

Bendel, Daniel

**Article**

## Die Effektivität der EZB-Liquiditätsmaßnahmen zur Steigerung der Kreditgeschäfte im Euroraum

IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Bendel, Daniel (2015) : Die Effektivität der EZB-Liquiditätsmaßnahmen zur Steigerung der Kreditgeschäfte im Euroraum, IW-Trends - Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung, ISSN 1864-810X, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln, Vol. 42, Iss. 1, pp. 91-103,  
<https://doi.org/10.2373/1864-810X.15-01-06>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/157125>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Vierteljahresschrift zur empirischen  
Wirtschaftsforschung, Jg. 42



■ Daniel Bendel

## Geldpolitik

**Die Effektivität der EZB-Liquiditätsmaßnahmen  
zur Steigerung der Kreditgeschäfte im Euroraum**

Vorabversion aus: IW-Trends, 42. Jg. Nr. 1  
Herausgegeben vom Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Verantwortliche Redakteure:

Prof. Dr. Michael Grömling, Telefon: 0221 4981-776

Dr. Oliver Stettes, Telefon: 0221 4981-697

groemling@iwkoeln.de · stettes@iwkoeln.de · www.iwkoeln.de

Die IW-Trends erscheinen viermal jährlich, Bezugspreis € 50,75/Jahr inkl. Versandkosten.

Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie über  
lizenzen@iwkoeln.de, die erforderlichen Rechte für elektronische Pressespiegel unter  
www.pressemonitor.de.

ISSN 0941-6838 (Printversion)

ISSN 1864-810X (Onlineversion)

© 2015 Institut der deutschen Wirtschaft Köln Medien GmbH

Postfach 10 18 63, 50458 Köln

Konrad-Adenauer-Ufer 21, 50668 Köln

Telefon: 0221 4981-452

Fax: 0221 4981-445

iwmedien@iwkoeln.de

www.iwmedien.de

## Die Effektivität der EZB-Liquiditätsmaßnahmen zur Steigerung der Kreditgeschäfte im Euroraum

Daniel Bendel, März 2015

Seit der globalen Finanzmarktkrise des Jahres 2007 kam es zu einer Reihe von außergewöhnlichen liquiditätserweiternden Maßnahmen durch die Europäische Zentralbank. Ziel war und ist es, die Unsicherheit auf dem Interbankenmarkt zu reduzieren und die stockende Kreditvergabe an die Realwirtschaft im Euroraum zu stimulieren. Mithilfe eines TVP-VAR-Modells wird untersucht, wie sich die Wirkung von Zentralbankliquidität auf das europäische Kreditvolumen über die Zeit verändert hat. Für das Kreditvolumen der privaten Haushalte, der Unternehmen und Banken gilt vor der Krise ein normaler und in der Krise ein gestörter Transmissionsmechanismus. Nach der Finanzkrise wurde nur für das Bankkreditvolumen der normale Transmissionsmechanismus wieder erreicht. Derzeit stimuliert eine Ausweitung der Zentralbankbilanz besonders den Interbankenmarkt, jedoch nicht unmittelbar das Volumen der realwirtschaftlichen Kredite. Gleichwohl besteht die Möglichkeit einer verzögerten positiven Transmission auf das privatwirtschaftliche Kreditvolumen.

Stichwörter: Geldpolitik, Transmission, Kredit, Bayesianische TVP-VAR

JEL-Klassifikation: C11, C15, E51, E52

### Wirkungskanäle der Geldpolitik

Die globale Finanzmarktkrise, ausgelöst durch das Platzen der amerikanischen Hauskreditblase im Jahr 2007 und die Insolvenz der US-Banken Bear Stearns und Lehman Brothers, führte zu einer Reihe von außergewöhnlichen liquiditätserweiternden Maßnahmen durch die Europäische Zentralbank (EZB). Die Staatsschuldenkrise verstärkte diese Entwicklung ab dem Jahr 2010 noch. Ziel der Geldpolitik war es, die Unsicherheit auf dem Interbankenmarkt zu reduzieren und die stockende Kreditvergabe an die Realwirtschaft im Euroraum zu stimulieren. Die Durchführung von liquiditätssteigernden Maßnahmen wurde notwendig, da es trotz des wiederholten Absenkens des Leitzinses zu einer stetigen Abnahme der Kreditvergabe kam. Die EZB nutzte neben den regulären Liquiditäts-

tätsmaßnahmen auch die Ankündigung von sogenannten Outright Monetary Transactions (OMT), die ausdrücklich zum Ziel hatten, den gestörten Transmissionsmechanismus zwischen Geldpolitik und der Realwirtschaft infolge der risikoaversen Banken wieder zu beleben (Hüther, 2014).

