

Demary, Markus; Matthes, Jürgen

Working Paper

Die EZB auf Abwegen? Teil 1: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB - eine Bestandsaufnahme

IW Policy Paper, No. 13/2013

Provided in Cooperation with:

German Economic Institute (IW), Cologne

Suggested Citation: Demary, Markus; Matthes, Jürgen (2013) : Die EZB auf Abwegen? Teil 1: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB - eine Bestandsaufnahme, IW Policy Paper, No. 13/2013, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/82621>

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.

IW policy paper - 13/2013

Aktuelle politische Debattenbeiträge aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln

EZB auf Abwegen?

Teil 1: Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB – eine Bestandsaufnahme

Autoren: Dr. Markus Demary / Jürgen Matthes

Tel. 0221/4981-732 demary@iwkoeln.de

Tel. 0221/4981-754 matthes@iwkoeln.de

Abstract

Die Europäische Zentralbank (EZB) musste im Verlauf der Euro-Schuldenkrise zu ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen greifen. Diese wurden in der Öffentlichkeit kontrovers wahrgenommen. Die Autoren dieses Policy Papers argumentieren, dass die EZB nicht nur aufgrund der Nullzinsschranke diese zusätzlichen Maßnahmen ergreifen musste, sondern auch, weil die beiden für die Eurozone maßgeblichen geldpolitischen Übertragungswege, der Zinskanal und der Bankkreditkanal, gestört waren. Die Störung des Zinskanals resultierte aufgrund von Austritterwartungen aus der Eurozone bezüglich der hochverschuldeten Länder, so dass die langfristigen Zinsen nicht auf die Leitzinssenkung der EZB reagierten, sondern stattdessen stiegen. Die Störung des Bankkreditkanals resultiert aufgrund von unterkapitalisierten Banken, die durch die Wertverluste bei den Staatsanleihen Bewertungsverluste verbuchten und aufgrund der Abschreibungsverluste auf ihr Eigenkapital ihre Kreditvergabe reduzierten. Die Autoren kommen zu dem Schluss, dass die EZB durch ihre unkonventionellen Maßnahmen eine Kreditklemme verhindern konnte, dass hiermit aber eine mögliche zukünftige Umverteilung von Risiken in der Eurozone verbunden ist.

1. Die Geldpolitik des Eurosystems vor und während der Krise

Um zu verstehen, warum die EZB im Rahmen der Euro-Schuldenkrise zu unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen greifen musste, werden zuerst die Aufgaben und Ziele der EZB vor dem Hintergrund der ökonomischen Rahmenbedingungen vor und während der Krise dargestellt.¹

Zu den Aufgaben der EZB gehören gemäß Artikel 127, Absatz 2 AEUV:

- Die Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets festzulegen und auszuführen,
- Devisengeschäfte durchzuführen,
- die offiziellen Währungsreserven festzuhalten und zu verwalten,
- das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern und
- die Ausgabe von Banknoten innerhalb des Währungsraums zu genehmigen.

Während die EZB selbst die Geldpolitik festlegt, so führen die nationalen Zentralbanken diese auf Anweisung der EZB durch. Zusammen mit der EZB bilden sie das Europäische System der Zentralbanken oder kurz Eurosystem. Die Aufgabe der EZB im Eurosystem liegt bei dem Management des Eurosystems, die Aufgabe der nationalen Zentralbanken in der Durchführung der Geldpolitik im Auftrag der EZB. Oberstes Entscheidungsgremium ist der EZB-Rat, der sich aus einem

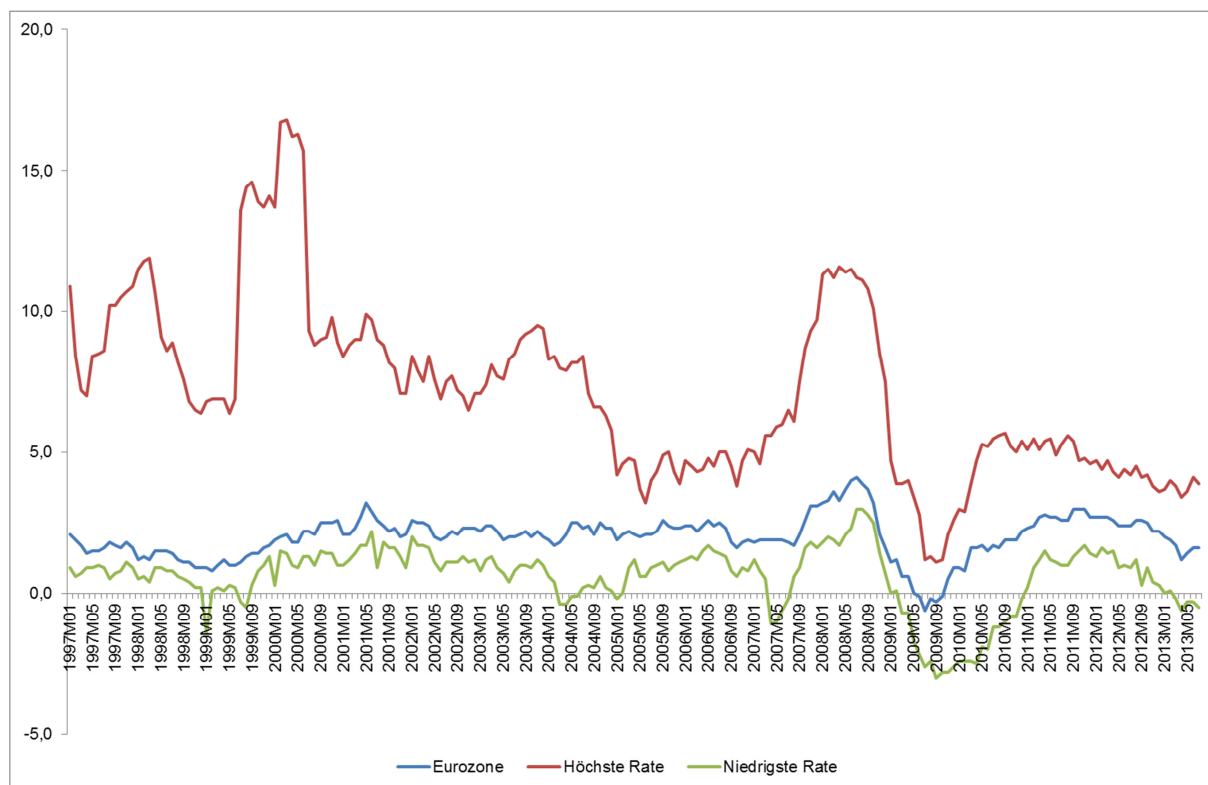
¹ Diese Studie ist das erste von mehreren IW policy paper zur Frage, ob sich die EZB mit ihrer unkonventionellen Geldpolitik und vor allem mit den Staatsanleihekaufprogrammen auf Abwegen befindet.

Präsidenten, einem Vize-Präsidenten, vier Direktoriumsmitgliedern sowie den Präsidenten der 17 nationalen Zentralbanken des Eurosystems zusammensetzt. Im EZB-Rat sollten nationale Interessen eigentlich keine Rolle spielen, da dieser nur der Eurozone als Ganzes verpflichtet ist.

Vorrangiges Ziel der EZB ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Soweit es ohne eine Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, darf die EZB aber die allgemeine Wirtschaftspolitik der Europäischen Union unterstützen. Als Preisstabilität definiert die EZB einen mittelfristigen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euro-Währungsgebiet von unter, aber nahe 2 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Die EZB strebt somit keine niedrigen Inflationsraten in jedem einzelnen Mitgliedsland an, sondern sie strebt eine niedrige durchschnittliche Inflationsrate über die 17 Mitgliedstaaten an.

Um die Geldpolitik der EZB vor und während der Krise im Rahmen ihres Ziels der Geldwertstabilität zu verstehen, ist ein Blick auf die Inflationsrate des HVPI notwendig (Abbildung 1). Die Inflation im Euroraum erreichte seit dessen Bestehen keine größeren Werte. Zudem haben sich die Inflationsraten der Mitgliedsländer im Zeitablauf stabilisiert, d. h. der Abstand zwischen der höchsten und der niedrigsten nationalen Inflationsrate im Euroraum ist im Zeitablauf gesunken. Seit Mitte 2009 ist dieser Korridor trotz Krise weitestgehend konstant. Die Daten zeigen, dass Inflation kein Problem für die Eurozone darstellt bzw. dass die im weiteren Verlauf des Papiers analysierten ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen trotz ihres stark expansiven Charakters bisher nicht zu Inflation geführt haben. Die Inflationsrate der Eurozone lag zwar im Jahr 2008 kurzzeitig bei 4 Prozent, es entstanden aber bisher keine anhaltenden Inflationsgefahren. Vielmehr zeigten sich Mitte 2009 Deflationsgefahren in einigen Mitgliedsländern sowie der Eurozone als Ganzes. Seit Anfang 2013 hat sich die Inflationsrate bei Werten in der Nähe von unter 2 Prozent stabilisiert. Die Konsensprognose für die Inflationsrate des Euroraums des Survey of Professional Forecasters der EZB liegt für die Jahre 2013 und 2014 bei 1,5 Prozent und für die Jahre 2015 und 2018 bei 1,8 Prozent und 2,0 Prozent. Alles in allem deuten die Daten auf Preisstabilität im Euroraum hin. D. h. ihr primäres Ziel der Geldpolitik, nämlich die Sicherung der Geldwertstabilität, hat die EZB während der Euro-Schuldenkrise durchaus erfüllt und die Experten gehen davon aus, dass dies auch in näherer Zukunft so bleibt.

Abbildung 1: Inflationsraten in der Eurozone



Quelle: Eurostat

Warum die ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen nicht inflationär gewirkt haben, zeigt ein Blick auf die Entwicklung der Zentralbankgeldmenge und die für die Inflation maßgebliche Entwicklung des Geldmengenaggregats M3 (Abbildung 2). Die Zentralbankgeldmenge, auch Geldbasis genannt, entsteht aus der Interaktion der Banken mit der Zentralbank. Diese Geldmenge setzt sich zusammen aus Bargeld und den Einlagen der Banken bei der EZB. Die umlaufende Geldmenge M3 entsteht hingegen aus der Interaktion der Banken mit den Unternehmen und Haushalten. Sie setzt sich aus dem Bargeld, den Einlagen der Unternehmen und Haushalte bei den Banken, kurzfristigen Termineinlagen bei den Banken, Geldmarktfonds und Geldmarktpapieren, kurzfristigen Interbankengeschäften (Repos) sowie kurzfristigen Bankschuldverschreibungen zusammen. Bis September 2008 wuchs die umlaufende Geldmenge M3 etwas stärker als ihr Referenzwert. Der Referenzwert für das Wachstum der Geldmenge beträgt 4,5 Prozent pro Jahr und gilt als vereinbar mit einer Inflationsrate von unter, aber nahe von 2 Prozent. Die Geldbasis und die Geldmenge M3 verliefen bis dahin nahezu parallel.

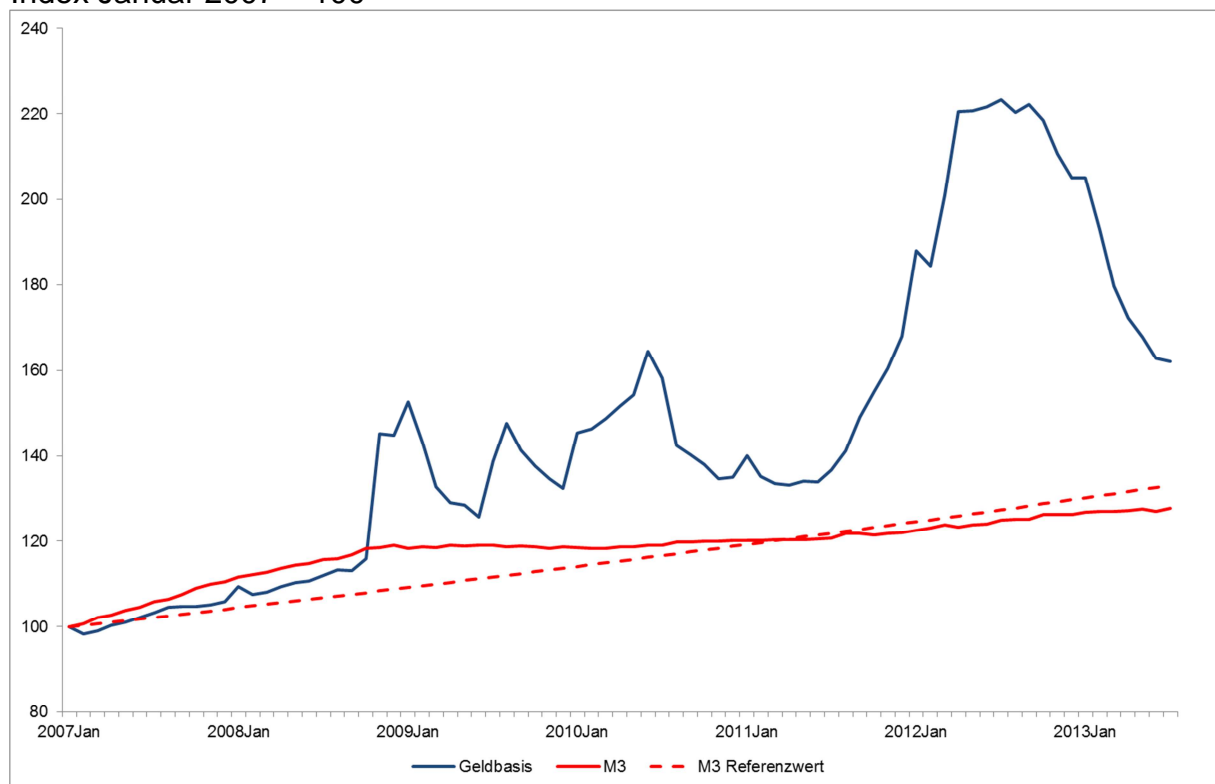
Nach dem Zusammenbruch der Investment Bank Lehman Brothers am 15. September 2008 und der sich dann entwickelnden Bankenkrise änderte sich die Geldpolitik der EZB. Die EZB folgte den Zentralbanken der anderen Länder mit einer expansiveren Liquiditätspolitik und einer damit einhergehenden Ausweitung ihrer Bilanzsumme. Am 15.10.2008 beschloss der EZB-Rat bei der wöchentlichen

Refinanzierungsgeschäften auch Sicherheiten von geringerer Bonität zu akzeptieren. Es folgten weitere expansive geldpolitische Maßnahmen, die in einem späteren Kapitel vorgestellt werden. Diese führten aber lediglich zu einem Anstieg der Zentralbankgeldmenge, während sich die umlaufende Geldmenge M3 sogar schwächer als ihr Referenzwert entwickelte.

