Einlagen oder dem Verkauf oder Erwerb von Wertpapieren – schwanken die Kontostände der Geschäftsbanken bei den Notenbanken. Diese Schwankun-

gen auszugleichen ist die zentrale Rolle des Interbanken-Geldmarkts, der für den horizontalen Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensystems sorgt. In aggregierter Betrachtung können die Banken Kredite der Zentralbanken als Substitut für den horizontalen Liquiditätsausgleich zwischen den Banken nur insoweit in Anspruch nehmen, wie die Notenbank ihnen dies ausnahmsweise oder regelmäßig anbietet – sofern die Banken die geforderten Zulassungsvoraussetzungen erfüllen. Wenn dies geschieht, verlängert sich die Notenbankbilanz über das erforderliche Maß, und die Notenbank übernimmt einen Teil des Intermediationsprozesses zwischen den Geschäftsbanken.

einmal angebotenen HRG eine Schlüsselrolle zu: Der für diese Operationen geltende Mindestbietungs- oder Festzinssatz ist der wichtigste der drei Leitzinssätze. Mit den LRG – für die in der Regel Laufzeiten von etwa drei Monaten vorgesehen sind – verfolgt das Eurosystem hingegen im Allgemeinen nicht die Absicht, Signale bezüglich des geldpolitischen Kurses zu geben.

Ständige Fazilitäten und Zinskorridor

Wenn Banken am Ende eines Geschäftstages über überschüssige Einlagen auf ihren Girokonten beim Eurosystem verfügen, so können sie diese „über Nacht“ in der sogenannten Einlagefazilität platzieren. Dafür erhalten sie üblicherweise einen positiven Zinssatz – den Einlagesatz, der als einer der drei Leitzinssätze vom EZB-Rat festgesetzt wird, und meist deutlich niedriger liegt als der Mindestbietungssatz

(oder Festzins) bei den HRG. Vereinfacht betrachtet lohnt sich die Nutzung der Einlagefazilität für die Banken nur dann, wenn sie die vollständige Erfüllung ihrer Mindestreservepflichtung in der laufenden Reserveperiode als gesichert betrachten können und sie darüber hinaus am Interbanken-Geldmarkt keine Geschäftspartner mit Liquiditätsbedarf finden können, die bereit sind, ihnen einen Zins zu zahlen, der nach Abzug einer etwaigen Risikoprämie höher ist als der Einlagesatz des Eurosystems.

Wenn Banken dagegen am Ende eines Geschäftstages zusätzliche Liquidität benötigen, um ihr Girokonto bei der Notenbank auszugleichen oder das Reservesoll zu erfüllen, dann können sie dafür – auf eigene Initiative und gegen die erforderlichen Sicherheiten – die Spitzenrefinanzierungsfazilität des Eurosystems nutzen (wobei in der Regel keine Kredithöchstgrenzen oder sonstigen Beschränkungen bestehen). Dafür müssen sie den Spitzenrefinan-

Einlagefazilität: Untergrenze für kurzfristige Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt

Spitzenrefinanzierungsfazilität: Obergrenze für kurzfristige Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt

zierungssatz entrichten. Dieser dritte Leitzinssatz des Eurosystems liegt normalerweise deutlich höher als der Hauptrefinanzierungssatz und die Tagesgeldsätze am Interbanken-Geldmarkt. Hintergrund für diesen Zinsabstand sind Anreizgesichtspunkte: Die Spitzenrefinanzierungsfazilität soll weder die Funktion des Interbanken-Geldmarkts für den horizontalen Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensystems behindern, noch die Rolle der Refinanzierungsgeschäfte bei der Deckung des aggregierten Liquiditätsdefizits des Bankensystems ersetzen. Die Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität kommt für die Banken daher insbesondere bei Dispositionsfehlern und unerwarteten Liquiditätsabflüssen am Tagesende in Betracht oder ganz allgemein in solchen Situationen, in denen eine Bank alle anderen, günstigeren Liquiditätsquellen ausnahmsweise ausgeschöpft hat.

*Zinskorridor:
Stabilisierung
der Geldmarkt-
und Liquiditäts-
bedingungen
und Anreize für
die Geldmarkt-
aktivität*

Spitzenrefinanzierungs- und Einlagesatz ergänzen die Signale des Hauptrefinanzierungssatzes bezüglich des geldpolitischen Kurses. Der von ihnen gebildete Zinskorridor begrenzt die Schwankungen der kurzfristigen Geldmarktsätze und schützt so die Institute innerhalb gewisser Grenzen davor, von anderen Instituten mit starker Stellung am Interbanken-Geldmarkt in Geschäfte mit sehr ungünstigen Konditionen gedrängt zu werden. Auf diese Weise tragen die ständigen Fazilitäten auch dann zur Stabilisierung der Geldmarkt- und Liquiditätsbedingungen bei, wenn sie von den Instituten nicht genutzt werden. Die Breite des Zinskorridors bestimmt dabei wesentlich die Anreize für die Geldmarktaktivität, das heißt den horizontalen Liquiditätsausgleich zwischen den Banken über den Interbanken-Geldmarkt.

Geschäftspartnerkreis und Sicherheitenrahmen

Die Kriterien für die Geschäftspartnerzulassung im geldpolitischen Handlungsrahmen sind so festgelegt, dass ein großer Kreis von Instituten Zugang zu den geldpolitischen Operationen des Eurosystems erhält und die Gleichbehand-

*Gleich-
behandlung
finanziell solider
Geschäfts-
partner*

lung von Instituten im gesamten Euro-Währungsgebiet gefördert wird. Die zugelassenen Institute müssen finanziell solide sein. Aus Risikoerwägungen können einzelne Geschäftspartner von der Teilnahme an geldpolitischen Operationen ausgeschlossen werden. Als milderes Mittel kann auch die Akzeptanz von Sicherheiten von bestimmten Geschäftspartnern ausgeschlossen oder eingeschränkt werden. In der Regel kann es insbesondere dann zum Ausschluss von Geschäftspartnern kommen, wenn diese grundlegende regulatorische Anforderungen zum Beispiel im Bereich der Eigenkapitalausstattung verfehlen und aus diesem Grund nicht als finanziell solide gelten können.

Für liquiditätsbereitstellende geldpolitische Geschäfte – insbesondere Refinanzierungsgeschäfte und die Spitzenrefinanzierungsfazilität – sowie für im Rahmen der Abwicklung des Zahlungsverkehrs benötigte Innertageskredite verlangt das Eurosystem von seinen Geschäftspartnern „ausreichende Sicherheiten“ (vgl. Art. 18.1 der EZB-Satzung). In der Praxis akzeptiert das Eurosystem ein breites Spektrum an marktfähigen und nicht marktfähigen Sicherheiten (insbesondere verzinsliche Wertpapiere und Kreditforderungen). Im Grundsatz sind die Zulassungsvoraussetzungen für notenbankfähige Sicherheiten im gesamten Euro-Währungsgebiet einheitlich. Die Besicherung der Kreditgeschäfte des Eurosystems dient insbesondere dazu, es vor finanziellen Risiken bei Ausfall geldpolitischer Geschäftspartner zu schützen. Hierzu gehört auch, dass Sicherheitsabschlüsse vorgenommen werden, die sich vor allem nach dem Rating (bzw. bei Kreditforderungen: nach einem Ratingäquivalent) und bei marktfähigen Sicherheiten zusätzlich nach der vom Eurosystem für einen Wertpapiertyp festgelegten Liquiditätskategorie richten.

*„Ausreichende
Sicherheiten“
zum Schutz des
Eurosystems vor
finanziellen
Risiken*

Die geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte und der Sicherheitenrahmen sind nicht dafür gedacht, eine eigenständige Kreditpolitik des Eurosystems zu etablieren. Der Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbe-

*Keine
Kreditpolitik
über den Sicher-
heitenrahmen*

werb verpflichtet das Eurosystem grundsätzlich zur Neutralität bezüglich der akzeptierten Sicherheiten, das heißt, die Maßstäbe für die Akzeptanz von Sicherheiten und die Berechnung von Sicherheitsabschlägen orientieren sich grundsätzlich an Risikokriterien (Kreditrisiken, Marktliquidität der Sicherheiten). Die Maßgabe, dass Sicherheiten „ausreichend“ sein müssen, stellt Mindestanforderungen an die Bonität und die ungehinderte Verwertbarkeit der akzeptierten Sicherheiten, die nicht unterschritten werden dürfen. Allerdings steht es dem Eurosystem frei, den Bonitätsschwellenwert unter geldpolitischen Erwägungen nach oben anzupassen. Eine Verpflichtung, bestimmte Forderungen oder Wertpapiere im Rahmen revolvingender Kreditoperationen zu refinanzieren, besteht für das Eurosystem grundsätzlich nicht.

Geldmarktsteuerung bis zur Finanzkrise

Ausgestaltung des Instrumentariums

Vor der Finanzkrise: begrenztes Zuteilungsvolumen und Zinstenderverfahren

Bis zum offenen Ausbruch der Finanzkrise im September 2008 führte das Eurosystem die wöchentlich angebotenen HRG als wettbewerbliche Tenderoperationen mit begrenztem Zuteilungsvolumen durch – seit Juni 2000 im Zinstenderverfahren, wobei der Mindestbietungssatz für die abgegebenen Gebote als „Leitzins“ fungierte. Seit Einführung des Euro im Januar 1999 bis zum Sommer 2007 wurde durchschnittlich etwa ein Viertel des ausstehenden Refinanzierungsvolumens durch monatlich angebotene LRG von etwa dreimonatiger Laufzeit bereitgestellt. Für LRG nutzte das Eurosystem von Anfang an das Zinstenderverfahren ohne Mindestbietungssatz, da mit diesen Geschäften nicht beabsichtigt war, Signale über den geldpolitischen Kurs zu geben.⁶⁾

Um die Aussichten zu erhöhen, im Rahmen des Zinstenderverfahrens die bankindividuell ge-

wünschte Menge an Zentralbankkrediten zugeteilt zu bekommen, müssen die Banken höhere Zinssätze bieten – die sie im Erfolgsfall dann auch bezahlen müssen. Dieses sogenannte „amerikanische Verfahren“ führt dazu, dass die Bieter im eigenen Interesse keine überhöhten Gebote abgeben. Die durchschnittlichen Zinskosten (gewichteter Durchschnittssatz) der zuteilten Gebote liegen in der Regel oberhalb des marginalen Zuteilungssatzes, aber unter normalen Bedingungen nicht substantiell darüber.