Betrachtet man die enorme Ausweitung der Bilanz der EZB von 15 Billionen Euro auf über 30 Billionen Euro im Zeitraum 2008 bis 2013, stellt sich die Frage, wie effektiv diese Maßnahmen waren, um die eingebrochene Kreditvergabe durch die europäischen Banken zu beleben und in welchem Ausmaß die regulären und außergewöhnlichen Zentralbankmaßnahmen der Realwirtschaft in Form neuer Kredite zugute kamen. Die Reduktion der Kreditvergabe und auch die Erhöhung von Kreditanforderungen hängen stark mit der Unsicherheit der Banken und dem steigenden Misstrauen zwischen den Banken zusammen. Nachfolgend wird untersucht, wie effektiv die liquiditätssteigernden Zentralbankmaßnahmen auf die Belebung des Interbankenmarktes und auf das Kreditgeschäft mit europäischen Unternehmen und privaten Haushalten waren.

Die Stärke, mit der die Zentralbank ihre Bilanzsumme ausdehnte, führte zu einer Reihe von wissenschaftlichen Untersuchungen zu dieser außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahme. So betrachten Hristov et al. (2014), wie die OMT-Programme der EZB die Zinsen auf Staatsanleihen und damit die Kreditzinsen beeinflussen können. Zwischen den Zinsen auf Staatsanleihen und jenen für Kredite bestehen folgende Zusammenhänge:

- Banken müssen bei starken Kurseinbrüchen von Staatsanleihen vermehrt Abschreibungen vornehmen, was ihre Bilanz verschlechtert und ihre Risikobereitschaft reduziert.
- Das Rating von Banken, deren Bilanzen starke Abschreibungen erfahren, sinkt, was zu einer Erhöhung der Risikoprämie bei ihrer externen Finanzierung führt. Diese höheren Finanzierungskosten werden in Form höherer Kreditzinsen an die Schuldner der Bank weitergereicht.
- Verlieren Staatsanleihen an Wert, reduziert sich ihr Wert als Sicherheit, was die Beschaffung von Liquidität etwa auf dem Interbankenmarkt erschwert. Durch die Anleihekäufe der Zentralbank kann dies verhindert werden.

Carpenter et al. (2014) analysieren die Effektivität der Zentralbankmaßnahmen (wie Anleihekäufe und die Bereitstellung von unlimitierter Liquidität) auf die Kreditvergabe. Sie vergleichen die Aktionen der US-Zentralbank mit denen der EZB und sie kommen zu dem Schluss, dass sich die Maßnahmen beider Zentralbanken positiv auf die Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft ausgewirkt haben, wobei der positive Effekt in den Vereinigten Staaten deutlich stärker ist als in Europa. Auch Boeckx et al. (2014) betrachten, wie die Maßnahmen der EZB im Zeitraum 2008 bis Ende 2013 die Kreditvergabe in Europa stimuliert haben. Sie verweisen auf die unterschiedlich starke Wirkung, abhängig davon, ob das betreffende Land zu Europas Peripherie gehört oder nicht. Als Ergebnis daraus folgt, dass eine Erweiterung der Zentralbankbilanz positiv auf die Kreditvergabe durch Banken wirkt, den Finanzmarkt stabilisiert und einen positiven Effekt auf die ökonomischen Aktivitäten hat. Jedoch sind die Effekte auf die Kreditvergabe und den Output kleiner in den Ländern, die sehr stark von der Finanzkrise betroffen waren, und vor allem in den Ländern, deren Finanzsektor geringer kapitalisiert ist.

Die beiden letztgenannten Untersuchungen beruhen auf der Annahme, dass alle modellinternen Parameter zeitinvariant sind, das heißt, alle Parameter im Modell sind über die Zeit konstant. Die vorliegende Analyse verwendet einen anderen Ansatz: Sie geht von zeitvarianten Parametern aus. Dies ermöglicht es, die sich potenziell verändernden Zusammenhänge in der Wirtschaft zu erfassen und die Wirkung eines positiven Liquiditätsschocks durch die Zentralbank über die Zeit zu analysieren. Damit kann die Wirkung von Liquiditätsmaßnahmen auf das Kreditgeschäft besser geschätzt werden, als es die Annahme konstanter Parameter erlaubt. Die verwendete Modellklasse ist ein TVP-VAR-Modell („time-varying parameter vector autoregressive“), das mithilfe bayesianischer Verfahren geschätzt wird.