Der Grund hierfür ist, dass sich die Banken zwar nun zu einem günstigen Zinssatz sehr viel Geld bei der EZB ausleihen konnten, dieses aber nicht weiterverliehen. Da das Geld im Bankensystem blieb und nicht in die Wirtschaft floss, stieg lediglich die Zentralbankgeldmenge deutlich, zog die umlaufende Geldmenge M3 aber nicht mit, so dass kein inflationärer Druck aus den ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen resultierte. Damit wird aber auch die Natur der ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen klar. Sie dienen der Stützung des angeschlagenen Bankensystems und weniger der Ausweitung der aggregierten Nachfrage. Seit September 2012 sinkt die Zentralbankgeldmenge wieder, was aus einer Beruhigung der Bankenkrise resultiert.

Abbildung 2: Zentralbankgeldmenge und umlaufende Geldmenge M3 im Euroraum

Index Januar 2007 = 100



Quelle: Europäische Zentralbank

Für das Verständnis der ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen ist ein kurzer Blick auf die Zusammensetzung des Eurosystems anhand der Verteilung der Höhe der Bilanzsummen der nationalen Zentralbanken notwendig (Tabelle 1). Diese entsprachen auch noch im Jahr 2012 in etwa der Verteilung des gezeichneten Kapitals des Eurosystems im Jahr 1999.² Die Ausweitung der Bilanzsumme des Eurosystems im Rahmen der ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen erfolgte somit nicht wesentlich durch die einseitige Ausweitung der Bilanzsummen von einzelnen nationalen Zentralbanken (NZB), sondern grosso modo und mit wenigen Ausnahmen in etwa anteilig durch alle NZB gemäß ihrer Kapitalanteile am Eurosystem.

Tabelle 1: Die Struktur des Eurosystems

	Gezeichnetes Kapital in Mio. Euro, 1999	Gezeichnetes Kapital in Prozent	Bilanzsumme in Mio. Euro, 2012	Bilanz- summe in Prozent
Nationale Bank van België	262	3,5	109.753	2,6
Deutsche Bundesbank	2.031	27,0	1.025.306	24,0
Eesti Pank	19	0,3	4.282	0,1
Banc Ceannais na Éireann	120	1,6	137.486	3,2
Bank of Greece	211	2,8	159.788	3,7
Banco de España	893	11,9	549.683	12,9
Banque de France	1.530	20,3	731.781	17,1
Banca d'Italia	1.349	17,9	609.973	14,3
Central Bank of Cyprus	14	0,2	15.054	0,4
Banque centrale du Luxembourg	19	0,3	120.420	2,8
Bank Ċentrali ta' Malta	7	0,1	3.603	0,1
De Nederlandsche Bank	429	5,7	254.392	6,0
Oesterreichische Nationalbank	210	2,8	109.369	2,6
Banco de Portugal	191	2,5	110.036 ¹	2,6
Banka Slovenije	35	0,5	894	0,0
Národná banka Slovenska	75	1,0	24.702	0,6
Suomen Pankki	135	1,8	101.182	2,4
Europäische Zentralbank			207.286	4,8
Eurosystem Insgesamt	7.529,7	100,0	5.365.315	100,0

¹ Wert des Vorjahres

Quellen: EZB, Geschäftsberichte der nationalen Zentralbanken

Fallen die gekauften Wertpapiere aus, so dürften die möglichen Verluste (nach Verwertung von Sicherheiten) gemäß den Kapitalanteilen der NZB am Eurosystem geteilt werden. Die Deutsche Bundesbank würde einen Anteil von rund 27 Prozent

² Die Verteilung des gezeichneten Kapital wurde im Jahr 1999 durch die Formel $\frac{1}{2}$ Anteil des Bruttoinlandsprodukts des Landes am Bruttoinlandsprodukt der Eurozone + $\frac{1}{2}$ Anteil der Bevölkerung des Landes an der Bevölkerung der Eurozone ermittelt.

des Verlustes übernehmen und beispielsweise die Banca d'Italia rund 18 Prozent. Aufgrund dieser Konstruktion des Eurosystems ist grundsätzlich eine Umverteilung von Risiken möglich, beispielsweise wenn das Eurosystem ausschließlich italienische Staatsanleihen kaufen würde und diese ausfallen würden. Eine Umverteilung würde es nur dann nicht geben, wenn das Eurosystem ein Portfolio aus Staatsanleihen des Euroraums erwerben würde, bei dem die Portfoliogewichte den Kapitalschlüsseln des Eurosystems entsprechen. Diese Zusammenhänge sind für die weitere Analyse und Bewertung der ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems wichtig.

2. Geldpolitische Übertragungswege

Bevor die ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen der EZB erklärt und bewertet werden, ist es sinnvoll, die Übertragungswege von geldpolitischen Maßnahmen auf die Gesamtwirtschaft zu erläutern und zu prüfen, ob diese Übertragungswege durch die Banken- und Staatsschuldenkrisen im Euroraum gestört sind oder waren. Denn eine Abweichung von der konventionellen Geldpolitik durch die EZB lässt sich dann grundsätzlich rechtfertigen, falls einer oder mehrere der Übertragungswege gestört sind. Die Übertragung geldpolitischer Impulse kann über Zinsen, Vermögenspreise oder aber über Banken und deren Kreditvergabe verlaufen. In der Literatur werden die geldpolitischen Übertragungswege als Zinskanal, Vermögenspreiskanal und Kreditkanal bezeichnet. Im Folgenden wird ausschließlich der Effekt einer expansiven Geldpolitik beschrieben.

2.1 Zinskanal

Beim Zinskanal läuft die Übertragung einer expansiven Geldpolitik auf die aggregierte Nachfrage über die Laufzeitstruktur der realen Zinsen.³ Obwohl die Geldpolitik den stärksten Einfluss auf die kurzfristigen Zinsen hat, so hat sie auch einen gewissen Einfluss auf Zinsen mit längerer Laufzeit. Die Erwartungshypothese der Zinsstruktur impliziert unter gewissen Annahmen,⁴ dass sich der langfristige Zins als Durchschnitt über die erwarteten zukünftigen kurzfristigen Zinsen ergibt. Erwarten die Marktteilnehmer, dass die Zentralbank ihren kurzfristigen Leitzins für längere Zeit niedrig halten wird, so werden in der Regel auch die längerfristigen Zinsen sinken. Dieser Zins beeinflusst die Investitionsentscheidungen der Wirtschaftssubjekte. Der Investitionsbegriff kann dabei weiter gefasst werden, da die langfristigen realen

³ Die Geldpolitik hat einen Einfluss auf die realen (inflationsbereinigten) Zinsen, da Preise in der kurzen Frist rigide sind und sich nicht schnell genug an das neue monetäre Umfeld anpassen können.

⁴ Dazu gehören die Annahmen, dass eine Investition in mehrere aufeinanderfolgende kurzfristige Anlagen und eine Investition in eine längerfristige Anlage perfekte Substitute sind sowie dass uneingeschränkte Arbitrage möglich ist.

Zinsen nicht nur einen Einfluss auf die Investitionen der Unternehmen haben, sondern auch auf die Ausgaben der Haushalte für langlebige Konsumgüter und die Investitionen in Wohnraum. Indem eine expansive Geldpolitik die langfristigen realen Zinsen senkt, stimuliert sie die Investitionsnachfrage der Unternehmen, Investitionen in Wohnraum sowie Ausgaben für langlebige Konsumgüter und darüber die aggregierte Nachfrage.

Störungen des Zinskanals lägen dann vor, wenn der Markt das Arbitragegleichgewicht zwischen den kurzfristigen und den langfristigen Zinsen nicht herstellen kann. Dies wäre dann der Fall, wenn eine Leitzinssenkung der EZB nicht zu niedrigeren langfristigen Zinsen führen würde bzw. wenn auf eine Leitzinsänderung ein Anstieg der langfristigen Zinsen folgen würde, etwa weil die Marktteilnehmer irrational hohe Risikoaufschläge verlangen würden. In diesem Fall kommt die Leitzinsänderung der Zentralbank nicht bei den Unternehmen und Haushalten an. Die konventionelle Geldpolitik wäre dann machtlos und müsste zu alternativen Instrumenten greifen. In Kapitel 3 wird geprüft, ob es in einigen Euro-Mitgliedsländern zu einem Zusammenbruch des Zinskanals durch solch hohe Risikoaufschlägen bei Staatsanleihen kam.

2.2 Vermögenspreiskanäle

Die Vermögenspreiskanäle unterscheiden sich hinsichtlich der Art der Vermögenspreise. Zu diesen Übertragungswegen geldpolitischer Impulse gehören der Wechselkurskanal, der Aktienkurskanal sowie der Immobilienpreiskanal.

Wechselkurskanal

Die expansive Geldpolitik führt zu niedrigeren heimischen realen Zinsen. Damit werden heimische Anlagen weniger attraktiv im Vergleich zu ausländischen Anlagen. Dies führt zu Portfolioumschichtungen bei international tätigen Anlegern. Aufgrund der niedrigeren heimischen Zinsen sichten sie ihr Portfolio zu Gunsten der ausländischen Kapitalanlagen um und fragen deshalb weniger inländische und mehr ausländische Währungen nach. Dies führt zu einer Abwertung der heimischen Währung, wodurch sich die heimischen Exportgüter für das Ausland verbilligen. In der Folge kommt es zu einem Anstieg der Auslandsnachfrage nach heimischen Gütern und damit zu einem Anstieg der aggregierten Nachfrage.

Der Wechselkurskanal ist dann gestört, wenn sich die Wechselkursentwicklung stark von der inländischen und ausländischen Zinsentwicklung abkoppeln würde. Da sich Wechselkurse teilweise sehr stark von ihren ökonomischen Fundamentaldaten lösen können, spielt der Wechselkurskanal als Übertragungsmechanismus für geldpolitische Impulse eine eher untergeordnete Rolle. Vor dem Hintergrund, dass

alle großen Zentralbanken mit Zinssenkungen auf die internationale Finanzkrise reagiert haben und bis heute noch nicht aus der Niedrigzinspolitik herausgefunden haben, konnten auch keine maßgeblichen Wechselkursänderungen aufgrund von Zinsdifferenzen beobachtet werden. Für die weitere Analyse der Geldpolitik der EZB spielt dieser Kanal somit keine relevante Rolle.

Aktienkurskanal

Beim Aktienkurskanal beeinflusst der geldpolitische Impuls die Aktienkurse und setzt den Unternehmen dadurch Investitionsanreize sowie den Haushalten Anreize zu höheren Konsumausgaben. Zwei Theorien erklären den Effekt der Geldpolitik hinsichtlich des Aktienkurskanals: Tobin's-Q-Theorie sowie die Vermögenseffekte von Aktienkursänderungen auf den Konsum.

Tobin's-Q ist definiert als das Marktwert-Substanzwert-Verhältnis eines Unternehmens. Der Marktwert des Unternehmens setzt sich aus der Aktienkapitalisierung zuzüglich der Verbindlichkeiten des Unternehmens zusammen, während der Substanzwert als Wiederbeschaffungskosten aller Vermögenspositionen definiert ist. Wenn Q einen hohen Wert hat, so ist der Marktwert des Unternehmens höher als die Wiederbeschaffungskosten der Vermögenspositionen, was dem Unternehmen günstige Finanzierungsbedingungen über die Emission von Aktien verschafft. Wenn Unternehmen mit einem hohen Wert von Tobin's-Q Aktien emittieren, bekommen sie zu einem guten Preis Eigenkapital und können damit günstig Anlageinvestitionen tätigen. Die Investitionsnachfrage steigt somit bei einem hohen Wert von Q, da die Unternehmen mit wenig zusätzlichem Eigenkapital vergleichsweise viele Investitionsgüter erwerben können. Wenn Q einen niedrigen Wert hat, dann wird auch die Investitionsnachfrage in der Regel niedrig ausfallen. Die Unternehmen können dann altes Kapital in Form einer Firmenübernahme günstiger erwerben als neue Investitionsgüter.

Der Transmissionsmechanismus über Tobin's Q läuft wie folgt: Eine expansive Geldpolitik macht Investitionen in Anleihen weniger attraktiv gegenüber Investitionen in Aktien. Durch die zusätzliche Nachfrage nach Aktien steigt deren Kurs, wodurch Tobin's Q steigt. Die Unternehmen können dann durch die Emission zusätzlicher Aktien günstig Investitionen finanzieren. Mit der Investitionsnachfrage steigt dann auch die aggregierte Nachfrage.

Der Vermögenseffekt auf den Konsum durch eine Kursänderung der Aktien beruht auf der Lebenszyklus-Theorie von Modigliani. Nach dieser Theorie hängen die Konsumausgaben von den finanziellen Ressourcen des Haushalts über dessen Lebenszyklus ab. Die finanziellen Ressourcen sind wiederum durch Humankapital, Realkapital und dem Geldvermögen der Haushaltsmitglieder bestimmt. Zu Letzterem zählen auch Aktien. Wenn nun die Aktienkurse im Zuge einer expansiven Geldpolitik

steigen, fühlt sich der Haushalt vermögender und kann seine Konsumausgaben erhöhen. Hierdurch steigt wiederum die aggregierte Nachfrage.

Beim Aktienkurskanal läuft die Transmission geldpolitischer Impulse nicht über Banken zu den Unternehmen und Haushalten, sondern über den Aktienmarkt. Er ist dann gestört, wenn die Aktienkurse nicht auf Änderungen der Zinsen reagieren. Im Zuge der Niedrigzinspolitik der Zentralbanken sind die Aktienindizes in die Höhe geschossen. Eine Störung des Aktienkurskanals liegt in der Eurozone eher nicht vor.

Immobilienpreiskanal

Sowohl die Q-Theorie als auch die Lebenszyklustheorie können auf Immobilien übertragen werden. Werden durch eine expansive Geldpolitik Anleihen weniger attraktiv, so steigt der Preis für Immobilien. Ein Preisanstieg der Immobilien bei gleichbleibenden Baukosten erhöht den Wert von Q, wodurch die Neubautätigkeit steigen sollte. Hierdurch steigt das Immobilienvermögen der Haushalte, wodurch sie ihre Konsumausgaben erhöhen können.

Wie auch der Aktienkurskanal läuft der Immobilienpreiskanal die geldpolitische Transmission nicht über Banken zu den Unternehmen und Haushalten, sondern über die Immobilienmärkte. Dieser Übertragungsweg kann beispielsweise durch einen starken Einbruch der Immobilienpreise gestört sein. Das Platzen der Immobilienblasen in Irland und Spanien kann zu einem Zusammenbruch dieses Kanals in diesen Ländern geführt haben.