Bei wettbewerblichen Bietungsverfahren wie dem Zinstenderverfahren können sich die einzelnen Bieter wegen des begrenzten Zuteilungsvolumens in Unkenntnis der Gebote anderer Auktionsteilnehmer letztlich niemals völlig sicher sein, ob und in welchem Umfang sie mit ihren Geboten erfolgreich sind. Fehlende Mittel müssen sie sich im Regelfall über den Interbanken-Geldmarkt beschaffen. Unter den Bedingungen des Zinstenderverfahrens mit begrenzten Zuteilungsbeträgen ist es daher für die Banken wichtig, den Marktzugang aufrechtzuerhalten, um sich günstig am Geldmarkt refinanzieren zu können.

Können einzelne Institute unter diesen Bedingungen die bankindividuell benötigte Liquidität weder am Markt noch im Rahmen der regelmäßig angebotenen geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte erhalten, so müssen sie die Spitzenrefinanzierungsfazilität in Anspruch nehmen. Von April 1999 bis Anfang Oktober 2008 war der von Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität gebildete Zinskorridor stets symmetrisch um den Hauptrefinanzierungssatz und hatte eine Breite von ± 100 Basispunkten.

Zinstenderverfahren: zuteiltes Volumen je Bieter von der Höhe der gebotenen Zinssätze abhängig

Rückwirkung des Zinstenderverfahrens auf die Banken: Anreize für marktorientiertes Verhalten

Symmetrischer Zinskorridor mit einer Breite von ± 100 Basispunkten

⁶⁾ Beim Zinstenderverfahren geben die Bietungsteilnehmer Gebote in Form von Mengen und Zinssätzen ab. Das Eurosystem bildet aus den einzelnen abgegebenen Geboten eine aggregierte Gebotsstruktur. Die Zuteilung der Gebote erfolgt bei liquiditätszuführenden Geschäften in absteigender Reihenfolge der gebotenen Zinssätze – bis das Zuteilungsvolumen gerade ausgeschöpft ist. Der niedrigste Zinssatz, zu dem Zuteilungen erfolgen, wird als „marginaler Zuteilungssatz“ bezeichnet.

Marktbedingungen und Ergebnisse/Wirkungen der Geldmarktsteuerung

Breiter und tragfähiger Zugang der Banken zum Interbanken-Geldmarkt

Seit 1999 dürfte eine weit überwiegende Mehrheit der Banken im Euro-Währungsgebiet über einen tragfähigen Zugang zum Interbanken-Geldmarkt verfügt haben. Die Institute betrachteten Kreditgeschäfte untereinander als kaum mit Risiken behaftet. Darauf deuten auch die über weite Strecken praktisch konstanten und sehr geringen Differenzen zwischen unbesicherten und besicherten Geldmarktsätzen hin.⁷⁾ Im Regelfall handelten die Banken Zentralbankguthaben mit einer zahlenmäßig begrenzten Gruppe von Geschäftspartnern. Der Interbanken-Geldmarkt wies dabei stabile Netzwerkstrukturen auf, wobei eine überschaubare Anzahl von Banken eine besonders starke Rolle beim Liquiditätsausgleich zwischen den Banken übernahm.⁸⁾ Aus dem Zusammenwirken von im Zinstenderverfahren angebotenen Refinanzierungsgeschäften mit begrenztem Zuteilungsvolumen und dem breiten Zinskorridor ergaben sich von der Einführung des Euro bis zur Finanzkrise folgende Liquiditäts- und Geldmarktbedingungen:

Ausgeglichene Liquiditätsbedingungen: Überschussliquidität praktisch null

- Mit den geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften stellte das Eurosystem in Summe gerade so viel Liquidität bereit, dass jeweils der aggregierte Liquiditätsbedarf des Bankensystems je Reserveperiode (der sich aus den autonomen Faktoren (siehe Erläuterungen auf S. 43) sowie der Mindestreserveverpflichtung zusammensetzt) gedeckt wurde. Die durchschnittliche Überschussliquidität je Reserveperiode, die sich aus der durchschnittlichen Nutzung der Einlagefazilität und den über das Mindestreservesoll hinausgehenden Einlagen der Banken auf ihren Girokonten beim Eurosystem zusammensetzt, war im Vergleich zum ausstehenden Refinanzierungsvolumen oder Reservesoll äußerst gering.

- Der Zinskorridor mit einer Breite von ± 100 Basispunkten setzte starke Anreize für die

Einlagefazilität und Spitzenrefinanzierungsfazilität

Durchschnittliche Nutzung je Reserveperiode in Mrd €



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

private Geldmarktaktivität und gewährleistete dadurch den horizontalen Liquiditätsausgleich über den Interbanken-Geldmarkt. Vor dem Zusammenbruch von Lehman Brothers betrug das Volumen von Einlage- und Spitzenrefinanzierungsfazilität im langfristigen Durchschnitt über die Mindestreserveperioden jeweils weniger als 1 Mrd € (siehe oben stehendes Schaubild), und damit nur einen verschwindenden Bruchteil des Refinanzierungsvolumens oder des Reservesolls. Zusammenfassend ist festzustellen, dass die ständigen Fazilitäten bis zum Höhepunkt der Finanzkrise von den Banken nicht systematisch genutzt wurden.

Breiter Korridor setzt Anreize für private Geldmarktaktivität

- Im Ergebnis gelang es dem Eurosystem, die kurzfristigen Geldmarktsätze wirksam zu steuern. In Bezug auf die mittleren Abweichungen der kurzfristigen Geldmarktsätze vom Leitzins sowie ihre Schwankungen war das Eurosystem hier über lange Zeit zumindest ebenso erfolgreich wie andere bedeutende Notenbanken. Die Geldmarktsteuerung des Eurosystems diente anderen No-

Effektive Steuerung der kurzfristigen Zinssätze

⁷ In rückblickender Perspektive mag die vor der Finanzkrise vorherrschende Risikowahrnehmung der Banken als zu gering erscheinen.

⁸ B. Craig und G. von Peter, Interbank tiering and money center banks, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 12/2010.

Geldmarktrisikoprämie und Tendersätze bei Hauptrefinanzierungsgeschäften

Basispunkte



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. 1 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EUREPO. 2 Seit 15. Oktober 2008 wurden die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte zum festen Zinssatz als Mengentender mit vollständiger Zuteilung durchgeführt.

Deutsche Bundesbank

tenbanken mitunter bei der Weiterentwicklung ihrer Geldmarktsteuerung als Vorbild.⁹⁾

*Begrenzt
 Zuteilungs-
 volumen:
 Begrenzung der
 finanziellen
 Risiken*

Ein Nebeneffekt der Geldmarktsteuerung mittels begrenzter Zuteilungen bei den Refinanzierungsgeschäften war, dass die Bilanzsumme des konsolidierten Ausweises des Eurosystems nicht größer als – gemessen an den autonomen Faktoren und am Mindestreservesoll – rechnerisch notwendig war. Die finanziellen Risiken, die das Eurosystem übernahm, und die damit einhergehenden Umverteilungswirkungen blieben in der Zeit vor der Finanzkrise auch aus diesem Grund vergleichsweise eng begrenzt.

Liquiditätskrise: Vorboten der Finanzkrise

*Zuteilungssätze
 des Zinstender-
 verfahrens
 zeigen
 Spannungen am
 Geldmarkt an ...*

Das Zinstenderverfahren erwies sich im Vorfeld der Finanzkrise als anpassungsfähig an die Evolution der Marktbedingungen. Banken, die zunehmend auf die erfolgreiche Teilnahme an geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften angewiesen waren, verursachten seit Beginn der Liquiditätskrise im August 2007 durch ihre starke Nachfrage einen Anstieg des gewichteten Durchschnittssatzes bei den HRG (in Relation zum Mindestbietungssatz). Auch der Spread zwischen gewichtetem Durchschnitts-

satz und marginalem Zuteilungssatz nahm im Zeitablauf zu. Die Zunahme dieser Zinsdifferenzen verweist bereits auf eine abnehmende Einheitlichkeit der Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt in dieser Zeit und kann in ähnlicher Weise als Stress-Barometer für den Interbanken-Geldmarkt gedeutet werden¹⁰⁾ wie der Anstieg der Geldmarkt-Risikoprämien (siehe oben stehendes Schaubild).

Das (amerikanische) Zinstenderverfahren sorgte auf diese Weise dafür, dass die Refinanzierungskosten der Banken beim Eurosystem vor der Finanzkrise die divergierenden kurzfristigen Refinanzierungskosten von soliden und weniger solide aufgestellten Banken am Markt zumindest ansatzweise widerspiegeln. Es kann somit grundsätzlich als weitgehend marktgerechtes Verfahren betrachtet werden: Banken, deren Marktzugang sich verschlechtert, sind gezwungen, bei den Refinanzierungsgeschäften aggressiver zu bieten. Dadurch steigen ihre marginalen Refinanzierungskosten beim Eurosystem und auch die Bereitschaft der Banken

*... und replizieren
 Disziplinierung
 durch die Markt-
 kräfte zumindest
 teilweise*

⁹ Vgl.: D. Nautz und J. Scheithauer (2011), Monetary Policy Implementation and Overnight Rate Persistence, *Journal of International Money and Finance*, Vol 30 (7), S. 1375–1386.
¹⁰ Vgl.: P. Abbassi und D. Nautz (2012), Monetary transmission right from the start: On the information content of the Eurosystem's main refinancing operations, *North American Journal of Economics and Finance* 23, S. 54–69.

zur Zahlung höherer Zinsen für Geldmarktkredite. Somit setzt das Zinstenderverfahren gewisse Anreize für die Banken, aus eigener Initiative vertrauensbildende Maßnahmen – wie zum Beispiel eine Stärkung der Eigenkapitalausstattung oder eine Reduzierung des Ausmaßes der Fristentransformation – zu ergreifen, um ihren Zugang zum Geldmarkt aufrechtzuerhalten.

Anstieg der Geldmarkt-Risikoprämien – problematisch für geldpolitisches Signal?

Der im Verlauf der Liquiditätskrise zunehmende Druck auf den Interbanken-Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet¹¹⁾ spiegelte sich auch in steigenden Zinsdifferenzen zwischen unbesicherten und besicherten Geldmarktgeschäften. Insbesondere in längeren Laufzeiten wurde der Abschluss unbesicherter Geldmarktgeschäfte immer schwieriger, und am Repomarkt wurden zunehmend nur noch Sicherheiten höherer Qualität akzeptiert.¹²⁾ Für die Geldmarktsteuerung des Eurosystems ergab sich daraus insofern eine Herausforderung, als unbesicherte Geldmarktsätze wie EURIBOR aufgrund des zunehmenden Risikobewusstseins der Marktteilnehmer relativ zum Leitzins eine steigende Tendenz aufwiesen, sodass die Kontrollierbarkeit der kurzfristigen Geldmarktsätze durch das Eurosystem zunehmend infrage gestellt schien. Alternativen zum Zinstenderverfahren – wie die Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften – können jedoch die Klarheit des geldpolitischen Signals bei gegebenem Zustand des Interbanken-Geldmarkts zumindest nicht verbessern oder sogar verschlechtern. Mit Blick auf die Effektivität der Geldpolitik und den angemessenen geldpolitischen Kurs können Anstiege von Geldmarkt-Risikoprämien jedenfalls grundsätzlich durch Leitzinssenkungen kompensiert werden, wenn ansonsten eine unerwünschte Verschärfung des Restriktionsgrades der Geldpolitik zu befürchten ist. Mit der Zwei-Säulen-Strategie des Eurosystems¹³⁾ besteht hierfür ein konsistenter Rahmen, der dies ermöglicht.