## Datenbasis

Es werden die monatlichen Daten der EZB für den Zeitraum Januar 1999 bis September 2014 verwendet. Für die Liquiditätsmaßnahmen der EZB wird das aggregierte Liquiditätsmaß der EZB herangezogen. Das Kreditvolumen wird separat bezüglich der unterschiedlichen Kreditnehmer betrachtet: Es wird unterschieden zwischen dem Kreditvolumen, das sich aus Krediten an private

**Geldpolitik und Kreditvergabe im Euroraum**

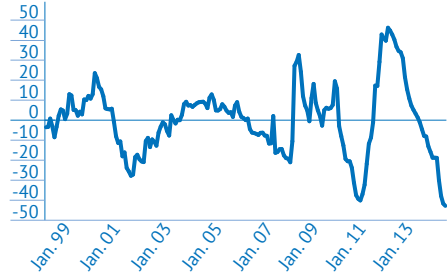
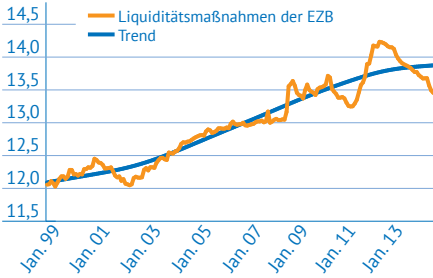
Abbildung 1

Logarithmierte Originaldaten und Trend<sup>1)</sup> sowie Abweichung vom jeweiligen Trend in Prozent

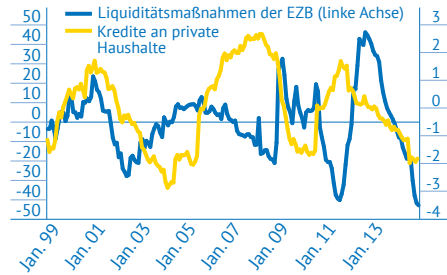
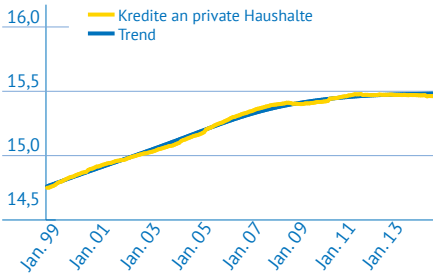
**Logarithmierte Werte**

**Abweichung vom Trend in Prozent**

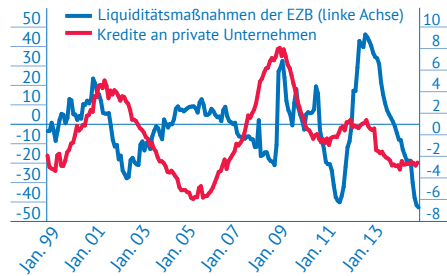
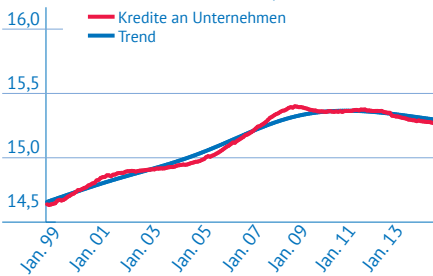
**1a) Liquiditätsmaßnahmen der EZB**



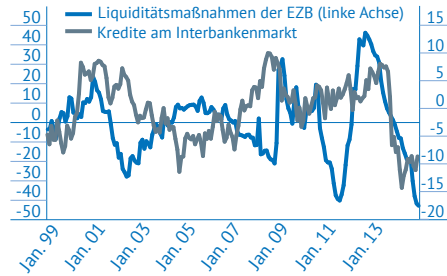
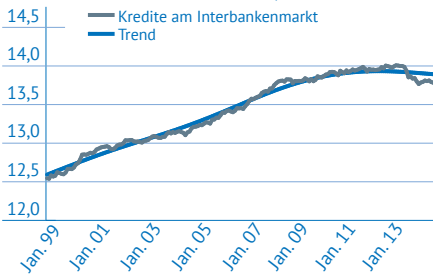
**1b) Volumen der privaten Haushaltskredite**



**1c) Volumen der Unternehmenskredite**



**1d) Volumen der Interbankenkredite**



1) Trend auf Basis des Hodrick-Prescott-Filters.  
 Quellen: Europäische Zentralbank; Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Haushalte, an Unternehmen und an andere Banken ergibt. Alle Zeitreihen werden logarithmiert und trendbereinigt. Der Trend wird durch den Hodrick-Prescott-Filter (HP-Filter) geschätzt. Es ist aber zu beachten, dass bei der Benutzung des HP-Filters ein Endpunktproblem entsteht. Dies kann dazu führen, dass die Schätzung des Trends am aktuellen Rand eher ungenau wird. Abbildung 1 verdeutlicht die unbereinigten und die bereinigten Zeitreihen.

Abbildung 1a zeigt die Entwicklung der Liquiditätszuführung vonseiten der EZB in den Jahren 1999 bis 2014. Die Liquiditätsmaßnahmen der EZB lassen sich dabei in zwei unterschiedliche Zeiträume einteilen:

- Von 1999 bis Mitte 2008 ist zu erkennen, dass die Geldpolitik der Zentralbank in der Regel nahe der Trendlinie verläuft – mit Ausnahme der Periode Ende 2001 bis Anfang 2004, die durch eine kontraktive Geldpolitik gekennzeichnet ist. Nach dem Platzen der Dotcom-Blase im Jahr 2000, stellte die Zentralbank aus Stabilisierungsmotiven expansiv Liquidität bereit und in der Phase der Marktberuhigung wurde diese Liquidität wieder vom Markt genommen.
- Ab Mitte 2008 weisen zwei Zeitpunkte ein erhebliches Überschreiten der Trendlinie auf: zum einen unmittelbar nach dem Überschwappen der amerikanischen Finanzmarktkrise auf den europäischen Bankensektor im Herbst 2008 und zum anderen mit Beginn der europäischen Staatsschuldenkrise.