2.3 Kreditkanäle

Bankkreditkanal

Beim Bankkreditkanal spielen Banken eine herausragende Rolle, da sie die Probleme mit asymmetrischen Informationen auf Kreditmärkten vermindern können. Diese Probleme beruhen darauf, dass der Kreditgeber nicht beobachten kann, ob der Kreditnehmer auch ausreichend gut wirtschaftet, um am Ende den Kredit wieder zurückzahlen zu können. Da Banken eine enge Beziehung zu ihren Kunden pflegen, können sie das Problem der asymmetrischen Information besser lösen als ein anonymer Kapitalmarkt. Dieser Kanal ist vor allem für die Eurozone relevant, da hier 75 Prozent der Unternehmensfinanzierung über Banken laufen und nur ein Viertel über den Kapitalmarkt. Über den Kapitalmarkt finanzieren sich vor allen die Großunternehmen, während die kleinen und mittelständischen Unternehmen langjährige Hausbankbeziehungen pflegen.

Einige Kreditnachfrager, wie kleine und mittelständische Unternehmen, haben aufgrund der asymmetrischen Information nur einen eingeschränkten Zugang zum Kapitalmarkt, weshalb sie bevorzugt bei Banken Kredit aufnehmen. Auf die

Finanzierungssituation dieser Unternehmen hat die Geldpolitik über den Bankkreditkanal einen größeren Einfluss als auf die Finanzierungssituation der größeren Unternehmen, denen auch über den Kapitalmarkt Zugang zu alternativen Formen der Finanzierung zur Verfügung steht.

Nach der Theorie des Bankkreditkanals werden die Banken durch die expansive Geldpolitik ihr Kreditangebot ausweiten. Durch die zusätzlichen Kredite können die Unternehmen ihre geplanten Investitionen finanzieren und die Haushalte ihre Konsumausgaben erhöhen.

Störungen des Bankkreditkanals sind besonders für die Eurozone relevant. Sie liegen im Falle einer Bankenkrise vor. Wenn die Banken durch große Verluste unterkapitalisiert sind, dann werden sie auch bei einer Leitzinssenkung nicht mit einer Ausweitung ihres Kreditangebots reagieren. Der Grund hierfür liegt darin, dass die Banken die Kredite mit Eigenkapital unterlegen müssen. Verfügen sie über zu wenig Eigenkapital, dann ist diese Kreditausweitung nicht möglich. Banken werden dann keine neue Kredite zu niedrigeren Zinsen vergeben, so dass die Leitzinssenkung der Zentralbank nicht bei den Unternehmen und Haushalten ankommt. In Kapitel 3 wird eine mögliche Störung des Bankkreditkanals in einigen Ländern der Eurozone genauer analysiert.

Bilanzkanal

Beim Bilanzkanal verläuft die Übertragung geldpolitischer Impulse nicht über Banken, sondern über den Kapitalmarkt. Auf den Kapitalmärkten existieren Probleme durch Adverse Selection und Moral Hazard. Adverse Selection in der Kreditvergabe entsteht dadurch, dass der Kreditgeber nicht die Finanzlage des Kreditnehmers kennt und deshalb nicht weiß, ob dieser den Kredit zurückzahlen kann. Der Kreditgeber wird deshalb eine Kreditsicherheit verlangen. Haben Unternehmen ein geringeres Nettovermögen, so haben sie geringere Kreditsicherheiten, die sie nutzen können, um einen Kredit zu bekommen. Sinkt also das Nettovermögen des Unternehmens, so verschärft sich das Adverse-Selection-Problem für das Unternehmen, wodurch sich der Zugang zu Finanzmitteln für das Unternehmen verschlechtert.

Bei einem geringeren Nettovermögen des Unternehmens steigen aber die Moral-Hazard-Probleme der Kreditvergabe. Bei einem geringeren Nettovermögen halten die Eigentümer weniger Eigenkapital an diesem Unternehmen. Sie haben dann einen Anreiz, sich in riskantere Investitionsprojekte zu engagieren, da sie mit weniger Eigenkapital haften müssen. Ein höheres Engagement in riskante Projekte macht es aber wahrscheinlicher, dass das Unternehmen den Kredit nicht zurückzahlen kann, weil die Wahrscheinlichkeit für den Misserfolg des Projekts höher ist. Bei einem geringeren Nettovermögen werden die Kreditgeber ein höheres Moral-Hazard-Risiko

vermuten und deshalb dem Unternehmen nur restriktiv Finanzmittel zur Verfügung stellen.

Der Bilanzkanal funktioniert über den Einfluss der Geldpolitik auf die Schwere von Adverse-Selection und Moral-Hazard-Problemen auf Kapitalmärkten. Führt die Zentralbank nun eine expansive Geldpolitik durch, so steigen die Kurse der Aktien und damit der Wert des Eigenkapitals. In Folge dessen sinken die Probleme aus der Adversen Selektion und dem Moral Hazard und die Kreditgeber vergeben den Unternehmen weniger restriktiv Kredite. Durch das höhere Kreditangebot steigt die Investitionsnachfrage und darüber die aggregierte Nachfrage.

Störungen des Bilanzkanals liegen dann vor, wenn Aktienkurse nicht angemessen auf Änderungen der Zinsen reagieren. Der Bilanzkanal ist vor allen für die Großunternehmen relevant, die sich über den Kapitalmarkt finanzieren. Für die Eurozone ist dieser Kanal weniger relevant, da sich nach Angaben der EZB 75 Prozent der Unternehmen hauptsächlich über ihre Bank und weniger über den Kapitalmarkt finanzieren.

2.4 Zwischenfazit

Für die Eurozone sind vor allem der Zinskanal und der Bankkreditkanal als Übertragungsweg geldpolitischer Impulse relevant. Damit kommt den Sekundärmärkten für Staatsanleihen und den Banken eine Schlüsselrolle für die Durchführung der Geldpolitik zu. Vor allem Störungen bei diesen beiden Kanälen können die Wirkungsweise der konventionellen geldpolitischen Maßnahmen einschränken und unkonventionelle Maßnahmen notwendig machen. Im Folgenden werden zuerst die konventionellen geldpolitischen Maßnahmen vorgestellt. Im späteren Kapitel werden die Störungen des Zinskanals und die Störung des Bankkreditkanals in der Eurozone analysiert und es wird aufgezeigt, inwieweit diese Störung die Wirkung der konventionellen geldpolitischen Maßnahmen einschränken und ungewöhnliche Maßnahmen erforderlich machen.

3. Konventionelle geldpolitische Maßnahmen

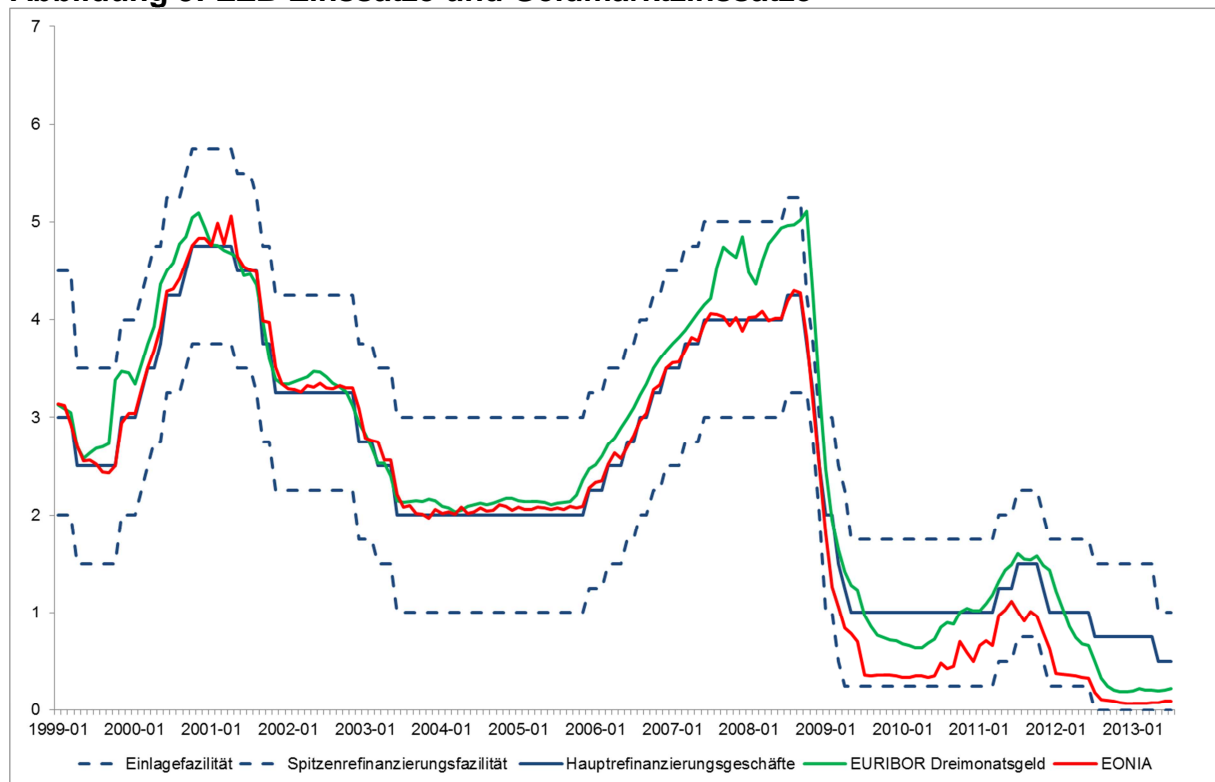
Zu den gewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen gehören die Änderungen der Leitzinsen, die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit den Banken sowie die Mindestreservpolitik. Die häufigste von der EZB angewendete geldpolitische Maßnahme sind die wöchentlichen Refinanzierungsgeschäfte mit den Banken. Hierbei handelt es sich um ein Feinsteuerungsinstrument der Geldpolitik, bei dem die EZB eine festgelegte Menge an Liquidität an die Banken in einem Auktionsverfahren versteigert. Ihre Leitzinsen für Geschäfte mit den Banken passt die EZB nur von Zeit zu Zeit an. Die Mindestreserve, d. h. diejenigen Reserven, die die Banken bei der

EZB hinterlegen müssen, ändert sie in der Regel nicht und hat sie daher nur einmal seit dem Bestehen des Eurosystems gelockert. Der Grund für den seltenen Einsatz dieses Instruments liegt darin, dass sich die umlaufende Geldmenge mit der Mindestreservepolitik nur grob steuern lässt.

3.1 Leitzinsänderungen

Bei ihrer Zinspolitik setzt die EZB die Leitzinsen für den Interbankenmarkt. Auf diesem Markt gleichen die Banken für gewöhnlich kurzfristige Liquiditätsschwankungen aus. Diese schwanken aufgrund von unerwartet hohen bzw. niedrigen Liquiditätsnachfragen durch Bankkunden auf täglicher Basis. Banken mit zu viel Liquidität geben diese dort an Banken mit einem unerwarteten Liquiditätsengpass weiter. Einlagesatz und Spitzenrefinanzierungssatz der EZB bilden die Unter- und Obergrenze für die Zinssätze am Interbankenmarkt (Abbildung 3). Dies liegt daran, dass der Einlagesatz die am schlechtesten verzinsten Form der Geldanlage für die Banken darstellt. Banken werden also eine überschüssige Liquidität nur im Notfall auf dem Einlagenkonto der EZB parken. Der Spitzenrefinanzierungssatz stellt die Obergrenze für Interbankenkredite dar. Die Spitzenrefinanzierungsfazilität ist aus Sicht der Banken die teuerste Form sich kurzfristig Geld zu beschaffen. Die Banken nehmen diese Form der Liquiditätsbereitstellung deshalb nur im Notfall in Anspruch. Zwischen diesen beiden Zinssätzen befindet sich auch der Hauptrefinanzierungssatz der EZB. Dieser Zinssatz ist der Mindestbietungssatz in den wöchentlichen Liquiditätstendern der EZB. Wollen Banken an diesen Liquiditätstendern teilnehmen, so muss ihr Zinsgebot mindestens diesem Zinssatz entsprechen.

Abbildung 3: EZB-Zinssätze und Geldmarktzinssätze



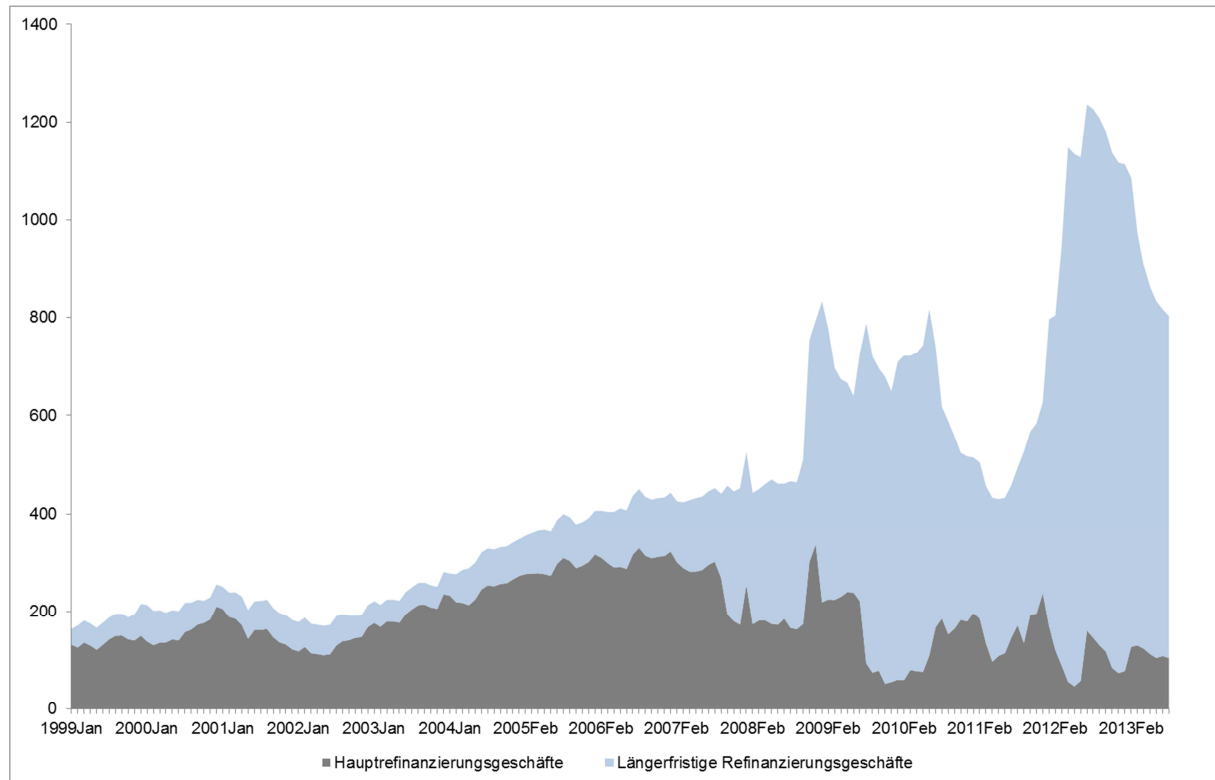
Quelle: Deutsche Bundesbank

Abbildung 3 zeigt, dass die EZB die Leitzinsen im Zuge der Lehman-Insolvenz und der darauffolgenden Bankenkrise auf ein bis dahin historisch niedriges Niveau gesenkt hat. Im Zuge der Eurokrise senkte sie den Zins auf Hauptrefinanzierungsgeschäfte weiter bis auf 0,5 Prozent. Der Zins für Einlagen beim Eurosystem liegt aktuell bei Null und damit auf der unteren Schranke für Zinsen. Die Tatsache, dass die Zinsen nahe der Nullschranke liegen, schränkt die Möglichkeit der EZB für weitere Zinssenkungen ein. Damit ist der Einsatz dieses Instruments an seine Grenzen gestoßen.