Zum Aufbau der Spannungen im Vorfeld der Finanzkrise trug bei, dass einhergehend mit dem geschärften Risikobewusstsein verschie-

dene Banken zunehmend unterschiedliche Zinssätze am Geldmarkt zahlen mussten. Immer weniger Banken konnten sich zu (Referenz-)Zinssätzen wie EURIBOR im bis dahin gewohnten Umfang Liquidität am Interbanken-Geldmarkt beschaffen. Darüber hinaus verschlechterte sich für immer mehr Banken der Zugang zum Interbanken-Geldmarkt, weil Institute aufgrund der gestiegenen Risikowahrnehmung existierende Kreditlinien für andere Banken einschränkten oder ganz schlossen. Aus bankindividueller Sicht sind derartige Maßnahmen zur Begrenzung von Risiken nachvollziehbar. Aufgabe des Risikomanagements einer Bank ist es ja gerade, auf veränderte Risiken zu reagieren. Eine Fehlbewertung von Risiken durch die Banken dürfte hingegen vor der Liquiditätskrise vorgelegen haben, und zwar in dem Sinne, dass Risiken insgesamt unterschätzt wurden.

Geldmarkt-zugang für die Institute zunehmend uneinheitlich

Erste Phase der Finanzkrise 2008/2009

Der Ausfall der U.S.-Investmentbank Lehman Brothers am 15. September 2008 kann als Markstein für den Wandel der Liquiditätskrise zur Finanzkrise angesehen werden. Die bereits zuvor angespannte Situation an den Märkten spitzte sich nochmals dramatisch zu. In der Folge beschloss der EZB-Rat am 8. Oktober 2008, beginnend mit dem am 15. Oktober zuteilten HRG die abgegebenen Gebote vollständig und zum festen Zinssatz zuzuteilen (Vollzuteilungsverfahren). Diese Regelung wurde anschließend auch auf die LRG ausgedehnt. Zudem wurde per 9. Oktober 2008 und befristet bis zum 20. Januar 2009 der durch

Geldpolitische Sondermaßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems

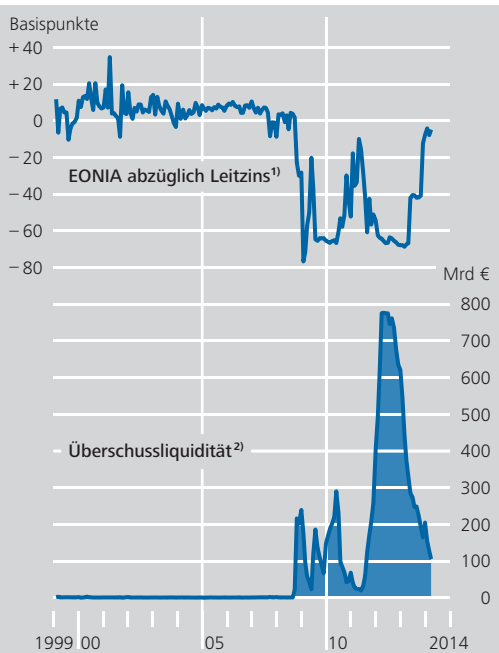
¹¹ Vgl.: EZB, Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität, a. a. O.

¹² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzsystem im Wandel: neue Bedeutung der Repomärkte, Monatsbericht, Dezember 2013, S. 59–74.

¹³ Vgl.: EZB, Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, Monatsbericht, Januar 1999, S. 43–56; EZB, Editorial, Pressemitteilung vom 8. Mai 2003 über die geldpolitische Strategie der EZB, Monatsbericht, Mai 2003, S. 5–8.

Zinsabstand von EONIA zum Leitzins und Überschussliquidität

Jeweils im Durchschnitt der Reserveperiode



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Bis 8. Oktober 2008 Mindestbietungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, danach Hauptrefinanzierungssatz. **2** Einlagefazilität plus Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll.

Deutsche Bundesbank

Spitzenrefinanzierungs- und Einlagesatz des Eurosystems gebildete Zinskorridor von ± 100 Basispunkten auf ± 50 Basispunkte um den Hauptrefinanzierungssatz (den vorherigen Mindestbietungssatz bei den HRG) verengt. Schließlich wurde am 17. Oktober 2008 mit Wirkung für den 22. Oktober die Ratingschwelle für eurosystemfähige Sicherheiten von A- auf BBB-abgesenkt.

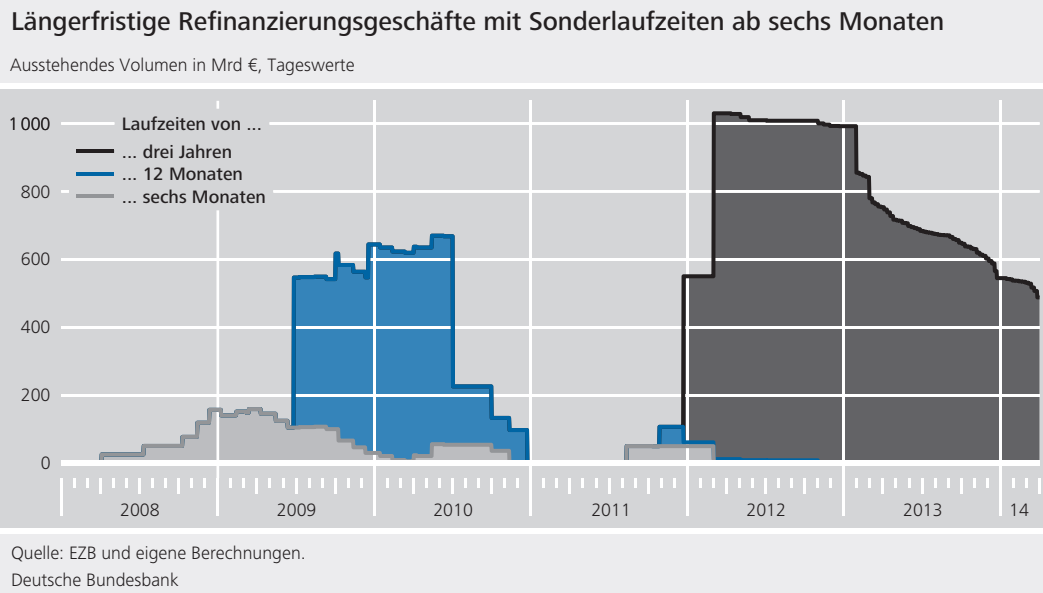
Durch diese entschiedenen geldpolitischen Sondermaßnahmen des Eurosystems waren Zentralbankkredite für alle Institute schlagartig deutlich günstiger als die noch kurze Zeit davor aufgezeichneten Geldmarktsätze. Die Vollzuteilung bei HRG und LRG führte bei starker Nachfrage der Institute zu einem ersten, sprunghaften Anstieg der Überschussliquidität von bis dahin immer noch nahe null auf durchschnittlich über 200 Mrd € im vierten Quartal 2008. Guthaben der Banken auf ihren Girokonten bei der Notenbank waren damit in Summe betrachtet erstmals seit Beginn der Währungs-

Sprunghafter Anstieg der Überschussliquidität und Rückgang der Geldmarktsätze

union nicht mehr knapp. Infolge dieses Überschusses an Zentralbankliquidität sanken die kurzfristigen Zinssätze am Interbanken-Geldmarkt deutlich unter den Hauptrefinanzierungssatz (siehe nebenstehendes Schaubild) und konnten spätestens ab diesem Zeitpunkt nicht mehr als repräsentativ für die marginalen Liquiditäts- und Refinanzierungskosten der Banken angesehen werden: Für eigene Liquiditätsüberschüsse der Banken bildete der Satz der Einlagefazilität die Opportunitätskosten. Fehlende Liquidität konnte sich ein Teil der Banken, der noch über einen Marktzugang verfügte, zu Geldmarktsätzen beschaffen, die unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes und oberhalb des Einlagesatzes des Eurosystems notierten. Diejenigen Banken, die ihren Liquiditäts- und Finanzierungsbedarf nicht über den Markt decken konnten oder wollten, mussten dafür den jeweiligen Hauptrefinanzierungssatz entrichten. Mit der Wiederausweitung des Zinskorridors auf die zuvor übliche Breite von ± 100 Basispunkten gingen das geldpolitische Refinanzierungsvolumen und die Überschussliquidität anschließend kräftig zurück: Vom 20. Januar 2009 bis zum 23. Juni 2009 betrug die Überschussliquidität im Mittel lediglich noch etwa 65 Mrd €.

Die Vollzuteilung des Eurosystems bei den Refinanzierungsgeschäften hat in dieser ersten kritischen Phase der Finanzkrise breite Stabilisierungswirkungen erzielt. Die Bedeutung dieser Stabilisierungswirkungen ist überaus hoch einzuschätzen: Die Maßnahmen ermöglichten es Banken mit krisenbedingt angespannter Liquiditätssituation – darunter insbesondere jenen Instituten, die von Einschränkungen des horizontalen Liquiditätsausgleichs über den Interbanken-Geldmarkt betroffen waren –, auf liquiditätsbedingte Notverkäufe von Aktiva weitestgehend zu verzichten. Dadurch wurde einer denkbaren sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale bei Wertpapierpreisen entgegen gewirkt, die den Finanzsektor noch sehr viel stärker belastet und damit indirekt auch die Realwirtschaft in noch größerem Maße in Mitleidenschaft gezogen hätte. Zusammen ge-

Sondermaßnahmen wirkten Abwärtsspirale an den Wertpapiermärkten entgegen



nommen bewirkten die vom Eurosystem im Herbst 2008 ergriffenen geldpolitischen Sondermaßnahmen eine Trendwende bei den zuvor rapide angestiegenen Geldmarkt-Risikoindikatoren (siehe Schaubild auf S. 48).