Es fällt auf, dass die EZB zwar starke Liquiditätsspritzen zur Stabilisierung des Finanzsektors nutzte, deren relativ raschen Abbau aber in der Folge zuließ, besonders in den Jahren 2010 und 2013. Es ist zu vermuten, dass die Liquiditätsbereitstellung der Zentralbank vor allem für die Begleichung von kurzfristigen Verpflichtungen der Banken verwendet wurde. Dies kann in der Weise interpretiert werden, dass die Phase vor der Krise durch eine konservative Geldpolitik gekennzeichnet war, hingegen die Krisenphase selbst eine stark expansive und unkonventionelle Geldpolitik aufwies. Festzuhalten ist auch, dass die Liquiditätsspritzen der EZB zügig wieder zurückgeführt wurden.

Abbildung 1b zeigt den Verlauf des Kreditvolumens an private Haushalte im Euroraum. Auch hier macht sich der Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 bemerkbar – allerdings nur moderat. So fallen die Kredite nach 2008 leicht unter



ihr langfristiges Trendniveau. Jedoch stabilisieren sich diese in den folgenden Monaten schnell wieder, liegen aber nach 2012 wieder leicht unter ihrem Trendniveau. Insgesamt nimmt das Wachstum der privaten Kredite ab 2008 ab, was deutlich an dem Abflachen des durch den HP-Filter geschätzten Trends zu erkennen ist. Abbildung 1c zeigt den Verlauf des Unternehmenskreditvolumens. Noch stärker als bei den privaten Haushalten fällt die deutliche Abnahme des Wachstums der Unternehmenskredite seit Ende 2008 auf, was zu einem Bruch des langfristigen Trendniveaus führt. Dies ist auch durch den starken Anstieg der Kredite vor dem Jahr 2008 zu begründen, der die Entstehung der Kreditblase deutlich macht. Abbildung 1d stellt die Entwicklung der Kredite zwischen den Banken dar. Demnach ist das Wachstum dieser Kredite weniger stark als das Wachstum der privaten Haushaltskredite oder der Kredite an Unternehmen – der HP-Trend ist flacher. Ende des Jahres 2008 ist ebenfalls ein Rückgang der Kredite zu erkennen, jedoch nicht so deutlich wie bei den Krediten an die unternehmerische Realwirtschaft. Bis Mitte des Jahres 2013 bleiben die Kredite knapp über dem langfristigen Trendniveau, wobei ab 2012 die Steigung des Trends deutlich abnimmt. Seit Mitte 2013 fallen die Kredite zwischen den Banken jedoch deutlich unter ihr Trendniveau.

### Empirische Ergebnisse

Zur Darstellung der Ergebnisse werden zeitvariante Impuls-Antwort-Funktionen verwendet. Sie bestimmen die Art und Dauer, mit der sich ein Impuls ausgehend von dem Erhöhen oder Senken der exogenen Variablen (zu einem bestimmten Zeitpunkt  $t$ ) auf spätere Zeitreihenwerte auswirkt. Die Abbildungen 2 bis 4 zeigen den Verlauf dieser Impuls-Antwort-Funktionen über die Zeit. Es werden jeweils die Reaktionen des entsprechenden Kreditvolumens auf einen positiven Liquiditätsschock nach drei, sechs und zwölf Monaten gezeigt. Die x-Achse veranschaulicht die zeitliche Entwicklung der Impuls-Antwort-Funktionen im Zeitraum 1999 bis 2014 in Monatsschritten. Die y-Achse zeigt die Stärke der Reaktion der entsprechenden Variable – hier das Volumen der privaten Haushaltskredite, Unternehmenskredite und der Interbankenkredite im Euroraum – in Prozent auf eine Erhöhung der Zentralbankliquidität in Höhe einer Standardabweichung. Die Lesart der Impuls-Antwort-Funktionen wird in der nachfolgenden Darstellung der empirischen Ergebnisse deutlich. Dabei sollte beachtet werden, dass bei den Reaktionen des Kreditvolumens sowohl Nachfrage- als auch Angebotseffekte zu

berücksichtigen sind. So kann eine negative Reaktion des Volumens von Krediten an private Haushalte auf eine Erhöhung der Zentralbankliquidität einerseits durch die Risikoaversion der Banken wie auch Alternativverwendungen dieser Liquidität, beispielsweise für Investitionen auf den Aktienmärkten (als negative Angebotseffekte), hervorgerufen werden. Andererseits kann dies aber auch durch eine höhere Risikoaversion aufseiten der Kreditnehmer (also durch einen negativen Nachfrageeffekt) erfolgen. In der nachfolgenden Analyse wird keine Zerlegung nach Angebots- und Nachfrageeffekten vorgenommen, sondern es wird der Gesamteffekt von expansiver Geldpolitik auf das Kreditvolumen betrachtet. Zudem sei darauf hingewiesen, dass alle dargestellten Reaktionen aufgrund der im Methodenpapier (Bendel, 2015) beschriebenen Identifizierungsstrategie als Kausalitäten zu interpretieren sind.