3.2 Refinanzierungskredite

Die nationalen Zentralbanken des Eurosystems führen im Auftrag der EZB wöchentliche Refinanzierungsgeschäfte durch. Bei diesen wird eine festgelegte Menge an Liquidität an die Banken in einem Auktionsverfahren versteigert. Bei diesem müssen die Banken die erwünschte Menge an Liquidität angeben sowie ein Zinsangebot machen. Der Mindestbietungssatz ist hierbei der als Leitzins im vorigen Abschnitt vorgestellte Hauptrefinanzierungssatz. Die Gebote der Banken werden in absteigender Reihe bedient bis das Kontingent an Refinanzierungskrediten aufgebraucht ist.

Abbildung 4: Refinanzierungskredite des Eurosystems an Banken der Eurozone



Quelle: EZB

Bis zum Beginn der US-Immobilienkrise im Jahr 2007 bot die EZB hauptsächlich die sogenannten Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten für die Rückzahlung der ausgeliehenen Liquidität an. Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte spielten eine eher untergeordnete Rolle. Dies reichte im Zuge der Finanzkrise nach 2008 jedoch nicht mehr aus, weil der Interbankenmarkt zusammenbrach und auch die längerfristige Fremdkapitalfinanzierung der Banken zeitweise erheblich eingeschränkt war.

Mittlerweile bilden die Langfristtender mit einer Laufzeit von bis zu drei Jahren die Regel und die Hauptrefinanzierungsgeschäfte die Ausnahme (Abbildung 4). Die Änderung in der Struktur der Refinanzierungsgeschäfte stellt eine ungewöhnliche geldpolitische Maßnahme dar und daher werden die Änderung der Modalitäten der Refinanzierungsgeschäfte im Kapitel 5 genauer vorgestellt.

3.3 Mindestreserve

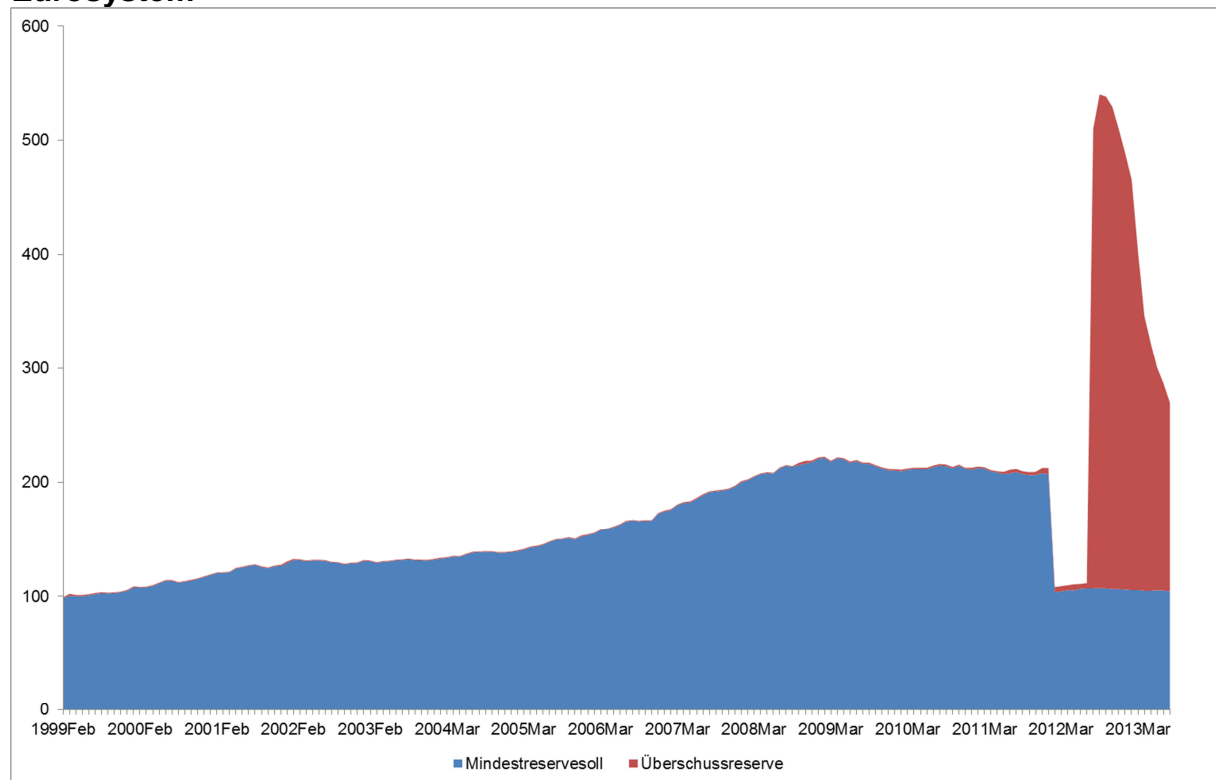
Die Banken müssen einen festgelegten Prozentsatz ihrer Einlagen als Mindestreserve bei der EZB hinterlegen. Durch die Mindestreserve wird ihre Möglichkeit zur Kreditschöpfung begrenzt. Müssten sie keine Mindestreserve hinterlegen, so könnten sie unendlich viele Kredit schöpfen und die Zentralbank

würde jeglichen Einfluss auf die umlaufende Geldmenge verlieren. Die Mindestreserve hat aber noch eine zweite Funktion. Da die Banken ihr Mindestreservesoll im Monatsdurchschnitt erfüllen müssen, können sie Liquiditätsengpässe am Monatsanfang durch Unterschreiten des Mindestreservesolls ausgleichen, müssen dieses dann aber zum Monatsende hin überschreiten, um ihren Monatsdurchschnitt zu erfüllen. Üblicherweise sind die Überschussreserven der Banken, also die Reserven, die über das Mindestreservesoll hinausgehen, eher gering (Abbildung 5).

Die Änderung des Mindestreservesatzes ist ein Grobsteuerungsinstrument der Zentralbanken, da eine Änderung des Mindestreservesatzes zu einer starken Änderung der umlaufenden Geldmenge und des Kreditvolumens führt. Aus diesem Grund ändern die Zentralbanken den Mindestreservesatz in der Regel nicht.

Auch von diesem Grundsatz wich die EZB ab. So mussten die Banken bis Februar 2012 zwei Prozent ihrer Einlagen als Mindestreserve bei der EZB hinterlegen. Danach senkte die EZB den Mindestreservesatz auf ein Prozent, um die Liquiditätslage der Banken zu verbessern. Die Überschussreserven der Banken stiegen aber Mitte 2012 immens an, nachdem die EZB hohe Mengen an Liquidität in das Bankensystem gepumpt hat (Abbildung 5).

Abbildung 5: Mindestreservesoll und Überschussreserve der Banken im Eurosystem



Quelle: EZB

4. Ursachen für die Grenzen der konventionellen Geldpolitik

Der vorherige Abschnitt zeigte, dass die konventionellen geldpolitischen Maßnahmen an ihre Grenzen stießen. So war die Liquiditätsnachfrage der Banken höher als sie im Rahmen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte befriedigt werden konnte, die Leitzinsen stießen fast an ihre Nullzinsgrenzen und der Mindestreservesatz befand sich durch die Absenkung von zwei auf ein Prozent ebenfalls auf einem nicht mehr deutlich zu senkenden Wert. Die EZB musste aber nicht nur deshalb zu den neuen und zum Teil auch unerprobten Maßnahmen greifen. Ein anderer Grund war, dass die konventionellen geldpolitischen Instrumente aufgrund von Störungen im Transmissionsprozess nicht mehr passgenau zu den Bankenproblemen passten. Im folgenden Abschnitt werden die Ursachen für die Grenzen der konventionellen Geldpolitik in der Krise aufgezeigt.

4.1 Teufelskreis paralleler Krisen

Banken und Staaten sind in der Eurozone zu intensiv verflochten. Dies führt zu einer starken Interaktion von Bankenrisiken und den Risiken einer Staatsinsolvenz eines hoch verschuldeten Staates der Eurozone. Diese starke Verbindung zwischen Banken und Staaten führt zu einem Teufelskreis aus Bankenkrise und Staatsschuldenkrise (Abbildung 6):

- Geraten Banken in die Krise und müssen von ihren Staaten gerettet werden, so können auch die Staaten durch die finanziellen Rettungsmaßnahmen in eine finanzielle Schieflage kommen, vor allem in Ländern, in denen die Bilanzsummen einzelner Banken größer als das Bruttoinlandsprodukt ihres Sitzlandes sind.
- Staatsschuldenkrisen führen wiederum zu Bankenkrisen, da die Banken einen großen Teil der Staatsanleihen ihres Sitzlandes halten und bei Wertverlusten von Staatsanleihen ihrerseits Verluste machen, die ihr Eigenkapital reduzieren.

Die Banken der Eurozone müssen die Staatsanleihen der Mitgliedsländer nicht mit Eigenkapital unterlegen. Diese werden im Regulierungsrahmen als risikolos betrachtet, obwohl die Staatsschuldenkrise im Euroraum gezeigt hat, dass diese alles andere als risikolos sind. Durch die fehlende Eigenkapitalunterlegung engagieren sich die Banken zu stark in Staatsanleihen. Zudem halten sie nicht dem Ausfallrisiko der Staatsanleihen entsprechendes Eigenkapital vor.

Abbildung 6: Der Banken-Staaten-Nexus

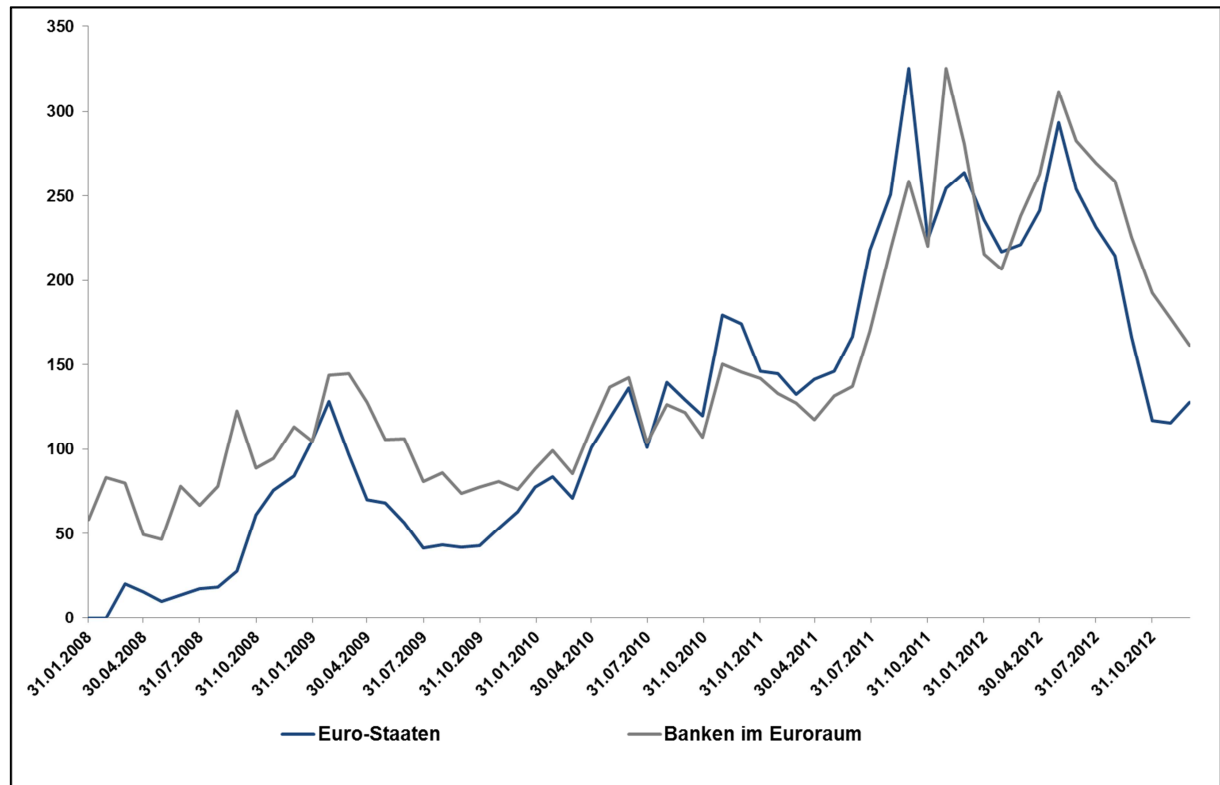


Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Zudem fehlten der Eurozone zum Beginn der Krise eine gemeinsame europäische Bankenaufsicht und eine gemeinsame europäische Abwicklungsbehörde für insolvente Banken. Dieses war bisher eine rein nationale Aufgabe, was dazu führte, dass die nationalen Aufsichtsbehörden den Anreiz hatten, nicht allzu stark durchzugreifen, da sie ihren nationalen Bankenstandort im Wettbewerb mit anderen Standorten sahen. Zudem waren die Staaten gezwungen, die Verluste ihrer Banken zu tragen, da es bisher keine Regeln für eine Beteiligung der Gläubiger im Fall einer Bankeninsolvenz gab. Island, Irland und teils auch Spanien kamen aufgrund ihrer Banken Krisen in eine Staatsschuldenkrise. Diese Probleme kann die EZB nicht über ihre Geldpolitik lösen. Dafür sind Änderungen der Architektur der Eurozone notwendig.