Langfristender während Finanz- und Staatsschuldenkrise

Zweite Phase der Finanzkrise 2009/2010: Angebot von 12-Monatstendern

Nachdem seit April 2008 bereits LRG mit einer Sonderlaufzeit von sechs Monaten angeboten worden waren, beschloss das Eurosystem im Mai 2009 die Durchführung dreier langfristiger Refinanzierungsgeschäfte mit einer Dauer von 12 Monaten. Diese Geschäfte waren Bestandteil der „erweiterten Kreditunterstützung“¹⁴ und wurden ab 25. Juni 2009 in einem Abstand von jeweils etwa drei Monaten durchgeführt. Insbesondere die erste dieser drei Operationen traf mit einem Bietungs- und Zuteilungsvolumen von 442 Mrd € auf eine enorme Nachfrage. Dementsprechend nahm das ausstehende Refinanzierungsvolumen stark zu. Nachdem die Überschussliquidität im Verlauf der Vormonate auf niedrige zweistellige Milliarden-Euro-Beträge zurückgegangen war, stieg sie im Zusammenhang mit der umfangreichen Teilnahme der Institute am ersten der drei

Erweiterte Kreditunterstützung zur Verhinderung einer Kreditklemme

Stabilisierung des Finanzsystems als notwendige Bedingung für Preisstabilität

In diesem Sinne übernahm die Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften in dieser Phase der Finanzkrise ähnliche Funktionen wie eine Vielzahl von Liquiditätsprogrammen, welche die U.S.-Notenbank Federal Reserve in dieser Phase der Finanzkrise Geschäftsbanken und anderen Marktteilnehmern anbot. Der breite Geschäftspartnerkreis und der breite Sicherheitenrahmen des Eurosystems erwiesen sich dabei als vorteilhaft, weil dadurch dem gesamten Bankensystem auf direktem Wege Liquidität zur Verfügung gestellt werden konnte. Auf diese Weise wurde das Bankensystem in seiner Gesamtheit stabilisiert und der ansonsten denkbare Zusammenbruch eines Teils des Finanzsystems verhindert. Letztlich dürfte dies auch die Kreditvergabefähigkeit der Banken – eine ihrer zentralen Funktionen für die Realwirtschaft – in den Monaten und Quartalen unmittelbar nach dem Lehman-Brothers-Ausfall erheblich gestärkt haben.

¹⁴ J.-C. Trichet, The ECB's enhanced credit support, Rede von EZB-Präsident Jean-Claude Trichet, Ludwig-Maximilians-Universität München, 13. Juli 2009.

12-Monatstender vorübergehend kräftig an. Unterstützt durch die Anreize des breiteren Zinskorridors reduzierten die Banken im Verlauf des vierten Quartals 2009 die Überschussliquidität dann jedoch wieder, indem sie die Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte mit kürzerer Laufzeit auf zeitweise deutlich unter 100 Mrd € verringerten.

Überschussliquidität im ersten Halbjahr 2010 erhöht

Nach der Zuteilung des dritten 12-Monatstenders im Dezember 2009 stieg die Überschussliquidität im ersten Halbjahr 2010 wieder auf ein Niveau von durchschnittlich über 200 Mrd € an. Hierfür können rückblickend folgende Faktoren als ausschlaggebend angesehen werden: Das Refinanzierungsvolumen war überwiegend durch die insgesamt drei ausstehenden 12-Monatstender dominiert, die mit einem Gesamtvolumen von über 600 Mrd € zeitweise mehr als das strukturelle Liquiditätsdefizit des Bankensektors ausmachten. Die kürzerfristigen Operationen hatten im Vergleich dazu einen geringen Umfang. Zudem fiel in diesen Zeitraum die Wandlung der Finanz- zur Staatsschuldenkrise, was die Liquiditätsnachfrage erhöht haben dürfte. Und nicht zuletzt bauten die Banken auch erhebliche Liquiditätspuffer auf, um den am 1. Juli 2010 fälligen Tender über 442 Mrd € zurückzahlen zu können.

Am 4. März 2010 unterstrich der EZB-Rat seinen Willen zur Fortsetzung des Ausstiegs aus den liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Sondermaßnahmen. Die Vollzuteilung bei den dreimonatigen LRG wurde beendet, und am 28. April 2010 wurde erstmals wieder ein LRG mit indikativem Zuteilungsvolumen und Mindestbietungssatz im Zinstenderverfahren angeboten. Aus dem Blickwinkel marktwirtschaftlicher Grundsätze war diese Operation ein Erfolg: Das angestrebte Zuteilungsvolumen wurde von den Bietern nicht ausgeschöpft, während Banken, die zur Sicherheit sehr hohe Zinssätze geboten hatten, weil sie von Zentralbankkrediten abhängig waren, durch diese Form der Selbstselektion einen Zinsaufschlag von durchschnittlich 15 Basispunkten über dem Mindestbietungssatz von 1,0% entrichten

mussten. Insofern bedeutete die – wenn auch vorübergehende – Rückkehr zum Zinstenderverfahren eine klare Verbesserung der Marktgleichheit im Vergleich zur Vollzuteilung zum festen Zinssatz bei den LRG.

Europäische Staatsschuldenkrise ab Mai 2010

Den bereits begonnenen Ausstieg aus den liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Sondermaßnahmen nahm das Eurosystem mit Beginn der Staatsschuldenkrise Anfang Mai 2010 zurück. Er wurde bislang nicht wieder aufgenommen. Die Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften hat das Eurosystem den Banken bereits bis Mitte 2015 zugesagt.

Nach der problemlosen und weitestgehend friktionsfreien Tilgung des Tenders über 442 Mrd € am 1. Juli 2010 ging die Überschussliquidität schlagartig zurück und sank bald darauf wieder deutlich unter 100 Mrd €, bis sie im Sommer 2011 im Zuge des sich verstärkenden Drucks auf die Märkte für Staatsanleihen und Bankschuldentitel in einigen Peripherieländern wieder zunahm. Ein Ende Oktober 2011 angebotenes Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von 12 Monaten fand noch eine vergleichsweise überschaubare Nachfrage von 57 Mrd €. Anfang Dezember 2011 beschloss dann der EZB-Rat, zwei weitere langfristige Refinanzierungsgeschäfte anzubieten – diesmal allerdings mit Laufzeiten von etwa drei Jahren.

Die Dreijahrestender wurden ebenfalls im Vollzuteilungsverfahren durchgeführt, waren allerdings anders als die 12-Monatstender des Jahres 2009 mit der Möglichkeit einer vorzeitigen Rückzahlung durch die Geschäftspartner nach einer Mindestlaufzeit von jeweils etwa einem Jahr ausgestattet. Zusammen genommen erzielten die beiden Operationen ein Bietungs- und Zuteilungsvolumen von über 1 Billion €. Hintergrund dieser Maßnahme war die seit August 2011 zu beobachtende, verstärkte Unsicherheit an den Finanzmärkten angesichts

Einstieg in Ausstieg aus Sondermaßnahmen im Jahr 2010 gestoppt

Niedrige Überschussliquidität bis zur Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Sommer 2011

Dreijahrestender: Eingriff in Renditestruktur in Kapitalmarktlaufrufen

des für 2012 absehbaren sehr hohen Anschlussfinanzierungsbedarfs bei Staatsanleihen und Bankschuldtiteln.¹⁵⁾ Mit den Dreijahrestendern verließ das Eurosystem das Laufzeitspektrum des Geldmarkts und griff mit dem Instrumentarium der Geldmarktsteuerung erstmals breit in die Renditestruktur am Kapitalmarkt ein.

Massiver und anhaltender Anstieg der Überschussliquidität auf Rekordniveau

Die Auswirkungen der Dreijahrestender auf den Geldmarkt und die Liquiditätslage der Banken waren massiv: Die Überschussliquidität stieg mit der Zuteilung der beiden Dreijahrestender Ende 2011 und Anfang 2012 in zwei Stufen sprunghaft auf etwa 775 Mrd € im zweiten Quartal 2012 an und ging erst im Jahresverlauf 2013 mit der Inanspruchnahme der vorzeitigen Rückzahlungsmöglichkeit durch die Banken kräftig zurück. Nachdem die Restlaufzeit der beiden Dreijahrestender im ersten Quartal 2014 ein Jahr unterschritt, liegt die verbliebene rechnerische Überschussliquidität derzeit in einer Größenordnung von über 100 Mrd €. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass das Eurosystem weiterhin wöchentlich liquiditätsabsorbierende Operationen im Volumen von derzeit gut 170 Mrd € anbietet.¹⁶⁾ Die Bilanzsumme des Eurosystems überschreitet somit derzeit noch den für ausgeglichene Liquiditätsbedingungen erforderlichen Betrag um mehr als 270 Mrd €.

Rückgang der Geldmarkt-Risikoprämien

Geldmarkt-Risikoindikatoren wie die Zinsdifferenz zwischen unbesicherten und besicherten Geldmarktgeschäften im Interbankenhandel (Depo-Repo-Spread) gingen seit den relativen Höchstständen um den Jahreswechsel 2011/2012 kontinuierlich zurück – nicht zuletzt unterstützt durch das große Volumen der Überschussliquidität, das durch die Dreijahrestender entstanden war. Als eine Begleiterscheinung der sehr hohen Überschussliquidität verharrten die kurzfristigen Geldmarktsätze nur geringfügig oberhalb des Einlagesatzes des Eurosystems. Zentrale Wirkungen dieser Geschäfte bestanden einerseits in der massiven Entlastung angeschlagener Banken bei ihrer Finanzierung und andererseits in einer erhöhten Nachfrage zum Beispiel nach Staatsanleihen, die für sogenannte Carry-Trades genutzt wurden. Diese

Entlastungen der Finanzierungssituation von Banken und Staaten in der Euro-Peripherie waren letztlich auch ursächlich für die Verbesserung der Risikoindikatoren am Geldmarkt.

Im Jahr 2013 wurde der Hauptrefinanzierungssatz in zwei weiteren Schritten von 0,75% auf zuletzt 0,25% abgesenkt. Da das Eurosystem bislang auf einen negativen Einlagesatz verzichtet, wurde dabei der Zinskorridor weiter verengt. Der Zinsabstand zwischen Hauptrefinanzierungssatz und Einlagesatz beträgt seit November 2013 nunmehr lediglich noch 25 Basispunkte.

Verengung des Zinskorridors

Nebenwirkungen der krisenbedingten liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Maßnahmen

Die umfangreiche Nutzung der zum festen Zins angebotenen, teils sehr langfristigen Refinanzierungsgeschäfte und der zeitweise überaus hohe Bestand an Überschussliquidität illustrieren, wie das Eurosystem im ersten Fall auf der Aktivseite, im zweiten auf der Passivseite seiner Bilanz mit den geldpolitischen Sondermaßnahmen im Verlauf der Finanz- und Staatsschuldenkrise im Ergebnis zunehmend in die Marktbedingungen eingegriffen hat.

Beeinträchtigung von Geld- und Repomarktaktivität

Während am Repomarkt zunehmend nur Sicherheiten hoher Qualität akzeptiert wurden, weitete das Eurosystem den Sicherheitenrah-

¹⁵ Vgl.: EZB, Introductory Statement to the press conference (with Q&A), EZB-Präsident Mario Draghi, 5. Dezember 2013.