<http://link.iwkoeln.de/iw-trends15-01-06bendelmethodenpapier>

## 1. Private Haushaltskredite

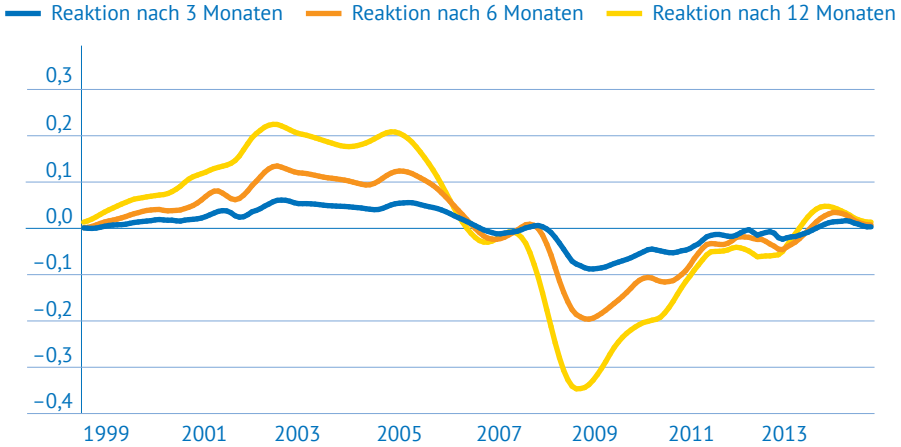
Abbildung 2 stellt die Reaktion der Vergabe von Krediten an private Haushalte im Euroraum auf eine Veränderung der Liquidität durch die EZB dar. Im Jahr 2004 hat eine Erhöhung der Liquidität durch die EZB zu einem Anstieg des Volumens privater Haushaltskredite geführt, wobei die stärkste positive Reaktion nach zwölf Monaten erreicht wird, was der verzögerten Wirkung von Zentralbankmaßnahmen entspricht. Dies spiegelt den normalen geldpolitischen Transmissionsmechanismus wider. Im Gegensatz dazu wirkte sich eine Erhöhung der Liquidität durch die EZB im Jahr 2008 negativ auf das Volumen der privaten Kredite aus. Ab 2008 ist zwar die Geldpolitik durch Expansion geprägt, kann aber nicht die privaten Haushaltskredite stimulieren. Zudem wirkte die Einführung außergewöhnlicher Liquiditätszufuhren durch die EZB für die Banken wie eine Bestätigung ihrer Sicht, dass Stress im System vorhanden war. Die Banken, getrieben durch die gesamtwirtschaftlichen Unsicherheiten, führten ihre Kreditvergabe zurück und horteten stattdessen die von der Zentralbank erhaltene Liquidität oder verwendeten diese anderweitig. Damit kam es zu einer Reduktion der Kredite an private Haushalte, besonders stark in den Jahren 2008 und 2009.

Betrachtet man zusammenfassend die zeitliche Entwicklung der Reaktion des Kreditvolumens an private Haushalte auf eine Veränderung der Zentralbank-

## Reaktion der privaten Haushaltskredite im Euroraum

Abbildung 2

Stärke der zeitlichen Reaktion des Kreditvolumens der privaten Haushalte in Prozent auf eine Erhöhung der Liquidität durch die EZB in Höhe von einer Standardabweichung



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln



<http://link.iwkoeln.de/iw-trends15-01-06-02>

liquidität, ergibt sich das folgende Bild: Diese Kredite reagierten vor der Finanzkrise positiv auf eine Veränderung der durch die Zentralbank bereitgestellten Liquidität. Bis Ende des Jahres 2006 führte eine Veränderung der Zentralbankliquidität mit Verzögerungen zu einer gleichgerichteten Veränderung der Kredite an private Haushalte, wobei die stärksten positiven Reaktionen in den Jahren 2003 bis Ende 2005 waren. Da diese Phase sowohl expansive als auch restriktive Geldpolitik aufwies, kann für diesen Zeitraum von einem funktionierenden geldpolitischen Transmissionsmechanismus gesprochen werden. Wann immer die Zentralbank die Liquidität anhub, erhöhte sich tendenziell auch das Volumen an privaten Haushaltskrediten und umgekehrt. Diese Reaktionen waren aber zeitverzögert – was an dem unterschiedlichen Niveau der Linien sichtbar wird. Es dauert also, bis die zusätzliche Liquidität das Kreditvolumen stimulieren kann. Ab der Finanzkrise 2008 kam es dann zu einer deutlichen Reduktion der Kredite an die privaten Haushalte trotz zusätzlicher Zentralbankliquidität. Diese Phase zeigte eine deutliche Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Die zusätzliche Liquidität seit Ende des Jahres 2008 bis Mitte 2010 wurde von den europäischen Banken nicht an die privaten Haushalte in Form von Krediten