Abbildung 7: Index für die Prämien auf Credit Default Swaps

Die CDS der Banken wurden mit ihrer Bilanzsumme gewichtet, die CDS der Staaten wurden mit dem nationalen Bruttoninlandsprodukt gewichtet

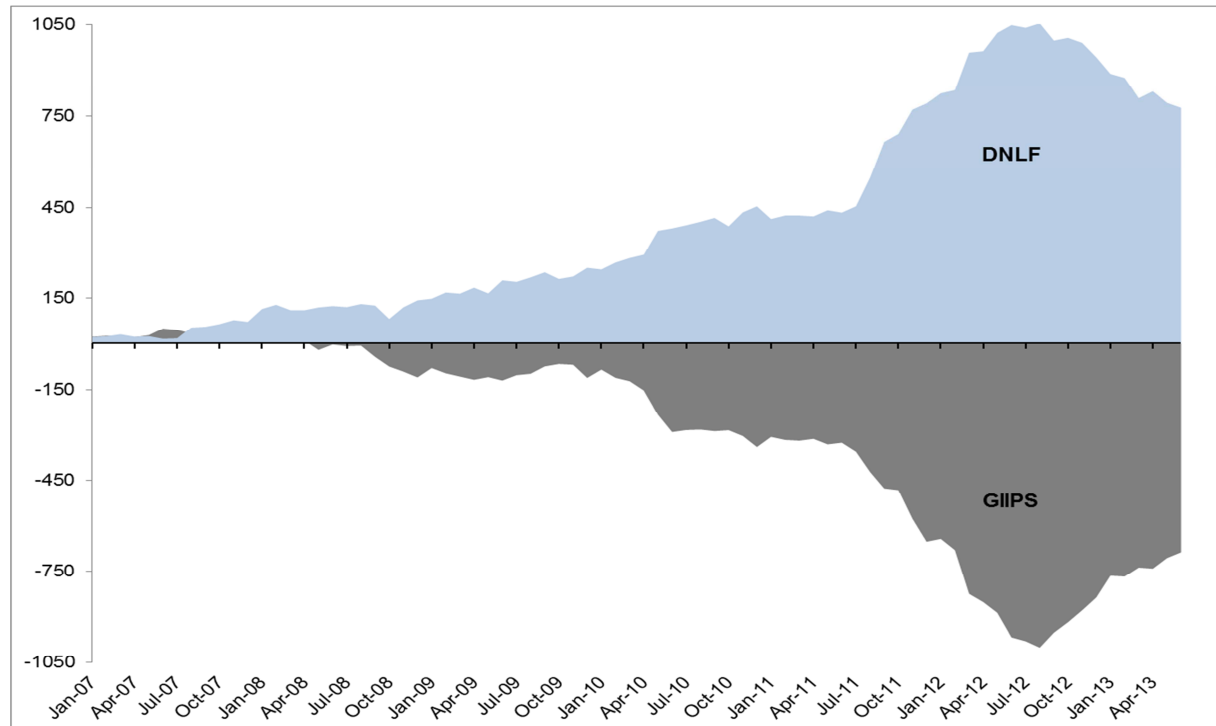


Quellen: Bloomberg, Institut der deutschen Wirtschaft Köln

An den Prämien für Credit Default Swaps (CDS) für Banken und denen für Staaten lässt sich ebenfalls der Teufelskreis aus Bankenkrise und Staatsschuldenkrise erkennen (Abbildung 7). Steigen die Ausfallrisiken von Staatsanleihen, so steigen auch die Ausfallrisiken von Bankanleihen. Ebenso führt ein Ansteigen im Ausfallrisiko von Bankanleihen zu einem Anstieg im Ausfallrisiko der Staatsanleihen. Dies ist auf die folgenden Gründe zurückzuführen: Der Markt preist bei verschuldeten Staaten das Risiko eines Schuldenschnitts als Risiko dafür ein, dass eine Bank durch Abschreibungsverluste auf Staatsanleihen insolvent wird. Zudem befürchtet der Markt in Erwartung einer drohenden Staatsinsolvenz, dass der verschuldete Staat nicht mehr über die notwendigen Mittel verfügen wird, um angeschlagene Banken zu retten.

Abbildung 8: Entwicklung der Target-Salden

In Mrd. Euro



DNLF: Deutschland, Niederlande, Luxemburg, Frankreich

GIIPS: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien

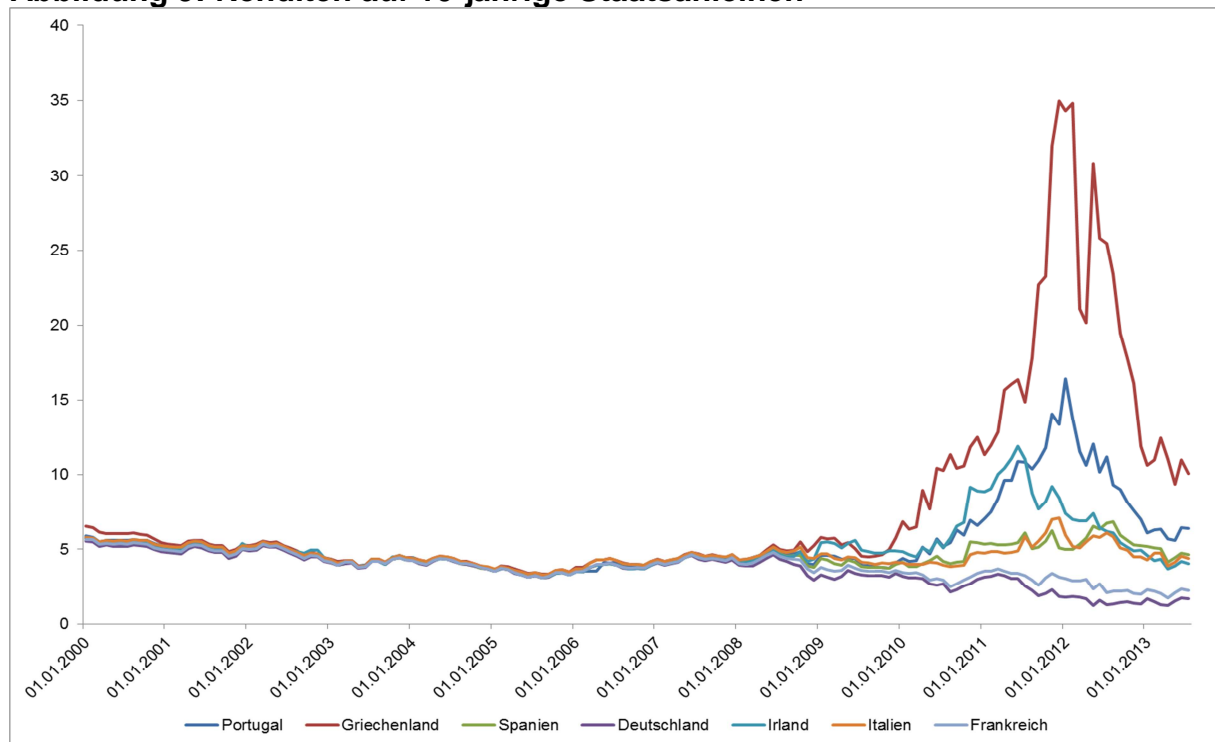
Quelle: Universität Osnabrück

Zudem kam es in einigen Krisenländern zu Sudden Stopps der Kapitalzuflüsse und in der Folge zu Zahlungsbilanzkrisen. Die Investoren befürchteten sowohl Verluste bei den Staatsanleihen als auch Verluste durch die Insolvenz von Banken und zogen ihr Kapital in sichere Häfen wie Deutschland ab. Als eine Kapitalflucht in den Südländern einsetzte, benötigten diese dringend Liquidität von der EZB, da sie es sich auf dem Interbankenmarkt nicht mehr beschaffen konnten. Dies führte zu einer starken Divergenz der Target-Salden der Länder der Eurozone (Abbildung 8). Bei einer Kapitalflucht können sich-selbst-erfüllende Erwartungen entstehen, die auch solide Banken unter Druck zu bringen drohen. In diesem Fall wird die Zentralbank als Lender of Last Resort benötigt. Die Europäische Zentralbank hat nicht explizit diese Aufgabe in ihrem Mandat, doch musste sie im Zuge der Eurokrise de facto diese Rolle annehmen.

4.2 Störung des Zinskanals

Damit eine Leitzinssenkung über den Zinskanal in Form von günstigeren Krediten an Unternehmen und Haushalte weitergegeben werden kann, ist eine hinreichend stabile Beziehung zwischen den kurzfristigen und den langfristigen Zinsen erforderlich.

Abbildung 9: Renditen auf 10-jährige Staatsanleihen

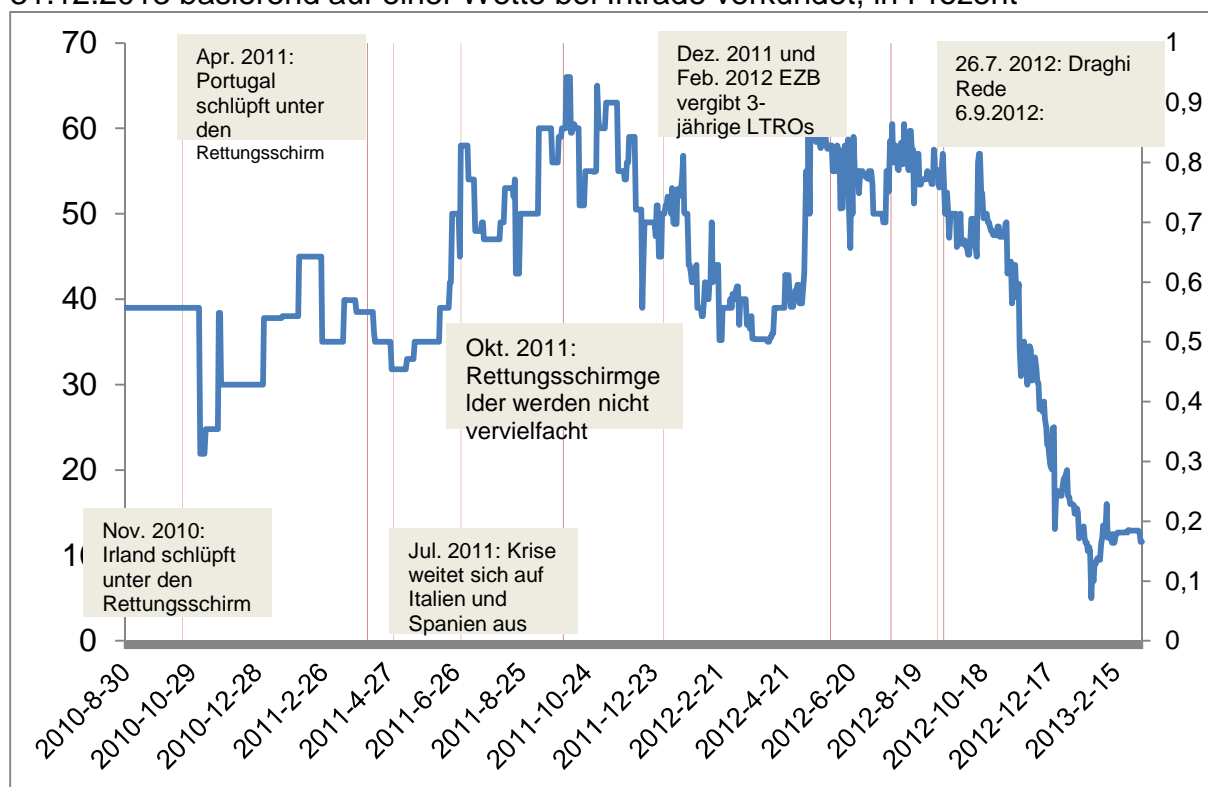


Quelle: Bloomberg

Abbildung 9 zeigt die Renditen auf ausgewählte europäische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren. Diese konvergierten nach der Einführung des Euro und blieben bis Mitte 2008 nahezu auf dem gleichen Niveau. Mit der Zuspitzung der Schuldenkrise im Euroraum kam es zu einer extremen Zinsspreizung durch einen Anstieg der Risikoprämien auf die Anleihen der Schuldenstaaten. Vor allem die Zinsen auf griechische Staatsanleihen stiegen bis auf 35 Prozent an. Nicht ganz so starke, aber immer noch beachtliche Zinssteigerungen zeigten sich auch bei den Staatsanleihen für Portugal und Irland. Im gleichen Zeitraum senkte die EZB ihren Leitzins stufenweise bis letztlich auf 0,5 Prozent. Zinssenkungen zeigten sich aber nur in den Eurostaaten mit höchstem Rating, die die Märkte als sicheren Hafen ansahen, wie beispielsweise Deutschland. Der Zinskanal war als Übertragungsweg der Geldpolitik für Griechenland, Portugal und Irland aufgrund der starken Zinsspreizung deutlich gestört. Die Leitzinssenkung der EZB zeigte sich dort nicht in Form von niedrigeren Langfristzinsen. Ganz im Gegenteil, die langfristigen Zinsen haben sich dort von den kurzfristigen Zinsen abgekoppelt.