¹⁶ Das Eurosystem bietet den Banken jede Woche eine liquiditätsabsorbierende Operation in Höhe des ausstehenden Portfoliovolumens des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme: SMP) an. Diese Operation war im Mai 2010 gemeinsam mit dem SMP eingeführt worden, um zu unterstreichen, dass mit diesem Programm keine Lockerung des geldpolitischen Kurses beabsichtigt war.

Repomarkt: Für Sicherheiten schlechterer Qualitäten ersetzt das Eurosystem die Marktaktivität

men kräftig aus, indem es den allgemeinen Bonitätsschwellenwert für notenbankfähige Sicherheiten von A- auf BBB- absenkte. Die Refinanzierung von Sicherheiten mit erhöhtem Risikogehalt durch das Eurosystem kam in der Tendenz vor allem solchen Banken zugute, die höhere Finanzierungs- und Kreditrisiken eingegangen waren als andere und deshalb in stärkerem Maße von den allgemeinen und breiten Vertrauensverlusten an den Märkten betroffen waren. Institute, deren Risikomanagement sich im Nachhinein als weniger effektiv erwiesen hatte, profitierten letztlich überproportional von den Maßnahmen des Eurosystems und konnten somit einem Teil der drohenden Ergebnisbelastungen entgehen. Andere Banken, die ihr Kreditgeschäft stabil durch Kundeneinlagen und Kapitalmarktinstrumente finanziert hatten und darauf verzichteten, Portfolios lang laufender Wertpapiere kurzfristig zu refinanzieren und durch diese Fristentransformation Zinserträge zu generieren, profitierten hingegen in tendenziell geringerem Maße von den geldpolitischen Sondermaßnahmen.

Partielle Verdrängung des Interbanken-Geldmarkts durch Vollzuteilung bei verengtem Zinskorridor

Die zunächst vorübergehende Verengung des Zinskorridors am 9. Oktober 2008 trug unter den Bedingungen der Vollzuteilung dazu bei, die kurzfristigen Geldmarktsätze nicht zu stark unter den Hauptrefinanzierungssatz absinken zu lassen. Allerdings wurde durch Vollzuteilung und Korridorverengung die maximale Zinsmarge, die Banken mit Liquiditätsüberschüssen am Geldmarkt im Bereich wöchentlicher Laufzeiten verdienen konnten, auf die Zinsdifferenz zwischen Hauptrefinanzierungssatz (zu dem Banken mit Liquiditätsbedarf sich beim Eurosystem refinanzieren konnten) und Einlagesatz (zu dem Banken, die über überschüssige Liquidität verfügten, Zentralbankguthaben sicher beim Eurosystem anlegen konnten) begrenzt, das heißt auf die halbe Korridorbreite von nur noch 50 Basispunkten.¹⁷⁾ Vereinfacht betrachtet war es somit in allen Fällen, in denen die angemessene Kreditrisikoprämie für ein Geldmarktgeschäft zwischen Banken diese Zinsdifferenz überstieg, aus Sicht von Banken mit Liquiditätsüberschüssen nicht sinnvoll, überschüs-

sige Liquidität am Geldmarkt anzubieten. Die Relevanz dieses Mechanismus nahm mit den beiden Leitzinssenkungen des Jahres 2013 weiter zu, die jeweils eine weitere Verengung des Zinskorridors mit sich brachten. Die daraus resultierenden verminderten Anreize für einen weitgehenden horizontalen Liquiditätsausgleich zwischen den Banken werden durch das derzeit bestehende Angebot wöchentlicher liquiditätsabsorbierender Operationen des Eurosystems nochmals deutlich reduziert.

Für das zeitliche Profil des Rückgangs der Überschussliquidität nach vorangegangenem Angebot attraktiver Refinanzierungsgeschäfte durch das Eurosystem spielt die Breite des Zinskorridors eine wichtige Rolle: Ein breiter Zinskorridor sorgt in aller Regel dafür, dass die Banken überschüssige Liquidität freiwillig abbauen, indem sie ihre Nutzung der kürzerfristigen, regelmäßig im Vollzuteilungsmodus angebotenen Refinanzierungsgeschäfte verringern, sobald sie sich die Mittel günstiger am Geldmarkt beschaffen können. Dadurch nehmen die Zentralbankguthaben der Banken in Summe ab, und die Notenbankbilanz wird verkürzt. Ist hingegen der Zinsabstand zwischen Hauptrefinanzierungssatz und Einlagesatz zu gering, so kann dies – wie derzeit zu beobachten – dazu führen, dass überschüssige Liquidität nur langsam an das Eurosystem zurückgegeben wird.

Bedeutung des Zinskorridors für Rückgang der Überschussliquidität

Wettbewerb um Finanzierungsmittel: Einlagen und Bankschuldtitel

Die Vollzuteilung zum festen Zinssatz bei langfristigen Refinanzierungsgeschäften (insbesondere drei 12-Monatstender im Jahr 2009 und zwei Dreijahrestender Ende 2011/Anfang 2012) ermöglichte umfangreiche Abflüsse von Bank-einlagen und anderen Finanzierungsmitteln,

Wettbewerb um Finanzierungsmittel beeinträchtigt

¹⁷ Für Übernachtgeschäfte entspricht die maximale Zinsmarge, die Banken am Geldmarkt verdienen können, der Differenz zwischen Spitzenrefinanzierungs- und Einlagesatz, die durch die Korridorverengung von 200 Basispunkten auf 100 Basispunkte zurückging.

ohne dass die betroffenen Banken dem in vollem Umfang durch Erhöhung der Zinssätze für Einlagen beziehungsweise Geld- und Kapitalmarktfinanzierungen entgegenwirken mussten. Auf diese Weise wirkten sich die zusätzlichen Liquiditätsbereitstellenden Maßnahmen des Eurosystems auch auf den Wettbewerb der Banken um Kundeneinlagen und andere Finanzierungsmittel aus. Im Zeitablauf entstand dadurch zunehmend eine Finanzierungswirkung der vom Eurosystem bereitgestellten langfristigen Zentralbankkredite. Die Langfristtender stellten jeweils einen punktuellen Eingriff in die normalerweise mit der Laufzeit ansteigende Zinsstruktur dar und ermöglichten den Banken arbitrageähnliche Transaktionen wie den Ersatz eigener Geld- beziehungsweise Kapitalmarktfinanzierungen durch günstigere Kredite des Eurosystems oder den Erwerb zusätzlicher Wertpapiere bei fristenkongruenter Refinanzierung durch das Eurosystem zwecks Realisierung der Zinsdifferenz (Carry-Trades).¹⁸⁾

Kosten der marktbasierter Finanzierung von Banken differieren – Subventionselement bankindividuell

In einer Partialbetrachtung kann das Ausmaß der dabei unvermeidlichen Begünstigung der teilnehmenden geldpolitischen Geschäftspartner anhand der für die einzelnen Banken bestehenden Refinanzierungskosten am Kapitalmarkt abgeschätzt werden. Die Unterschiede in den Refinanzierungskosten der einzelnen Banken nehmen typischerweise in der Laufzeit stark zu: Während die Zinssätze von zwischen Banken mit Sitz im Euro-Währungsgebiet über Nacht abgeschlossenen Geldmarktgeschäften im Normalfall nur um einige Basispunkte differieren, kann beispielsweise die Spreizung der Renditen von Bankschuldtiteln im Bereich dreijähriger Laufzeiten je nach Bonität des Emittenten ohne Weiteres 100 Basispunkte oder auch deutlich mehr betragen. Die Refinanzierungskosten der Banken sind umso stärker bankindividuell, je länger die Laufzeit der von den Banken genutzten Finanzierungsinstrumente ist. Ebenso bankindividuell ist dann auch das Ausmaß der Subventionierung durch langfristige Kredite des Eurosystems, die zum Einheitszins angeboten werden. Bei umfangreicher Teilnahme an den Dreijahresgeschäften konnte

das so ermittelte Subventionselement für eine einzelne große Geschäftsbank über die Gesamtlaufzeit durchaus einen dreistelligen Millionen-Euro-Betrag erreichen.

Hierin besteht einer der zentralen Gründe, warum die geldpolitische Steuerung durch die Notenbanken gewöhnlich nicht durch Beeinflussung der Kapitalmarktzinssätze von Bankschuldtiteln, sondern durch Steuerung der marginalen Liquiditäts- und Refinanzierungskosten der Banken im Bereich kurzer Laufzeiten erfolgt. In diesem Bereich kommt es allenfalls zu geringfügigen verzerrenden Eingriffen in die Marktbedingungen, und der Wettbewerb zwischen den Banken um Finanzierungsmittel wird bei geeigneter Ausgestaltung der geldpolitischen Operationen im Übrigen kaum beeinträchtigt.

Eingriffe in den Wettbewerb bei Steuerung der Zinssätze im Bereich kurzer Laufzeiten minimal

Hohe Überschussliquidität und großes Refinanzierungsvolumen

Die langfristigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems wurden in sehr hohem Maße genutzt, weil sie wegen des Vollzuteilungsverfahrens und bezüglich Laufzeit, Zinskonditionen und den Anforderungen an die einzureichenden Sicherheiten sehr attraktiv ausgestaltet waren. Zur Attraktivität der Langfristtender trugen auch weitere Faktoren bei, darunter die nicht vom Eurosystem zu verantwortende Nullanrechnung von Staatsanleihen bei den Eigenkapitalanforderungen und die Möglichkeit der Einreichung von den Emittenten einbehaltener marktfähiger, aber nicht immer marktgängiger Sicherheiten beim Eurosystem. Ein abrupter Anstieg des Volumens der Zentralbankrefinanzierung im Zusammenhang mit dem Angebot zusätzlicher Liquiditätsoperationen durch das

Attraktivität der Konditionen im Vergleich zu Marktbedingungen bestimmt die Nachfrage

¹⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Entwicklung der Bestände heimischer Staatsanleihen der Banken im Euro-Raum, Monatsbericht, November 2013, S. 33–34; sowie Deutsche Bundesbank, Umfangreiche Staatsanleihekäufe durch Eurosystem und Geschäftsbanken, Monatsbericht, Mai 2012, S. 32.

Eurosystem belegt, dass das von der Notenbank gemachte Angebot für die teilnehmenden Banken einerseits systematisch günstiger ist als die zum jeweiligen Zeitpunkt bestehenden Marktkonditionen (z. B. Zinssätze für Einlagen oder Kapitalmarktinstrumente), und andererseits attraktiver als andere geldpolitische Operationen.