weitergereicht oder nicht von den privaten Haushalten nachgefragt. Ab 2012 war diese negative Reaktion deutlich abgeschwächt und Ende des Jahres 2013 war wieder ein normaler Transmissionsmechanismus zu erkennen, da es nach einer Erhöhung der Zentralbankliquidität wieder zu einem Anstieg des Volumens von privaten Krediten kam. Jedoch war die Wirkung der Liquidität auf dieses Volumen weit schwächer als vor der Krise. Dies ist besonders vor dem Hintergrund der fallenden Haushaltskredite seit Mitte 2011 kritisch zu sehen. Zwar galt wieder der normale Transmissionsmechanismus, dieser führte jedoch dazu, dass sich bei einer eventuellen Rückführung der Zentralbankliquidität auch das Volumen der privaten Kredite reduzierte.

## 2. Unternehmenskredite

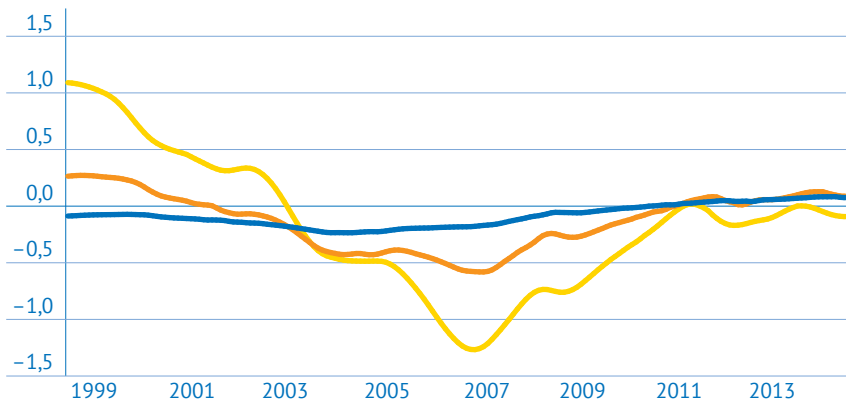
Abbildung 3 veranschaulicht die zeitliche Entwicklung der Reaktion des Volumens von Unternehmenskrediten im Euroraum auf die Veränderung der Liquidität durch die EZB. Qualitativ weisen die Impuls-Antwort-Funktionen der Unternehmenskredite ein ähnliches Bild auf wie die privaten Haushaltskredite. Ein Unterschied ist jedoch, dass die Phase, in der der geldpolitische Transmissi-

### Reaktion der Unternehmenskredite im Euroraum

Abbildung 3

Stärke der zeitlichen Reaktion des Kreditvolumens der Unternehmen in Prozent auf eine Erhöhung der Liquidität durch die EZB in Höhe von einer Standardabweichung

— Reaktion nach 3 Monaten    — Reaktion nach 6 Monaten    — Reaktion nach 12 Monaten



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln

onsmechanismus gestört war, länger und stärker ausfiel. Bereits Mitte 2003 bis 2014 führten die Liquiditätsmaßnahmen der EZB nicht zu einer Ausweitung des Volumens an Unternehmenskrediten. Vielmehr war der normale Transmissionsmechanismus gestört. In Phasen einer Liquiditätserhöhung kam es sogar zu einer Reduktion der Unternehmenskredite. Dies wurde in den Jahren 2003 bis 2011 deutlich. Auch hatte der starke Liquiditätssprung im Jahr 2008 keinen wesentlich positiven Effekt auf die ohnehin bereits seit 2007 stark angestiegenen Unternehmenskredite.

Zum einen fiel im Euroraum im Zeitraum Ende 2008 bis Ende 2013 die Unternehmensverschuldung im Verhältnis zum Gesamtkapital von 76 Prozent auf 70 Prozent. Es kamen also vonseiten der Nachfrage negative Impulse für das Kreditvolumen. Zum anderen verschärfen sich im gleichen Zeitraum die Kreditkonditionen aufgrund gesamtwirtschaftlicher Unsicherheiten, was einen negativen Angebotseffekt aufseiten der Banken darstellte. Dass die Kreditreduktion bei den privaten Haushalten geringer ausfiel, lag vermutlich daran, dass die Mehrzahl privater Kredite Hypothekenkredite waren und die Hauspreise im Euroraum im Durchschnitt vor 2008 stark anstiegen. Auch bei den Firmenkrediten ist zu erkennen, dass sich nach 2010 die Transmission in Richtung eines normalen geldpolitischen Transmissionsmechanismus bewegte. Jedoch wirkten die Liquiditätsmaßnahmen immer noch schwach negativ auf das Volumen der Unternehmenskredite im Gegensatz zu der Phase vor 2003, in der eine expansive Geldpolitik erfolgreich das Kreditvolumen erhöhen konnte. Die Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbank sind offensichtlich (noch) nicht in der Realwirtschaft angekommen: teils aufgrund geringerer Nachfrage, teils aufgrund des verringerten Angebots. Dies lässt die Vermutung zu, dass die europäische Wirtschaft derzeit Züge einer Liquiditätsfalle aufweist. Das eigentliche Ziel, die wirtschaftliche Lage der europäischen Unternehmen durch stärkere Kreditvergabe zu verbessern, ist also (noch) nicht erreicht worden.