Abbildung 10: Erwartungen an einen Austritt aus der Währungsunion

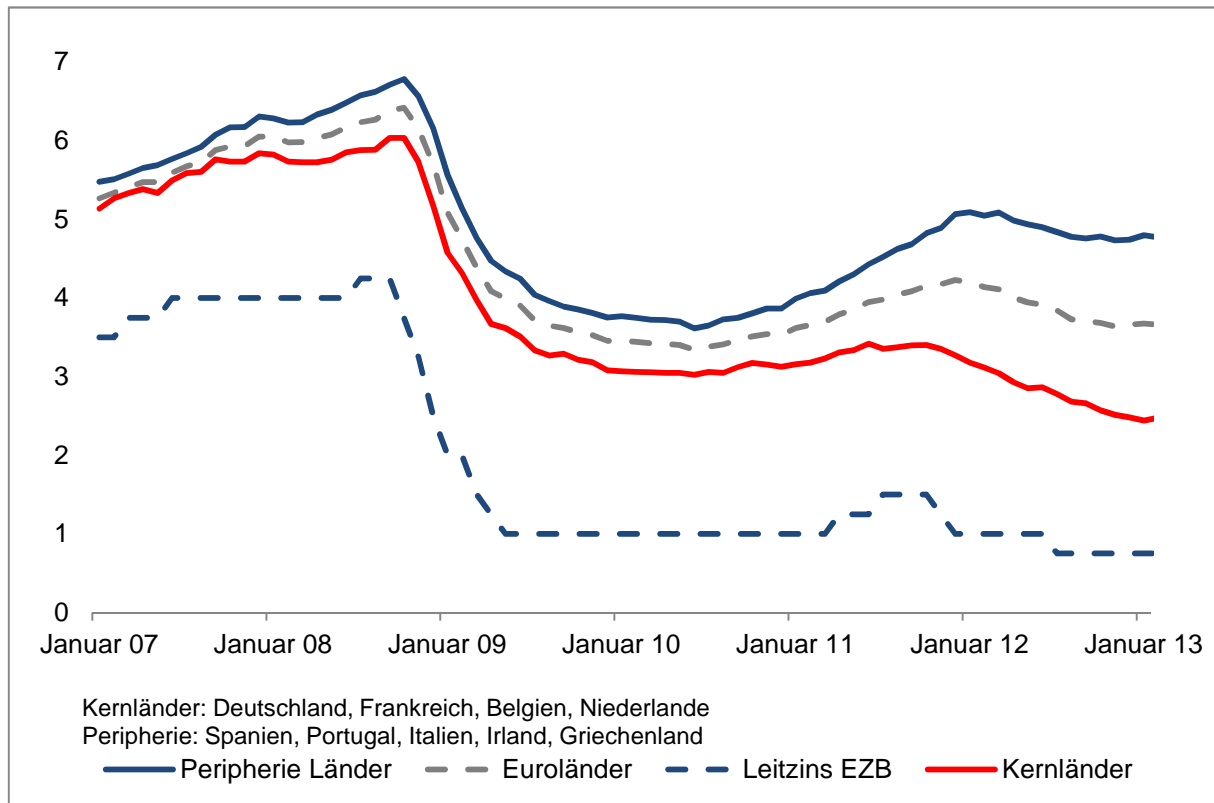
Wahrscheinlichkeit dafür, dass ein Land seinen Austritt aus der Währungsunion bis 31.12.2013 basierend auf einer Wette bei Intrade verkündet, in Prozent



Quelle: Intrade

Der Verdacht, dass die Zinsspreizung zwischen den als sicherer Hafen verstandenen Ländern und den Krisenländern teils auch ungerechtfertigter Natur waren, erhärtet sich durch Abbildung 10. Diese enthält die vom Markt erwartete Wahrscheinlichkeit, dass ein oder mehrere Länder bis Ende 2013 den Austritt aus der Währungsunion erklären. Diese Wahrscheinlichkeit basiert auf einer Wette beim Wettanbieter Intrade und signalisiert die Erwartung der Wettteilnehmer über ein Auseinanderbrechen der Eurozone. Diese Erwartung stieg zunächst an, nachdem Irland und Portugal unter den Rettungsschirm schlüpften. Nachdem sich die Krise auf Italien und Spanien ausweitete, stieg diese nochmals bis auf 66 Prozent an. Der Markt hielt zu diesem Zeitpunkt, November 2011, ein Auseinanderbrechen der Eurozone für sehr wahrscheinlich. Dieser Zeitraum liegt sehr nahe dem Zeitpunkt mit der maximalen Zinsspreizung zwischen den Renditen der Staatsanleihen der sicheren Häfen und der Krisenländer. Die Wahrscheinlichkeiten sanken ab Oktober 2012, nachdem die EZB glaubhaft signalisiert hatte, dass sie alles tun wird, um den Euro zu retten. Dies ist auch der Zeitpunkt, ab dem die Zinsspreizung sich langsam verkleinert. Die hohe Korrelation zwischen den Austritterwartungen und den Zinsspreizungen lassen erkennen, dass die Marktteilnehmer dieses in die Renditen der Staatsanleihen eingepreist haben.

Abbildung 11: Leitzinsen der EZB und Zinsen auf Unternehmenskredite



Quellen: EZB, eigene Berechnungen

Die Auswirkungen der Störung des Zinskanals in den Krisenländern zeigen sich vor allem bei einem Vergleich der Zinsen für Unternehmenskredite von Banken und dem EZB-Leitzins (Abbildung 11). Ab Oktober 2008 senkte die EZB die Zinsen stark. Zwar folgten die Zinsen in der Eurozone dieser Zinssenkung tendenziell, wie es auch bei einem funktionierenden Bankkreditkanal zu erwarten wäre. Ab Mitte 2011 zeigt sich aber, dass die Zinsen der Kernländer der Eurozone Deutschland, Frankreich, Belgien und der Niederlande sich zunehmend von den Zinsen der Kernländer Spanien, Portugal, Italien, Irland und Griechenland entfernten. Die Zinsen auf Unternehmenskredite in den Peripherieländern stiegen sogar. Üblicherweise sinken die Ratings der Unternehmen zusammen mit den Ratings ihrer Länder, da die Länder als weniger ausfallgefährdet interpretiert werden als die Unternehmen. Diesen Anstieg machten die Zinsen der Kernländer nicht mit. Sie fielen stattdessen ab Ende 2011, als die Geldpolitik der EZB extrem expansiv wurde. Die Zinsen der Peripherieländer stiegen aber bis Anfang 2012 und machen seitdem eine Seitwärtsbewegung. Die Zinssenkung der EZB kommt bei den Unternehmen der Krisenländer nicht in Form von günstigen Bankkrediten an.

4.3 Störung des Bankkreditkanals

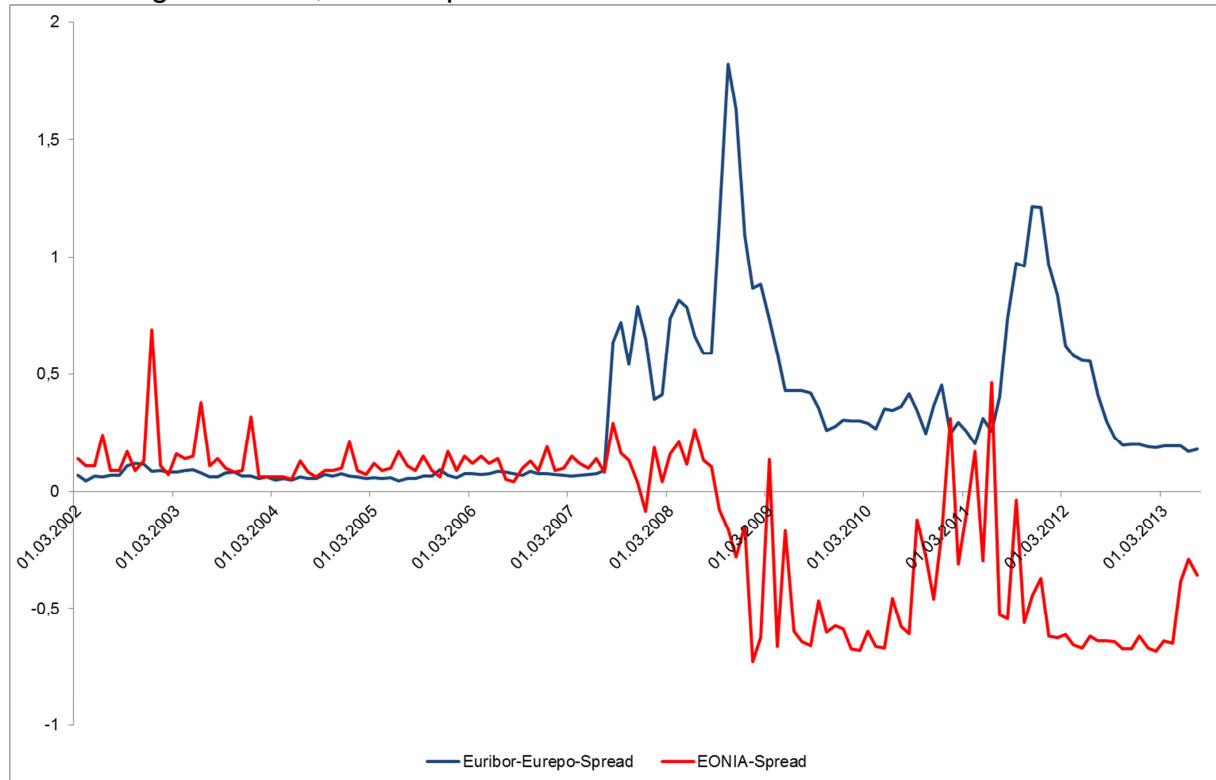
Der starke Zinsanstieg störte nicht nur den Zinskanal empfindlich, sondern auch den Bankkreditkanal. Der Bankkreditkanal ist vor allem für die kleinen und mittelständischen Unternehmen relevant, da die großen Unternehmen sich leichter über den Kapitalmarkt finanzieren können.

Eine wichtige Ursache für eine Störung des Bankkreditkanals lag in Kursverlusten der Staatsanleihen der Krisenländer. Die Banken hatten die griechischen, portugiesischen und irischen Staatsanleihen in einer Phase mit niedrigeren Zinsen gekauft. Durch die starken Anstiege der Zinsen im Zuge der Staatsschuldenkrisen verzeichneten sie deshalb Bewertungsverluste auf diese Staatsanleihen. Da die Staatsanleihen in der Eurozone nicht mit Eigenkapital unterlegt werden müssen, bestand bei den Banken zu wenig Risikopuffer für diese Verluste. Sie mussten mit einer geringeren Kreditvergabe reagieren.

Die Bankenprobleme zeigten sich schon nach der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers am Interbankenmarkt (Abbildung 12). Diese werden durch den Eonia-Spread und den Euribor-Eurepo-Spread gemessen. Ein negativer Eonia-Spread deutet auf eine geringe Liquidität im Interbankenmarkt hin. Ein ansteigender Euribor-Eurepo-Spread deutet auf höhere Risikoprämien für Interbankenkredite hin. Bis zur Lehman-Insolvenz verliefen beide Zins-Spreads nahe der Nulllinie. Nach dem Zusammenbruch des US-amerikanischen Immobilienmarktes stiegen die Risikoprämien auf Interbankenkredite bereits an, während die Volatilität des Eonia-Spreads ebenfalls anstieg. Dieser wurde nach der Lehman-Insolvenz plötzlich negativ, was auf eine verringerte Liquidität im Interbankenmarkt hindeutet. Diese gelangte auch nur kurzfristig wieder in den positiven Bereich und blieb nach der Verschärfung der Eurokrise im negativen Bereich. Dies zeigt, wie stark die Banken von der EZB-Liquidität abhängig sind. Der Euribor-Eurepo-Spread stieg zweimal stark an, einmal nach der Lehman-Insolvenz 2008 und einmal bei der Verschärfung der Eurokrise Mitte 2011. Dies ist in etwa der Zeitraum, als die Erwartungen an den Austritt eines Landes aus der Eurozone am höchsten waren. Die Bankprobleme, die sich anhand dieser Indikatoren zeigen, deuten bereits auf einen nicht funktionierenden Bankkreditkanal für einige Euroländer hin. Der Bankkreditkanal kann aber als gestört angesehen werden, wenn die Zinssenkungen der EZB nachweislich nicht bei den Unternehmen ankommen.

Abbildung 12: Indikatoren für Risikoaufschläge und Liquidität

Euribor: Zinssatz auf unbesicherte kurzfristige Termingelder, Eurepo: Zins auf besicherte kurzfristige Interbankenkredite, Eonia: Zins auf unbesicherte Ausleihungen in Euro, Eonia-Spread: Differenz aus Eonia und EZB-Leitzins



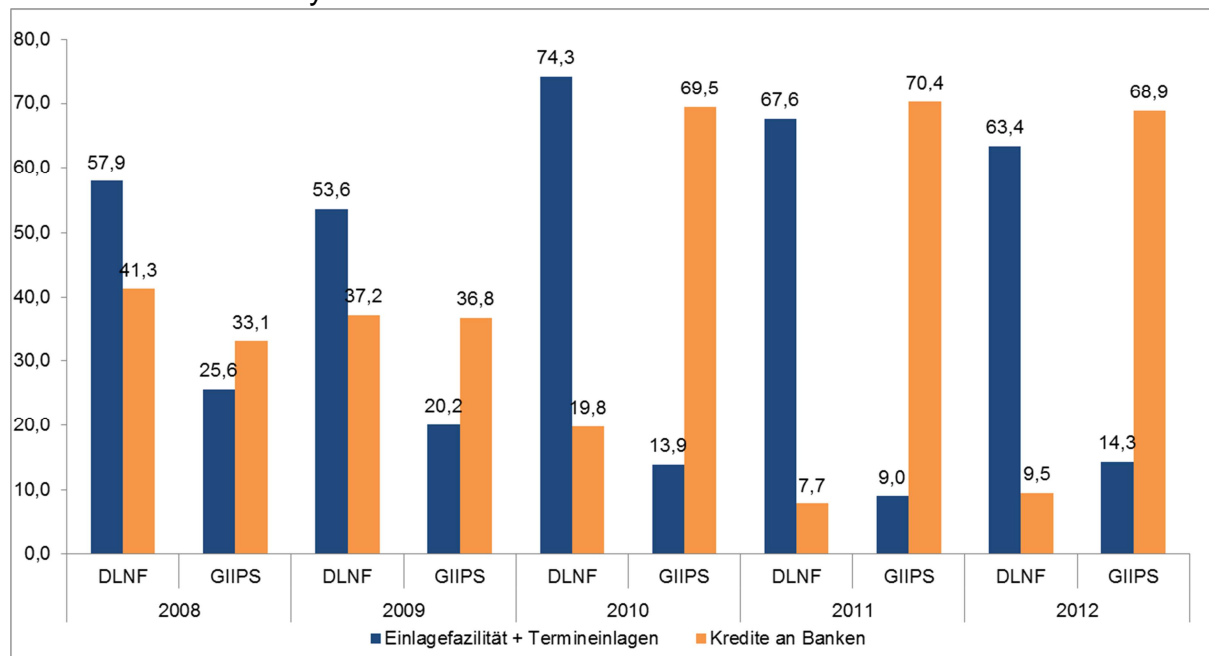
Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen

Die Bankenprobleme der Südländer zeigen sich aber auch bei der Inanspruchnahme der Einlagenfazilität und der Termineinlagen beim Eurosystem sowie bei den Refinanzierungskrediten der Banken (Abbildung 13). So machten die Einlagen und Termineinlagen der Banken der Länder Deutschland, Luxemburg, Niederlande und Frankreichs im Jahr 2008 rund 60 Prozent der Einlagen und Termineinlagen des Eurosystems aus, während die der Banken aus den Ländern nur rund 26 Prozent ausmachten, so veränderte sich diese Zusammensetzung in den Folgejahren dramatisch. Im Jahr 2011 lagen die Einlagen und Termineinlagen der Länder Deutschland, Luxemburg, Niederlande und Frankreich bei rund 68 Prozent, während die der Krisenländer auf 9 Prozent fielen. Dies deutet darauf hin, dass die Banken der Nicht-Krisenländer zunehmend über überschüssige Liquidität verfügten, die sie beim Eurosystem parkten, während die Banken der Krisenländer zunehmend Liquiditätsprobleme hatten. Liquiditätsprobleme können eine Ursache für das Zusammenbrechen den Bankkreditkanals sein.