Überschussliquidität Gradmesser des Eingriffs in Wettbewerbsbedingungen

Der Nutzungsumfang solcher besonderen Operationen spiegelt dabei einerseits das Ausmaß der Verspannungen an den Märkten wider, reflektiert aber andererseits auch den von den Operationen ausgehenden Eingriff in den Wettbewerb. Wenn das Bankensystem sich in einem strukturellen Liquiditätsdefizit befindet, das mit revolvierenden geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften gedeckt wird, so bildet die Überschussliquidität das Ausmaß ab, in dem die Banken – und damit indirekt auch die von den Banken auf die Bilanz genommenen Aktiva – von der Notenbank mit zusätzlicher Liquidität versorgt oder finanziert werden. Mit liquiditätsbereitstellenden geldpolitischen Sondermaßnahmen verbundene Eingriffe in die Wettbewerbsbedingungen können dann gerechtfertigt sein, wenn sie auf das zur Mandatserfüllung des Eurosystems erforderliche Ausmaß begrenzt bleiben und nicht länger beibehalten werden, als es die Marktbedingungen rechtfertigen.

Wirkung der Maßnahmen auf den Wettbewerb zwischen den Instituten

Solide Institute verlieren Erträge aus ihrer starken Liquiditätsposition

Nimmt man die Perspektive von Liquiditätsgebern am Interbanken-Geldmarkt ein, so hat das Eurosystem durch die Gesamtwirkung der Maßnahmen Banken mit Liquiditätsüberschüssen Ertragsmöglichkeiten genommen, die sich aus deren Liquiditätszuflüssen ergaben. Die Liquiditätszuflüsse bei vielen Banken können letztlich als Resultat des in Relation zu anderen Banken höheren Vertrauens der Anleger und Marktteilnehmer betrachtet werden. Es kann vermutet werden, dass es sich bei denjenigen

Instituten, die starke Liquiditätszuflüsse verzeichneten, in der Tendenz auch um solche Institute handelte, die über eine stärkere Eigenkapitalausstattung und stabilere Finanzierungsstruktur verfügten oder die im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit geringere Risiken eingegangen waren als andere Institute.

Aus Sicht der Institute, die zum Beispiel aufgrund der Vertrauensverluste der Anleger und Marktteilnehmer – oft gepaart mit einer wenig ausgewogenen Finanzierungsstruktur und geringeren Eigenkapitalausstattung – von Liquiditätsabflüssen betroffen waren, führte hingegen die Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften zum festen Zins bei ausgeweitetem Sicherheitenrahmen zu einer Begrenzung der Zinskosten. Diese Institute wurden somit durch das Eurosystem effektiv begünstigt.

Weniger solide Institute durch Eurosystem effektiv begünstigt

Zusammenfassende Einordnung und Bewertung der Maßnahmen

Zur Bewertung der kurz nach dem Lehman-Brothers-Ausfall beschlossenen ersten Welle geldpolitischer Sondermaßnahmen sind zwei Aspekte gegeneinander abzuwägen: Einerseits bestanden Abwärtsrisiken für die Preisstabilität, die sich aus einer noch deutlich umfassenderen Destabilisierung des Finanzsystems und einer dadurch bedingten breiten Kreditklemme hätten ergeben können. Andererseits gehen Stabilisierungsmaßnahmen stets mit Kosten und Risiken einher. Die Sondermaßnahmen stehen in einem Spannungsverhältnis mit den marktwirtschaftlichen Grundsätzen der Europäischen Union, wobei zu berücksichtigen ist, dass die Verengung des Zinskorridors auf ± 50 Basispunkte mit einer Dauer von nur etwas mehr als drei Monaten zeitlich eng befristet blieb. Die vorübergehenden Einschränkungen marktwirtschaftlicher Grundsätze, die insbesondere in der Zeit von Anfang Oktober 2008 bis Ende Januar 2009 aus den Maßnahmen des Eurosystems resultierten, wurden dadurch deutlich gemindert. Angesichts der drohenden scharfen

Maßnahmen in Reaktion auf den Lehman-Brothers-Ausfall insgesamt angemessen

Rezession und der damit zusammenhängenden Abwärtsrisiken für die Preisstabilität waren die unterschiedlichen Maßnahmen des Eurosystems zur Stabilisierung des Finanzsystems in Umfang und Dauer insgesamt angemessen.

Fortgesetzte Abhängigkeit einzelner Institute von Zentralbankkredit mit marktwirtschaftlichen Grundsätzen unvereinbar

Aus dem Blickwinkel marktwirtschaftlicher Grundsätze ist jedoch eine Abhängigkeit einzelner Geschäftsbanken vom Eurosystem über einen längeren Zeitraum problematisch. Eine solche Abhängigkeit kann in zweierlei Hinsicht bestehen: einerseits, wenn Institute bei keiner anderen Geschäftsbank Liquidität und Finanzierungsmittel erhalten – unbesichert oder gegen marktgängige Sicherheiten –, und zwar unabhängig vom Zinssatz, den sie bereit sind zu zahlen (Verlust des Zugangs zum Geld- und Kapitalmarkt). Ohne liquiditätsbereitstellende geldpolitische Sondermaßnahmen wären diese Institute von einer Insolvenz aufgrund akuter Zahlungsunfähigkeit bedroht. Andererseits kann eine Abhängigkeit einer Geschäftsbank von Zentralbankkredit dann vorliegen, wenn deren eigene Finanzierungskosten am Markt so hoch wären, dass durch anhaltend negative Zinsergebnisse eine Insolvenz durch Überschuldung eintreten würde. Banken, die fortgesetzt von Zentralbankkredit abhängig sind, müssten eigentlich aus dem Markt austreten, weil sie das Vertrauen an den Märkten verloren haben, ihre Finanzierung nicht sicherstellen können und sie mit ihren Kernaufgaben, nämlich dem Management von Kredit- und Liquiditätsrisiken, gescheitert sind.

Opportunistische Nutzung von Refinanzierungsgeschäften

Von einer opportunistischen Nutzung von Zentralbankkredit kann man hingegen sprechen, wenn die von der Notenbank angebotenen Konditionen lediglich günstiger sind als diejenigen, die Institute, welche prinzipiell über einen Marktzugang verfügen, am Markt erhalten können. Eine opportunistische Nutzung von Zentralbankkredit im weiteren Sinne – insbesondere von Langfristtendern – kann ebenso wenig als wünschenswert betrachtet werden: Banken – und mittelbar ihren Eigentümern – werden in diesem Fall durch die Geldpolitik erhebliche Gewinnmöglichkeiten eröff-

net, die Akteuren ohne Zugang zu Refinanzierungsgeschäften der Notenbank, wie zum Beispiel Versicherungen und nichtfinanzielle Unternehmen, nicht in gleicher Weise offenstehen. Zu diesen Gewinnmöglichkeiten zählen einerseits die bereits genannten Carry-Trades mit Staatsanleihen unter Beleihung derselben im Rahmen geldpolitischer Refinanzierungsgeschäfte, ohne dass die Banken dafür Großkreditgrenzen beachten oder zwingend Eigenkapital vorhalten müssten. Wenn entsprechende langfristige Refinanzierungsgeschäfte von der Notenbank angeboten werden, können Geschäftsbanken ihre Unternehmenstätigkeit im Gegensatz zu Nichtbanken allein deshalb durch Zentralbankkredite zum Leitzins finanzieren, weil sie im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit notenbankfähige Sicherheiten als Aktiva halten oder erstellen können und darüber hinaus allein Banken für Liquiditätsoperationen der Notenbank zugelassen sind.

Die Übergänge zwischen einer Abhängigkeit von Zentralbankkredit und einer lediglich opportunistischen Nutzung geldpolitischer Operationen unter den Bedingungen sehr günstiger Konditionen sind in der Praxis fließend – Banken können oft keiner dieser beiden idealtypischen Gruppen eindeutig zugeordnet werden.

■ Ansätze für eine marktgerechte Geldmarktsteuerung

Eigenverantwortung der Banken für jederzeitige Zahlungsfähigkeit

Die im September 2008 veröffentlichten „Grundsätze für solides Management und Beaufsichtigung von Liquiditätsrisiken der Banken“ des Baseler Ausschusses für Bankenaufsicht ordnen einleitend den Banken selbst die unzweideutige Verantwortung für das solide Management von Liquiditätsrisiken zu. In den Erläuterungen zu dieser Maßgabe wird das vorrangige Ziel der Rahmenwerke der Banken für

Banken sind selbst verantwortlich für Management von Liquiditätsrisiken – auch in Perioden mit marktweitem Stress

das Management von Liquiditätsrisiken näher ausgeführt: Sie sollten mit einem hohen Grad an Zuverlässigkeit gewährleisten, dass die Banken in der Lage seien, einerseits ihren täglichen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen und andererseits einer Stressperiode zu widerstehen, welche sich auf besicherte und unbesicherte Finanzierungen erstreckte und deren Ursache bankspezifisch oder marktweit sein könne.¹⁹⁾

Wenn Banken der Verantwortung für das Liquiditätsmanagement nicht gerecht werden, entsteht Handlungsdruck für die Notenbanken

Dabei handelte es sich einerseits um eine Zielvorstellung für das Liquiditätsrisikomanagement der Banken, der in den Jahren unmittelbar vor der Finanzkrise in der Realität keineswegs immer entsprochen wurde – wie sich spätestens seit August 2007 mit zunehmender Deutlichkeit abzeichnete. Andererseits war bereits absehbar, dass die Versäumnisse der Institute im Bereich des Liquiditäts(risiko)managements die öffentliche Hand – namentlich die Notenbanken – unter immer stärkeren Handlungsdruck setzen würden. Vor dem Hintergrund der auch fünfeneinhalb Jahre nach dem Höhepunkt der Finanzkrise immer noch bestehenden Abhängigkeit zahlreicher Banken im Euro-Währungsgebiet von Zentralbankkrediten hat die Forderung an Dringlichkeit noch zugenommen, dass es im Verantwortungsbereich der Banken selbst liegt sicherzustellen, ihren Zahlungsverpflichtungen jederzeit gerecht werden zu können.

Kollektivierung des Liquiditätsmanagements der Banken würde zu ineffizient hohen Risiken führen

Die grundlegende Anforderung an eine künftige marktgerechte Geldmarktsteuerung ist, dass die Institute ihrer ureigenen Verantwortung für das Liquiditätsmanagement nach jahrelanger krisenbedingter Pause wieder in vollem Umfang nachkommen müssen. Für die praktische Geschäftstätigkeit der Institute bedeutet dies, dass sie Ungleichgewichte in der Laufzeitstruktur von Aktiva und Passiva (Fristentransformation) sorgfältig steuern und begrenzen müssen – gegebenenfalls auch auf Kosten der Zinserträge. Würden die Folgen einer übermäßigen Fristentransformation von der Notenbank – also letztlich von der Allgemeinheit – getragen, dann wäre das Ausmaß der von den

Banken eingegangenen Liquiditätsrisiken ineffizient hoch, und daraus entstehende Gewinne würden durch Ausschüttung an die Anteilseigner privatisiert.