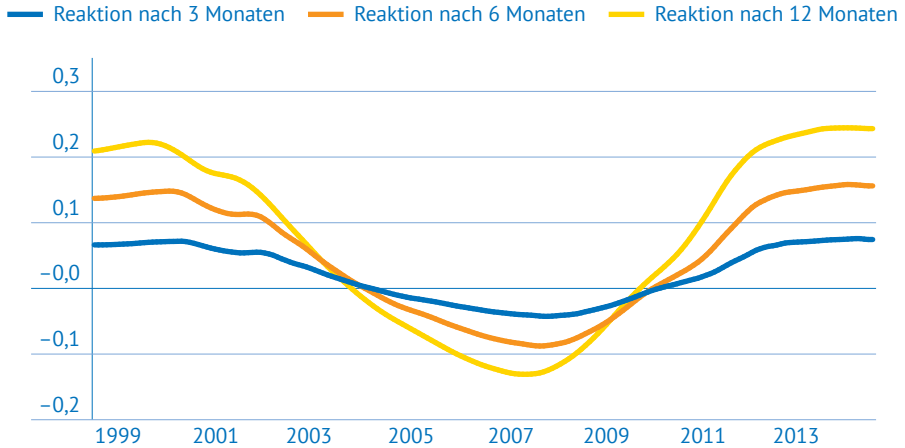
### 3. Interbankenkredite

Im Gegensatz zu den Krediten an die Realwirtschaft ist auf dem Interbankenmarkt am aktuellen Rand weder eine Liquiditätsfalle noch ein gestörter geldpolitischer Transmissionsmechanismus zu beobachten. Vor allem nach der Finanzmarktkrise konnte ein positiver Liquiditätsschock zu einem deutlichen Anstieg der

## Reaktion der Interbankenkredite im Euroraum

Abbildung 4

Stärke der zeitlichen Reaktion des Kreditvolumens am Interbankenmarkt in Prozent auf eine Erhöhung der Liquidität durch die EZB in Höhe von einer Standardabweichung



Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln



<http://link.iwkoeln.de/iw-trends15-01-06-04>

Kreditvergabe zwischen den Banken führen. Die Unsicherheit zwischen den Banken, ausgelöst durch die Finanzkrise in den USA, die sich im Horten von Liquidität durch die Banken kenntlich machte (Abbildung 1a), konnte durch das geldpolitische Instrument der Liquiditätszuführung gemildert werden. Interessant hierbei ist, dass im Zeitraum Ende 2006 bis Mitte 2008, in der die Zentralbank eine liquiditätszurückführende Geldpolitik betrieb, die Kredite zwischen den Banken über ihr Trendniveau anstiegen. Zwar fielen sie in der Krise, stabilisierten sich jedoch in den folgenden Monaten über ihr Trendniveau, bis es 2013 zu einem deutlichen Rückgang der Kredite kam. Dieser wurde ausgelöst durch eine Zurückführung der Zentralbankliquidität in jenem Jahr. Dies wirkte sich auch deutlich negativ auf die Steigung des Trends aus.

Zudem veränderte sich die Wirkung der Liquiditätsmaßnahmen auf die Interbankenkredite stark über die Zeit, sodass nach der Finanzkrise nicht nur das Niveau von vor der Krise erreicht wurde, sondern sogar eine leicht stärkere geldpolitische Transmission zu erkennen war (Abbildung 4). Der stärkere Einfluss der Liquiditätsmaßnahmen auf die Kreditvergabe am Interbankenmarkt über-

setzte sich auch in eine starke Abhängigkeit des Interbankenmarktes von Liquiditätsmaßnahmen der Zentralbank. Dies ist besonders am aktuellen Rand zu beobachten. Die Verringerung der durch die Zentralbank bereitgestellten Liquidität im Jahr 2014 führte zu einer deutlichen Reduktion der Kredite auf dem Interbankenmarkt (s. Abbildung 1d). Insgesamt ist festzuhalten, dass die EZB in den letzten Monaten einen immer stärkeren Einfluss auf den Interbankenmarkt erhielt, vor allem im Vergleich zu den Jahren 2004 bis 2010. Eine Bilanzverlängerung der EZB würde daher jetzt den Interbankenmarkt stimulieren, da derzeit der normale geldpolitische Transmissionsmechanismus wirkt.