Ein weiterer Blick auf Abbildung 13 lässt erkennen, dass im Jahr 2008 rund 41 Prozent der Refinanzierungskredite des Eurosystems an die Banken der heutigen

Nicht-Krisenländer vergeben und 26 Prozent an die Banken der heutigen Krisenländer vergeben wurden. Dieses Verhältnis hat sich ebenfalls gedreht. Im Jahr 2011 wurden nur noch 8 Prozent der Refinanzierungskredite an die Banken der Nicht-Krisenländer und 70 Prozent an die Banken der Krisenländer vergeben. Die Banken der Krisenländer fragten so stark Refinanzierungskredite der EZB nach, weil sie vom Geldmarkt abgeschnitten waren. Ein wichtiger Grund hierfür war, dass sie die Staatsanleihen ihrer Länder aufgrund der Wertverluste am Interbankenmarkt kaum noch als Sicherheiten verwenden konnten. Diese Bankenprobleme deuten ebenfalls darauf hin, dass der Bankkreditkanal in den Krisenländern nicht mehr funktionsfähig ist.

Abbildung 13: Refinanzierungskredite an Banken und Einlagen der Banken in Prozent des Eurosystems



DLNF: Deutschland, Luxemburg, Niederlande, Frankreich

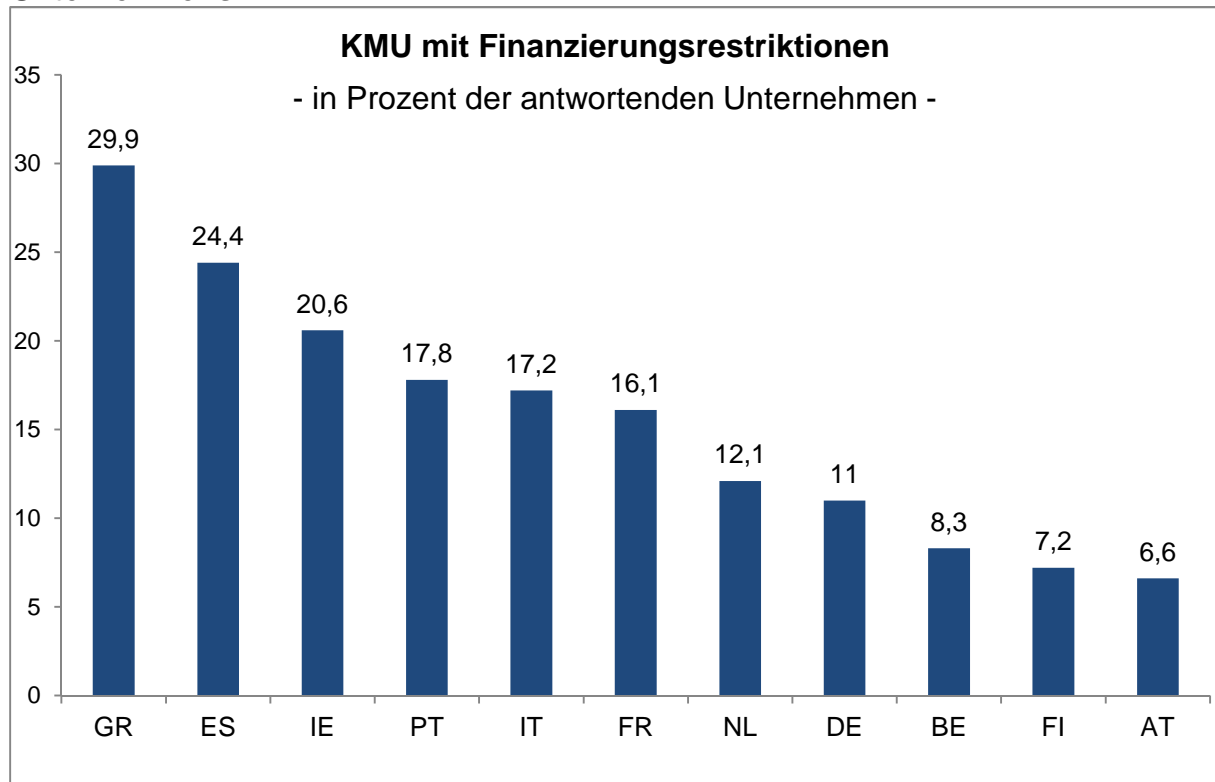
GIIPS: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien

Quellen: Geschäftsberichte der nationalen Zentralbanken, verschiedene Jahrgänge;
Geschäftsbericht der EZB, verschiedene Jahrgänge

Dass der Bankkreditkanal gestört war, zeigt auch eine Befragung der EZB bei diesen Unternehmen, die die Notenbank zweimal jährlich durchführt. Fast ein Drittel der Unternehmen in Griechenland gaben an, dass der Zugang zu Finanzierungsmitteln für sie im Jahr 2011 das größte Problem sei (Abbildung 14). Die gleiche Frage bejahten in Spanien fast ein Viertel der Unternehmen und in Irland über ein Fünftel der kleinen und mittelständischen Unternehmen. In Portugal und Italien berichteten der EZB jeweils über 17 Prozent, dass der Zugang zu Finanzierungsmitteln für sie aktuell das größte Problem sei. Anders ist dies in Deutschland, Belgien, Finnland und

Österreich, wo unter 12 Prozent der Unternehmen von einem mangelnden Zugang zum Finanzmarkt betroffen sind.

Abbildung 14: Zugang zu Finanzierungsmitteln als größtes Problem des Unternehmens



Quelle: Europäische Zentralbank

4.4 Zwischenfazit

Die vorangegangene Analyse hat gezeigt, dass sowohl der Zinskanal als auch der Bankkreditkanal als Übertragungsmechanismus geldpolitischer Impulse in den Krisenländern deutlich gestört waren. In der Folge gaben die Banken in diesen Ländern die Leitzinssenkung der EZB nicht an die Unternehmen und Haushalte weiter. Aber gerade die kleinen und mittelständischen Unternehmen in den Krisenländern sind von Finanzierungsengpässen und einem ungenügenden Zugang zu Finanzierungsmitteln betroffen.

Da die Rezession in den Schuldnerländern die Staatsschuldenkrise und die Bankenkrise noch verschärft, ist ein effektiver Eingriff der EZB in Form einer expansiven Geldpolitik hier dringend geboten. Doch wegen der Störungen der geldpolitischen Transmission gelang dies auf konventionellem Weg nicht. Daher wurden neue, unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen erforderlich, welche im folgenden Kapitel vorgestellt werden.

5. Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen

5.1 Überblick

Zu den wichtigsten unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen gehören folgende Instrumente, die zunächst überblicksartig erwähnt und in der Folge genauer erläutert werden:

- Umstellung der Refinanzierungsgeschäfte vom Zinstender auf Mengentender mit Vollzuteilung. Beim Zinstender stellt die EZB den Banken eine vorher festgelegte Menge an Refinanzierungskrediten zur Verfügung. Die Banken geben die gewünschte Menge und ein Zinsgebot ab. Bedient werden die Zinsgebote dann in absteigender Reihenfolge. Beim Mengentender mit Vollzuteilung bekommen die Banken zum festen Hauptfinanzierungszins so viel Refinanzierungskredit, wie sie aufnehmen wollen. Ziel ist hier, die Liquiditätsengpässe vieler Banken zu vermindern und so eine Kreditklemme zu verhindern.
- Die Erweiterung des Liquiditätsrahmens von bis zu 3 Monaten auf bis zu 3 Jahre. Hierdurch haben die Banken ungewöhnlich lange Zeit bekommen, den Refinanzierungskredit an das Eurosystem zurückzuzahlen. Diese Maßnahme hat das Ziel, das Liquiditätsrisiko der Banken zu mindern.
- Erweiterung des Sicherheitsrahmens. Im Zuge der Staatsschuldenkrise sind die Ratings der Staatsanleihen der Krisenstaaten stark herabgestuft wurden. Da die EZB vormals aber nur Staatsanleihen von höchster Bonität als Sicherheitsleistungen für die Refinanzierungsgeschäfte entgegengenommen hat, ist durch die Herabstufung dieser Staatsanleihen die Menge an notenbankfähigen Sicherheiten deutlich gesunken. Ohne eine Lockerung der Sicherheitsanforderungen wären den Banken der Krisenländer die Sicherheiten ausgegangen und sie wären von den Refinanzierungsgeschäften der EZB ausgeschlossen worden.
- Notfallliquiditätshilfen vergeben die nationalen Zentralbanken, wenn Banken wegen fehlender (Qualität der) Sicherheiten von den Refinanzierungsgeschäften der EZB ausgeschlossen sind. Die nationalen Zentralbanken gewähren diese Hilfe aber auf eigenes Risiko.
- Durch die Käufe von Pfandbriefen am Primär- und Sekundärmarkt sollten die Finanzbedingungen von Banken und Unternehmen verbessert werden, indem die EZB durch ihre Käufe die Kurse für diese Papiere stützt.
- Durch die Käufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt stützte die EZB die Kurse für diese Papiere und versuchte, die Störungen des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu beheben.

5.2 Erweiterte Liquiditätspolitik

Vollzuteilung

Bis 2008 führte die EZB die Refinanzierungsgeschäfte hauptsächlich wie in den Jahren zuvor als gewöhnliche Zinstender mit einer Laufzeit von lediglich drei Monaten durch. Wie im vorherigen Abschnitt erläutert, wurde hierbei eine vorher festgelegte Menge an Liquidität an die Banken versteigert, wobei die Zinsgebote der Banken in absteigender Reihenfolge bedient wurden. Am 8.10.2008 – kurz nach der Pleite von Lehman Brothers – beschloss der EZB-Rat aufgrund der hohen Liquiditätsnachfrage der Banken im Zuge der Austrocknung der Interbankenmärkte, die Refinanzierungsgeschäfte nicht mehr als Zinstender, sondern als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen. Die Banken bekamen seitdem also so viel Liquidität wie sie wollten zum Hauptrefinanzierungszins. Zwischenzeitlich beruhigte sich die Krise etwas, doch der Interbankenmarkt blieb vor allem in den Krisenländern gestört. Daher behielt die EZB die Vollzuteilungspolitik bis heute bei.

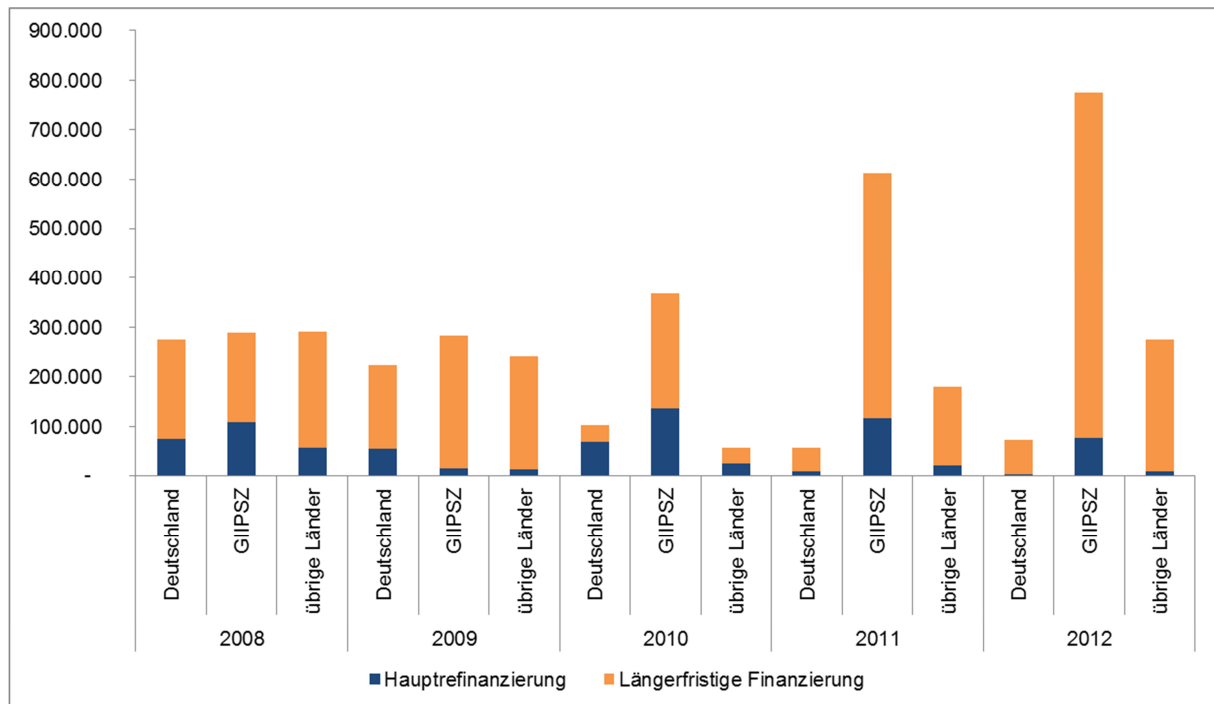
Ab Juli 2011 kam es zur „Ansteckung“ von Italien und Spanien, als die Staatsanleiherenditen beider Länder deutlich zu steigen begannen. Damit und mit der auch hier einsetzenden Kapitalflucht kamen auch die Bankensysteme dieser Länder stark unter Druck. Weil beide Länder mit dem Rettungsschirm nicht ohne weiteres gerettet werden konnten, war damit eine deutlich gefährlichere Eskalationsstufe der Euro-Schuldenkrise erreicht, die letztlich nur noch die EZB kurzfristig beruhigen konnte. Sie reagierte in den Folgemonaten mit einer ganzen Reihe von weiteren, ungewöhnlichen (und gewöhnlichen) geldpolitischen Maßnahmen.

Fristverlängerungen der Refinanzierungsgeschäfte

Dazu gehörte erstmals ein langfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG) mit sechsmonatiger Laufzeit mit Vollzuteilung. Anfang Oktober folgten zwei weitere LRGs mit noch längerer Laufzeit von 12 und 13 Monaten. Und schließlich wurden am 21. Dezember 2011 und am 29. Februar 2012 zwei LRGs mit sogar dreijähriger Laufzeit bei Vollzuteilung durchgeführt, auf die Banken der Eurozone im Umfang von zusammen rund 1.019 Mrd. Euro brutto sehr umfangreich zugriffen. Im ersten LRG wurden brutto 489,2 Mrd. Euro von den Banken nachgefragt, im zweiten 529,5 Mrd. Euro. Da die Banken in etwa zeitgleich allerdings andere Refinanzierungsgeschäfte zurückzahlten, wurde mit den LRG – in der Nettobetrachtung – 570,4 Milliarden Euro zusätzliches Zentralbankgeld geschaffen. Diese dreijährigen LRGs wurden von EZB-Präsident Draghi auch als „Dicke Bertha“ bezeichnet. Abbildung 15 zeigt, wie stark die Krisenländer in den Jahren 2011 und 2012 insbesondere auf die langfristigen Refinanzierungskredite zurückgriffen.