Neutralität der Geldmarktsteuerung für Ressourcenallokation

Im Regelfall sollten daher Banken Liquidität und Refinanzierungsmittel bei der Notenbank nicht fortgesetzt deutlich günstiger erhalten als am Interbanken-Geldmarkt. Wenn Zentralbankkredite für die Banken auf Dauer deutlich attraktiver wären als bankindividuell verfügbare Marktkonditionen, dann wäre die Inanspruchnahme dieser Kredite mit einem Eingriff in die freie Preisbildung an den Märkten verbunden, der letztlich die Effizienz der Ressourcenallokation beeinträchtigen kann. Banken sollten daher in der Praxis nahezu indifferent zwischen einer Kreditaufnahme am Interbanken-Geldmarkt und der Nutzung liquiditätsbereitstellender Operationen des Eurosystems sein. Bei marktgerechter Ausgestaltung der Geldmarktsteuerung wird dann auch eine indirekte Begünstigung der Schuldner jener Wertpapiere oder Kreditforderungen vermieden, die beim Eurosystem als Sicherheiten für geldpolitische Operationen eingereicht werden können.

Indifferenz der Banken zwischen marktbasierter Finanzierung und Zentralbankkrediten gewährleisten

Ausgestaltung geldpolitischer Instrumente unter dem Aspekt der Marktgerechtigkeit

Eine vorübergehende Vollzuteilung bei Refinanzierungsgeschäften kann vereinbar mit einer weitgehend marktkonformen Geldmarktsteuerung sein: Wenn bei hoher Überschussliquidität der Zinskorridor zwischen Hauptrefinanzierungssatz und Einlagesatz hinreichend breit ist, dann bestehen Anreize für Banken, überschüs-

Vollzuteilungsverfahren mit breitem Zinskorridor kombinieren

¹⁹ Vgl.: Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht, Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision, September 2008, dort insbesondere S. 6.

sige Liquidität am Interbanken-Geldmarkt zu einem Zinssatz anzubieten, der geringer als der Hauptrefinanzierungssatz ist, den Institute mit Liquiditätsbedarf bei der Notenbank zahlen müssen. Dies führt dann automatisch zum Rückgang der Nachfrage bei den Refinanzierungsgeschäften und dementsprechend zum Rückgang der Überschussliquidität, wodurch tendenziell eine zügigere Rücknahme liquiditätsbereitstellender geldpolitischer Sondermaßnahmen ermöglicht wird. Damit Anreize für eine fortgesetzte Normalisierung der Geldmarktaktivität und des Refinanzierungsverhaltens der Banken bestehen, sollte der von Spitzenrefinanzierungs- und Einlagesatz gebildete Zinskorridor eine geeignete Breite aufweisen.²⁰⁾

Anhaltend hohe Überschussliquidität signalisiert: Anreize für private Geldmarktaktivität reichen nicht aus

Ein anhaltend hohes Volumen der Überschussliquidität in Gegenwart eines strukturellen Liquiditätsdefizits des Bankensystems kann im Umkehrschluss als ein Anzeichen dafür gewertet werden, dass die Anreize für eine private Geldmarktaktivität nicht ausreichen, die der Zinskorridor setzt: Die Risikoaufschläge für Interbankkredite an Institute, die überproportional auf Zentralbankkredite zurückgreifen (müssen), wären dann offenbar so hoch, dass der Rückgriff auf Zentralbankkredite aus Sicht der Kreditnehmer günstiger ist als die Finanzierung über den Interbanken-Geldmarkt. Zudem muss die Breite des Zinskorridors ausreichen, um den Banken Zinserträge zu ermöglichen, die neben den Kreditrisiken auch die Kosten für das Monitoring potenzieller Geschäftspartner am Interbanken-Geldmarkt durch das kreditgewährende Institut abdecken. Wenn die faktisch durch den Zinskorridor begrenzten maximalen Zinsmargen angesichts niedriger Geldmarktumsätze zu gering sind, dann lohnt sich das Monitoring potenzieller Geschäftspartner aus Sicht der Banken nicht mehr, und sie stellen den Geldhandel ein.²¹⁾

Ähnlich wie die temporäre Vollzuteilung bei kurzfristigen Refinanzierungsgeschäften steht bei geeigneter Ausgestaltung auch ein begrenztes Angebot länger- oder gar langfristiger Refinanzierungsgeschäfte nicht notwendiger-

weise im Widerspruch zu einer marktgerechten Geldmarktsteuerung. Weitgehend marktgerecht können LRG dann sein, wenn sie im Umfang begrenzt (d. h. knapp) sind und mittels des wettbewerblichen Zinstenderverfahrens abgewickelt werden. In diesem Fall ist die Notenbank – ähnlich wie bei den vom Eurosystem vor der Finanzkrise regelmäßig angebotenen LRG mit einer Laufzeit von drei Monaten – lediglich Preisnehmer (bzw. Zinsnehmer). Die Zuteilungssätze bei solchen Geschäften sollten sich dann erwartungsgemäß etwa auf dem Niveau der Zinssätze von Repogeschäften mit vergleichbarer Laufzeit und Besicherung einpendeln, und es ginge weder ein Zinssignal, noch ein verzerrender Eingriff in die Zinsstruktur von ihnen aus. Banken, bei denen ein überproportionaler Bedarf an Zentralbankrefinanzierung auftritt, zum Beispiel weil sie aus eigener Verantwortung nicht über einen tragfähigen Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt verfügen, würden dadurch zumindest teilweise der Disziplinierung durch den Marktmechanismus ausgesetzt.

Die Zinssätze für die längerfristige Refinanzierung von Banken müssen daher perspektivisch wieder an den Märkten bestimmt werden. Dadurch würde die Eigenverantwortung der Banken für das Liquiditäts- und letztlich auch das Kreditrisikomanagement gestärkt und die derzeit noch bestehende Verzerrung des Wettbewerbs zwischen den Banken reduziert, die in der andauernden Finanzierung eines Teils der Banken durch das Eurosystem besteht.

Länger- und langfristige Refinanzierungsgeschäfte: begrenztes Zuteilungsvolumen und Zinstenderverfahren

²⁰ In diesem Zusammenhang würde auch die Aussetzung der derzeit vom Eurosystem angebotenen liquiditätsabsorbierenden Operationen dazu beitragen, die Anreizwirkung des Einlagesatzes für die Geldmarktaktivität wieder besser zur Geltung zu bringen.

²¹ Vgl.: F. Blasques, F. Bräuning, F. und I. van Lelyveld (2014), A Dynamic Stochastic Network Model of the Unsecured Interbank Lending Market, SWIFT Institute Working Paper No 2012–007, dort insbesondere Abschnitt 4.3.

Bonitätsanforderungen und Sicherheitsabschläge für notenbankfähige Sicherheiten

Bonitätsanforderungen für Sicherheiten mindestens so hoch wie am Repomarkt

Wenn die Bonitätsanforderungen von Sicherheiten, die von einer Notenbank für revolving angebotene Zentralbankkredite akzeptiert werden, höher sind als am Repomarkt, so reduziert dies die Gefahr, dass die Notenbank durch Refinanzierung dieser Sicherheiten im Rahmen geldpolitischer Operationen in den Wettbewerb der Banken um Finanzierungsmittel eingreift und dadurch ungewollt zum Kreditgeber der ersten Instanz wird. Banken, die risiko-reichere Aktiva auf ihre Bilanz nehmen und dabei Finanzierungsrisiken eingehen (Fristentransformation), müssten unter diesen Bedingungen am Repomarkt einen Marktpreis für die zur Refinanzierung benötigte marginale Einheit an Zentralbankguthaben entrichten und nicht einen – je nach Bietungsverfahren – mehr oder weniger administrierten Preis für die Teilnahme an Refinanzierungsgeschäften bei der Notenbank. Den höheren Ertragschancen risiko-reicherer Aktiva stünden dann gegebenenfalls höhere Finanzierungskosten gegenüber, was die Anreize der Banken zum Erwerb risiko-reicherer Wertpapiere und zur Vergabe risiko-reicher Kredite begrenzen würde. Daher sollten die Bonitätsanforderungen für notenbankfähige Sicherheiten und die Sicherheitsabschläge an die Marktpraxis angenähert werden: Die Qualität der vom Eurosystem akzeptierten Sicherheiten sollte im Normalfall mindestens den Qualitätsanforderungen des Repomarkts an Sicherheiten entsprechen. Die Sicherheitsabschläge sollten dabei vom Eurosystem so gewählt werden, dass sie einerseits das Eurosystem effektiv vor finanziellen Risiken schützen und andererseits nicht geringer ausfallen als die Haircuts am Repomarkt.

Differenzierte Zinssätze für Sicherheiten verschiedener Qualität?

Gewinnorientierte Akteure wie Zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCP) schlossen bisweilen die Einlieferung bestimmter Sicherheiten geringer Bonität als „General Collateral“ aus oder belegten sie – mitunter diskretionär – mit prohibitiv hohen Haircuts. Noten-

banken wie zum Beispiel die Bank of England oder die U.S.-Notenbank Federal Reserve lassen für die zur Geldmarktsteuerung bestimmten geldpolitischen Operationen lediglich Sicherheiten höchster Qualität zu. Sicherheiten geringerer Qualität werden oft nur im Rahmen spezieller Fazilitäten mit Finanzstabilitätscharakter akzeptiert und waren beziehungsweise sind dort mit höheren Zinssätzen²²⁾ und/oder einer von den Notenbanken zwar in der Regel nicht erwünschten, aber faktisch vorhandenen Stigmatisierung belegt. In der Regel führen Zinsaufschläge und Stigmatisierung dazu, dass die Institute solche Fazilitäten entweder gar nicht oder aber nur in geringem Umfang und über kurze Zeiträume in Anspruch nehmen. Beispielsweise kennzeichnet die Bank of England solche Operationen durch die Bezeichnung „Liquidity insurance“ (Liquiditätsversicherung) – es handelt sich also nicht primär um geldpolitische Operationen, sondern um Operationen, die stark durch Finanzstabilitätsmotive geprägt und insoweit vom geldpolitischen Instrumentarium etwas entkoppelt sind. Dies ermöglicht dann auch eine preisliche Differenzierung zwischen primär geldpolitischen Operationen und Operationen mit vorrangigem Finanzstabilitätscharakter ohne Beeinträchtigung des geldpolitischen Signals, das vom Leitzins ausgeht.