## Fazit

Die Annahme konstanter Wirkungsmechanismen der Geldpolitik auf das Kreditvolumen in Europa kann widerlegt werden. Die Transmissionsmechanismen der Zentralbankpolitik schwanken stark über die Zeit. Es ist wichtig, bei der Bewertung der Effektivität von geldpolitischen Maßnahmen zeitliche Veränderungen in der Wirkung von Liquiditätsmaßnahmen mithilfe von einem TVP-VAR-Modell zu erfassen. Es ist zu erkennen, dass sich über die Zeit die Wirkung einer Steigerung der von der EZB ausgegebenen Liquidität auf das Kreditvolumen in Europa deutlich veränderte. In allen Kreditbereichen, unabhängig davon, ob es sich um Kredite an private Haushalte, Unternehmen oder an andere Banken handelt, hängt die Stärke der Umwandlung von Liquidität in Kredite von dem betrachteten Zeitpunkt ab. Vor der Finanzkrise 2008 war ein weitgehend normaler Transmissionsmechanismus zu beobachten, der dazu führte, dass eine höhere Liquidität überwiegend stimulierend auf das Kreditvolumen wirkte. Dagegen nahm kurz vor und besonders in der Krise diese positive Transmission ab. Sie wurde sogar negativ – begleitet von einer Liquiditätshortung aufseiten der Banken und einer Rückführung der Unternehmensverschuldung. Nach der Finanzkrise stellte sich nur auf dem Interbankenmarkt der alte Transmissionsmechanismus wieder her. Das Kreditvolumen der Realwirtschaft weist dagegen immer noch einen gestörten Wirkungskanal auf, wobei das Volumen der Unternehmenskredite am stärksten von dieser Störung betroffen war. Es ist daher zu vermuten, dass derzeit eine Ausweitung der Zentralbankbilanz besonders den Interbankenmarkt stimulieren, jedoch nicht signifikant unmittelbar das Volumen der realwirtschaftlichen Kredite erhöhen würde. Dennoch besteht die Möglichkeit einer verzögerten positiven Transmission auf das Volumen der Kredite in der Realwirtschaft.

## Literatur

Bendel, Daniel, 2015, Die Effektivität der EZB-Liquiditätsmaßnahmen zur Steigerung der Kreditgeschäfte im Euroraum – Darstellung der Schätzmethode, IW-Methodenpapier, Köln

Boeckx, Jef / Dossche, Maarten / Peersman, Gert, 2014, Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies, CESIFO Working Paper, Nr. 4907, München

Carpenter, Seth / Demiralp, Selva / Eisenschmidt, Jens, 2014, The effectiveness of non-standard monetary policy in addressing liquidity risk during the financial crisis: The experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank, in: Journal of Economic Dynamic and Control, Nr. 43, S. 107–129

Hristov, Nikolay / Hülsewig, Oliver / Siemsen, Thomas / Wollmershäuser, Timo, 2014, Smells Like Fiscal Policy? Assessing the Potential Effectiveness of the ECB's OMT Program, in: CESIFO Working Paper, Nr. 4628, München

Hüther, Michael, 2014, Niedrige Zinsen – gesamtwirtschaftliche Ursachen und Folgen, Wirtschaftsdienst, 94. Jg., Nr. 9, S. 611–630

## The Effectiveness of the ECB's Liquidity Measures in Stimulating Credit Transactions in the Eurozone

Since the global finance market crisis of 2007 the European Central Bank has implemented a number of extraordinary steps to expand liquidity. The Bank's objective has been to reduce uncertainty in the interbank market and to stimulate stagnant bank lending to the real economy in the Eurozone. With the help of a TVP VAR model the author examines how the effect of Central Bank liquidity on European lending volumes has changed over time. The financial crisis disrupted the normal transmission mechanism for the credit volume of private households, companies and banks, and in its aftermath normal transmission was only resumed for the volume of bank lending. At present, an expansion of the Central Bank's balance sheets is particularly stimulating the interbank market but is having no direct influence on the volume of borrowing in the real economy. Nevertheless, there may yet be a delayed transmission with a positive effect on the volume of private-sector lending.

IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 42. Jahrgang, Heft 1/2015; ISSN 0941-6838 (Printversion); ISSN 1864-810X (Onlineversion). Rechte für den Nachdruck oder die elektronische Verwertung erhalten Sie über [lizenzen@iwkoeln.de](mailto:lizenzen@iwkoeln.de), die erforderlichen Rechte für elektronische Pressespiegel unter [www.pressemonitor.de](http://www.pressemonitor.de) © 2015, IW Medien GmbH, Köln; DOI: 10.2373/1864-810X.15-01-06