Eine wesentliche Anforderung für einen marktgerechten Sicherheitenrahmen des Eurosystems wäre, dass künftig neben Kreditforderungen geeigneter Kreditqualität nur noch solche marktfähigen Sicherheiten im Rahmen geldpolitischer Operationen für Zwecke der Geldmarktsteuerung akzeptiert werden, die tatsächlich auch marktgängig sind, das heißt, im Rahmen von besicherten Geldmarktgeschäften am

Bei marktfähigen Sicherheiten Markt-gängigkeit beachten

²² Beispielsweise belieh die Bank of England zeitweise Sicherheiten mit niedrigerer Qualität gegen einen gestaffelten Zinsaufschlag, der umso größer ausfiel, je geringer die Qualität der eingereichten Sicherheiten war. Im Rahmen ihrer derzeit angebotenen sog. „Indexed Long-Term Repo“-Operationen verlangt die Bank of England Mindest-Zinsaufschläge von zurzeit bis zu 15 Basispunkten für die Beleihung verschiedener Kategorien von Sicherheiten, wobei wettbewerbliche Bietungsverfahren zum Einsatz kommen.

Nutzung von Asset Backed Securities als notenbankfähige Sicherheiten und günstige Refinanzierung beim Eurosystem

Das Eurosystem hat bei den Zinssätzen für geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte bisher nicht zwischen Sicherheiten unterschiedlicher Qualität differenziert. Der Zinssatz bei den Refinanzierungsgeschäften ist zudem von der Laufzeit der Refinanzierungsgeschäfte unabhängig. Die im Vollzuteilungsverfahren angebotenen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei ausgeweitetem Sicherheitenrahmen wurden für verschiedene Arten von Collateral zu einer attraktiven Finanzierungsquelle, die von zahlreichen Banken in opportunistischer Weise und großem Umfang genutzt wurde.

So wurden unter anderem auch verstärkt Kreditverbriefungen (Asset Backed Securities: ABS) direkt beim Eurosystem beliehen, die von den Emittenten seit der Finanzkrise kaum noch am Primärmarkt platziert werden konnten. Für Banken bieten ABS den Vorzug, dass sie gewährte Kredite darin verpacken können, die ansonsten kaum veräußert oder refinanziert werden können. ABS dienen derzeit oft nur noch dazu, die Finanzierung der Banken durch das Eurosystem sicherzustellen. Dies zeigt sich zum Beispiel in einer deutlichen Zunahme der Größe der Transaktionen und sehr niedrigen Kupons – ein Anzeichen für die Optimierung des Beleihungswertes. Ein „Markttest“ – das heißt der Test, ob überhaupt private Investoren bereit sind, einen Preis für diese Wertpapiere zu bezahlen – entfällt dabei häufig. Aus Sicht von Investoren spielen dabei inzwischen jedoch weniger Risikogesichtspunkte eine Rolle. Vielmehr verweisen Banken darauf, sie verzichteten angesichts hoher regulatorischer Anforderungen auf den Erwerb von ABS, weil die damit erzielbaren Renditen gemessen an der von der Regulierungsseite geforderten Eigenkapitalunterlegung unattraktiv seien. Durch die geringe Marktaktivität fehlen Marktpreise als Grundlage für die Ermittlung des Beleihungswertes dieser Sicherheiten beim Eurosystem. Das Eurosystem ersetzt die fehlenden Marktpreise durch modellgestützt ermittelte „theoretische Preise“; letztere dominieren mittlerweile für

beim Eurosystem eingereichte ABS die Verwendung von Marktpreisen.

Eine Konzentration grundsätzlich marktfähiger Sicherheiten, die jedoch derzeit kaum marktgängig sind, könnte ein Hinweis darauf sein, dass das Eurosystem seit der Finanzkrise Marktkonditionen unterlaufen und dadurch in den Wettbewerb zwischen den Instituten eingegriffen hat. Für die verstärkte Einreichung von Kreditverbriefungen beim Eurosystem könnten jedoch auch regulatorische Aspekte eine Rolle spielen. Hinsichtlich der von verschiedener Seite beklagten Höhe der regulatorischen Anforderungen bei europäischen ABS ist zu berücksichtigen, dass einerseits zwar der Handel von Kreditrisiken aus volkswirtschaftlicher Perspektive grundsätzlich ein sinnvoller Markt ist.

Andererseits sollte die seit der Finanzkrise strengere regulatorische Behandlung von ABS dazu führen, dass Risiken von den Finanzmarktakteuren in angemessener Weise berücksichtigt werden, damit nicht am Ende die Allgemeinheit für Risiken einstehen muss, die im Zusammenhang mit einer privaten Gewinnerzielungsabsicht von den Banken eingegangen werden. In der Kombination von strengerer Regulierung und attraktiven Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems bei vollständiger Zuteilung der Gebote kam es jedenfalls zu dem Ergebnis, dass der Markt für bestimmte ABS weitgehend zusammenbrach, während gleichzeitig das Eurosystem einen erheblichen Anteil der Senior-Tranchen von ABS finanziert. Die mit Blick auf eine marktwirtschaftliche Orientierung maßgebliche, bislang aber offene Frage ist daher, ob die Regulierung genügend Raum lässt für angemessene Marktaktivität in Eigenverantwortung der Marktteilnehmer. Das Eurosystem sollte hingegen seine geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte einschließlich des geltenden Sicherheitenrahmens so ausgestalten, dass es nicht zum ersten Finanzier bestimmter Asset-Klassen wird.

Repomarkt beliehen werden können. Ansonsten besteht die Gefahr, dass bestimmte Wertpapierklassen überwiegend dem Zweck einer Refinanzierung beim Eurosystem dienen, was für sich genommen aus der Perspektive marktwirtschaftlicher Grundsätze bedenklich erschiene. Ein einfacher Indikator dafür, ob diese Anforderung für ein bestimmtes Wertpapier oder für eine ganze Klasse von Wertpapieren verletzt ist, könnte beispielsweise das Verhältnis des bei der Notenbank eingereichten Volumens zum gesamten ausstehenden beziehungsweise am Markt platzierten Volumen sein; anhaltend hohe Anteile der Nutzung für die Einreichung beim Eurosystem könnten ein Hinweis auf eine tendenziell zu großzügige Zulassungspraxis oder – unter dem Blickwinkel der Marktgerechtigkeit – zu geringe Sicherheitsabschläge sein. Weicht die Notenbank zum Beispiel im Rahmen einer Liquiditätskrise temporär von dem Prinzip ab, unter den marktfähigen Sicherheiten nur marktgängige Papiere zu beleihen – wofür es in Krisenzeiten gute Gründe geben mag – so läuft sie damit gleichwohl Gefahr, dass ihre Geldmarktsteuerung in diesem Punkt das Kriterium der Marktgerechtigkeit vorübergehend nicht mehr vollumfänglich erfüllt. Die Einschränkung der Marktgerechtigkeit ist dabei tendenziell umso größer, je weniger die Refinanzierungskosten bei der Zentralbank zwischen unterschiedlichen Collateral-Qualitäten differenzieren und je niedriger die Bonitätsschwellenwerte für notenbankfähige Sicherheiten sind.

Bei alledem muss die Notenbank vermeiden, dass sie dauerhaft solche Institute mit Zentralbankkrediten versorgt, die aufgrund ihrer schlechten Bonität am Geld- und Kapitalmarkt keine Liquidität und Refinanzierungsmittel von anderen Marktteilnehmern mehr erhalten. Der Übergang zu einem solchen Nachkrisen-Regime kann durch die zurzeit im Vorfeld der Übernahme der einheitlichen Bankenaufsicht durch die EZB durchgeführte Prüfung der Bankbilanzen unterstützt werden, indem Schwachpunkte in den Bilanzen der untersuchten Institute aufgedeckt, der Handlungsbedarf identifiziert und

Nur finanziell solide Banken sollten geldpolitische Geschäftspartner sein

Entscheidungen über erforderliche Kapitalmaßnahmen oder gegebenenfalls die Abwicklung von Instituten vorbereitet werden. Dies flankiert dann auch die Normalisierung des Refinanzierungsverhaltens der Banken und stärkt den Vertrauenszuwachs an den Geld- und Finanzmärkten.

■ Schlussbemerkung

Liquiditätsbereitstellende geldpolitische Sondermaßnahmen im Bereich der Geldmarktsteuerung haben in den letzten Jahren wiederholt die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems in der Krise gewährleistet. Angesichts der Schwere der krisenhaften Verspannungen waren die Maßnahmen insgesamt betrachtet durchaus begründet. Es darf jedoch nicht aus dem Blick geraten, dass mit ihnen auch erhebliche negative Anreize einhergehen. Diese Wirkungen werden umso relevanter, je dauerhafter die Maßnahmen eingesetzt werden.

Die Kombination von Vollzuteilung, langfristigen geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften, breitem Geschäftspartnerkreis und ausgeweitetem Sicherheitenrahmen dürfte in den vergangenen Jahren dazu beigetragen haben, dass kaum Kreditinstitute aus dem Markt austreten mussten – nahezu unabhängig davon, wie hoch die eingegangenen Risiken waren, und in welchem Maße sich die eingegangenen Kreditrisiken, aber auch die im Interesse höherer Gewinnchancen eingegangenen Liquiditäts- und Refinanzierungsrisiken materialisierten.

Zwar steht eine Abkehr von den krisenbedingten Sondermaßnahmen derzeit noch nicht auf der Agenda. Nach Jahren im Krisenmodus muss sich das Eurosystem jedoch perspektivisch der Frage stellen, was die angemessene Rolle einer in geldpolitischen Fragen unabhängigen Zentralbank ist. Dazu gehört insbesondere eine vertiefte Diskussion, ob und in welchem Maße das Eurosystem nicht bloß das aggregierte Liquiditätsdefizit des Bankensystems deckt, sondern darüber hinaus Banken finanzieren und

Funktionsfähigkeit des Finanzsystems gewährleistet, aber Fehlanreize gesetzt

Geldpolitische Sondermaßnahmen können eine Marktaustrittsbarriere darstellen

Darf und soll das Eurosystem Banken finanzieren?

dadurch in den Wettbewerb zwischen den Instituten eingreifen darf.

Mehr Markt-orientierung und Wettbewerb zur Verbesserung der Wachstumsperspektiven im Euro-Raum

Der Marktmechanismus kann – ergänzt durch einen geeigneten Ordnungsrahmen – grundsätzlich wichtige Beiträge dazu leisten, die von den Banken eingegangenen Risiken zu begrenzen – wenn nicht die Rettung von Banken im Interesse der kurzfristigen Finanzstabilität zur Regel wird, anstatt Ausnahme zu bleiben. Das Eurosystem sollte daher die Disziplinierung der

Institute durch Geld- und Kapitalmarkt stärken und die Banken der Verantwortung für die Folgen ihres Handelns aussetzen. Mehr als fünf Jahre nach dem Höhepunkt der Finanzkrise ist es immer wichtiger, die Normalisierung am Geldmarkt zu unterstützen – auch, damit bestehende Ineffizienzen im Banken- und Finanzsystem durch die heilsamen Wirkungen des Wettbewerbs reduziert und die Wachstumsperspektiven des Euro-Raums verbessert werden.