Abbildung 15: Hauptrefinanzierung und längerfristige Refinanzierung

In Mio. Euro



Quelle: Geschäftsberichte der nationalen Zentralbanken

Der erweiterte Sicherheitsrahmen

Zusätzlich zur erweiterten Liquiditätspolitik beschloss der EZB-Rat Anfang Dezember 2011 eine Erhöhung der Verfügbarkeit von Sicherheiten, die bei der Refinanzierung von Banken bei der EZB hinterlegt werden müssen. Die EZB kündigte hierzu an, das Mindestrating von gewissen Asset-Backed Securities zu senken und die Zulassungskriterien für Einzelkredite zu erweitern (Tabelle 2). Beides zielte speziell darauf ab, Bankkredite an KMU und private Haushalte zu unterstützen.

Beispielsweise konnten Banken KMU-Kredite nun zu ABS bündeln und als Sicherheiten hinterlegen. Die Zulassung von Einzelkrediten hatte zum Ziel, auch kleineren Banken besseren Zugang zur Refinanzierung des Eurosystems zu ermöglichen.

Tabelle 2: Wichtige Schritte bei der Lockerung der Sicherheitsanforderungen seit Beginn der Euro-Schuldenkrise

Datum der Ankündigung (A) / Einführung (E)	Maßnahme
3.5.2010 (A/E)	Griechenland: Aussetzen der Mindestbonitätsanforderungen für marktfähige Schuldtitel, die von der griechischen Regierung selbst herausgegeben oder garantiert sind
1.1.2011 (E)	Termineinlagen als notenbankfähige Sicherheiten eingestuft (EZB-Jahresbericht)
31.3.2011 (A/E)	Irland: Aussetzen der Mindestbonitätsanforderungen für marktfähige Schuldtitel, die von der irischen Regierung selbst herausgegeben oder garantiert sind
7.7.2011 (A/E)	Portugal: Aussetzen der Mindestbonitätsanforderungen für marktfähige Schuldtitel, die von der portugiesischen Regierung selbst herausgegeben oder garantiert sind
21.9.2011 / 1.1.2012	Zulassung von (nicht besicherten) Bankschuldverschreibungen, die nicht auf regulierten Märkten gehandelt werden. Damit können Banken auch eigene Schuldverschreibungen hinterlegen, die sie nur für die Refinanzierung beim Eurosystem auflegen Reduzierung des Anteils von unbesicherten Bankschuldverschreibungen an den bei der EZB hinterlegten Sicherheiten von 10 auf 5 Prozent
8.12.2011 (A)	ABS: Senkung des (zweitbesten) Mindestratings von ABS, die entweder nur auf Hypotheken auf private Wohnimmobilien oder nur auf Krediten an KMU basieren von „Triple A“ auf „Single A“ – also mindestens A- bei S&P und Fitch und mindestens A3 bei Moody's
8.12.2011 / 9.2.2012	Einzelkredite: Vorübergehende Erweiterung der Zulassungskriterien für nicht notleidende Einzelkredite von Banken, etwa an Haushalte und Unternehmen. Die Bewertung liegt auf Basis von gemeinsamen Rahmenrichtlinien in der Verantwortung der nationalen Notenbanken aus den Ländern, die diese Möglichkeit wahrnehmen (IRL, SP, F, I, CY, AU, P, GR) und die auch die Risiken allein tragen (Zustimmung des EZB-Rats zu den Detailanforderungen notwendig)
22.6.2012 (A)	ABS: Reduzierung der Anforderungen: Zulassung auch von ABS auf

	<p>Basis von Konsum- und Leasingkrediten (inkl. für Autos) und gewerblichen-Hypotheken mit zweitbestem Mindestrating von „Single A“ (Abschlag von 16 Prozent)</p> <p>ABS: Zulassung von verschiedenen ABS (u.a. der zuvor genannten Arten) mit zweitbestem Mindestrating von „Triple B“, falls die Basiskredite einen homogenen Pool darstellen und kontinuierlich bedient werden (Abschläge von 26 bis 32 Prozent).</p>
6.9.2012 (A)	<p>Staatsanleihen: Generelle Aussetzung der Mindestratinganforderungen für marktfähige Schuldtitel, die von der Regierung selbst herausgegeben oder garantiert sind. Gilt nur für Euroländer, die für OMT zugelassen sind oder sich unter dem Rettungsschirm befinden und die Reformbedingungen einhalten:</p> <p>Erneute Zulassung von marktfähigen Schuldtiteln in Fremdwährung, die im Euroraum gehalten werden (war zuvor bereits zwischen Oktober 2008 und Dezember 2010 erfolgt)</p>
28.11.2012	<p>Verschärfung der Anforderungen an marktfähige Sicherheiten (Ausschluss von inverse floaters und Wertpapieren mit komplexen Kuponstrukturen)</p> <p>ABS: Einschränkung der Verwendung und Verschärfung der Informationsanforderungen</p> <p>Verschärfung der Anforderungen an externe Kreditbewertungssysteme</p>

ABS: Asset-Backed Securities (strukturierte Wertpapiere, hinter denen Sicherheiten wie etwa Kreditforderungen stehen)

Quelle: EZB Monatsberichte, verschiedene Ausgaben

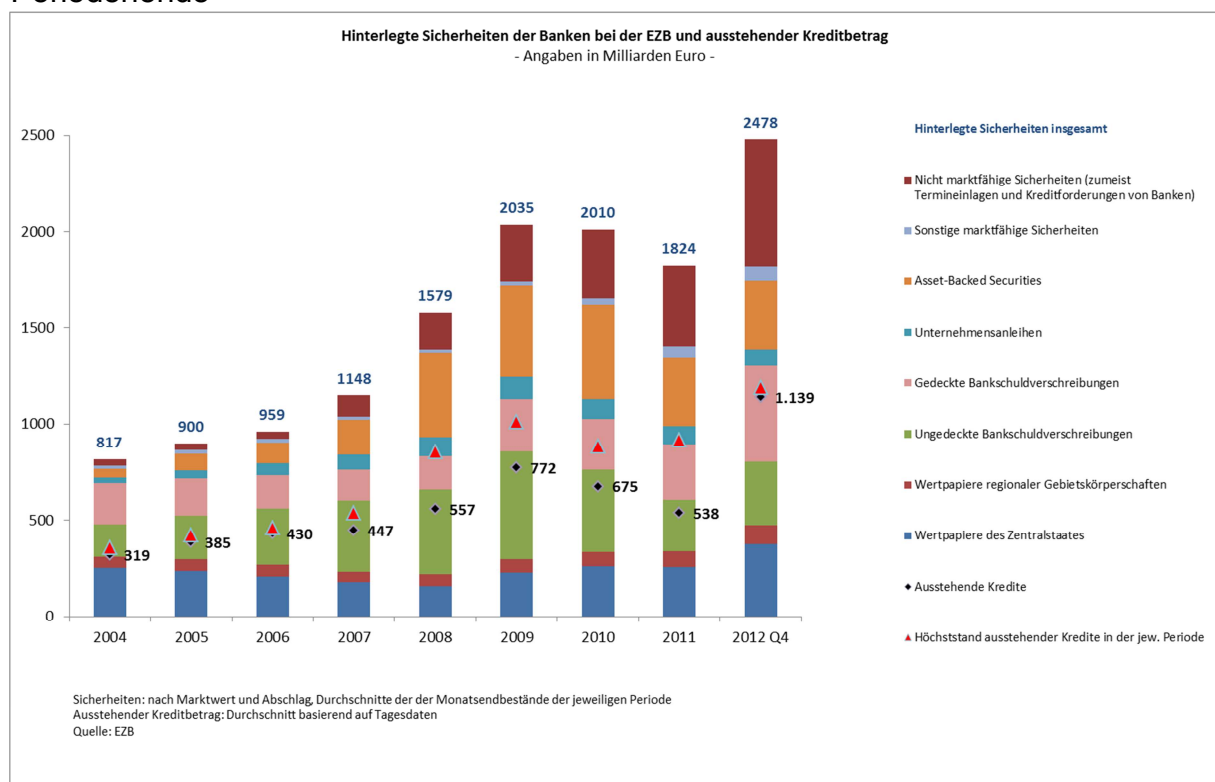
Bereits zuvor hatte das Eurosystem die Anforderungen an Sicherheiten nach und nach gelockert. So waren im Zuge der globalen Finanzkrise beispielsweise Asset-Backed-Securities in größerem Ausmaß zugelassen worden (Abbildung 16). Zudem wurden die Bonitätsanforderungen für Staatsanleihen Griechenlands, Irlands und Portugals ausgesetzt und Anfang 2011 Termineinlagen als Sicherheiten zugelassen. Auch im Verlauf des Jahres 2012 wurden die Anforderungen an die zu hinterlegenden Sicherheiten weiter gelockert, wie Tabelle 2 zeigt.

Der Grund für diese Strategie liegt darin, dass die Banken in den Krisenländern aufgrund des zusammengebrochenen Interbankenmarktes und der Kapitalflucht in sehr großem Maße auf die Refinanzierung bei der EZB angewiesen waren. Zugleich verfügten sie nicht über genügend qualitativ hochwertige Sicherheiten, um die

Möglichkeiten der erweiterten Liquiditätspolitik der EZB in vollem Maße zu nutzen. Dazu trug auch der Wertverlust der Sicherheiten (etwa von Staatsanleihen) im Zuge der Euro-Schuldenkrise bei. Damit ist die Senkung der Sicherheitsanforderungen elementarer Bestandteil der erweiterten Liquiditätspolitik der EZB, ohne den sie nicht hinreichend hätte wirksam werden können. Vor allem die beiden LRGs wären ohne die weitere Lockerung der Sicherheitsanforderungen Anfang Dezember 2011 nicht in gleichem Umfang für die Banken der Krisenländer nutzbar gewesen.

Abbildung 16: Von der EZB akzeptierte Sicherheiten

In Mrd. Euro; nach Bewertung und Abschlag; Durchschnitte der Bestände am Periodenende



Quelle: EZB, 2012

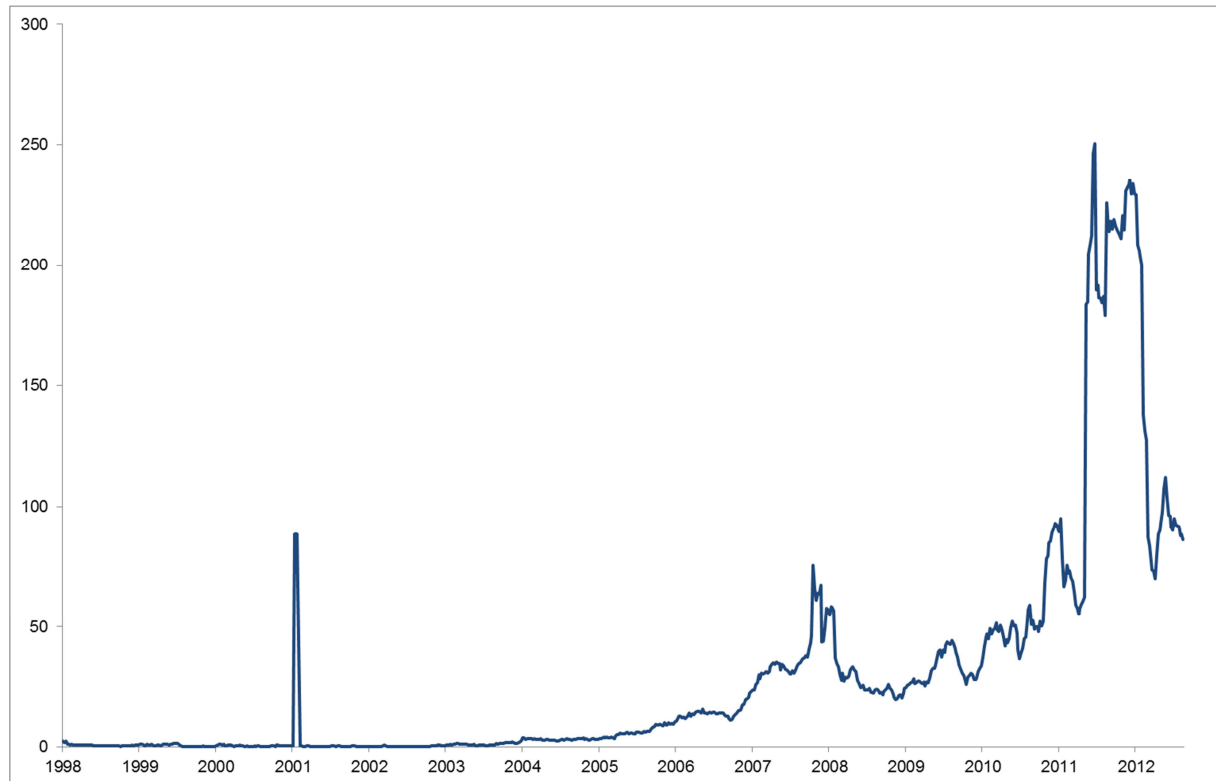
Notfallliquidität ELA

Wenn Banken nicht (mehr) hinreichende vom Eurosystem akzeptierte Sicherheiten aufweisen können, so erlaubt die EZB den NZB grundsätzlich, auf eigenes Risiko so genannte Notfallkredite (Emergency Liquidity Assistance, ELA) zu vergeben. Im Gegensatz zum Ausfall anderer Refinanzierungskredite, für die die Mitgliedsstaaten des Eurosystems gemäß ihrer Kapitalanteile haften, haften in diesem Fall nur die NZB selbst für die von ihnen vergebenen ELA-Kredite. Mit dieser Risikoallokation sollen die nationalen Notenbanken von einer zu laxen Kreditvergabe abgehalten und die Risiken für die übrigen Euro-Partner begrenzt werden. Der EZB-Rat kann die ELA-Möglichkeiten der nationalen Zentralbanken einschränken. ELA-

Refinanzierungskredite (Abbildung 17) wurden vor allem von den Zentralbanken Griechenlands, Irlands und Zyperns genutzt.

Abbildung 17: Notfall-Liquiditätshilfen des Eurosystems

In Mrd. Euro



Quelle: Europäische Zentralbank

5.3 Käufe von besicherten Anleihen

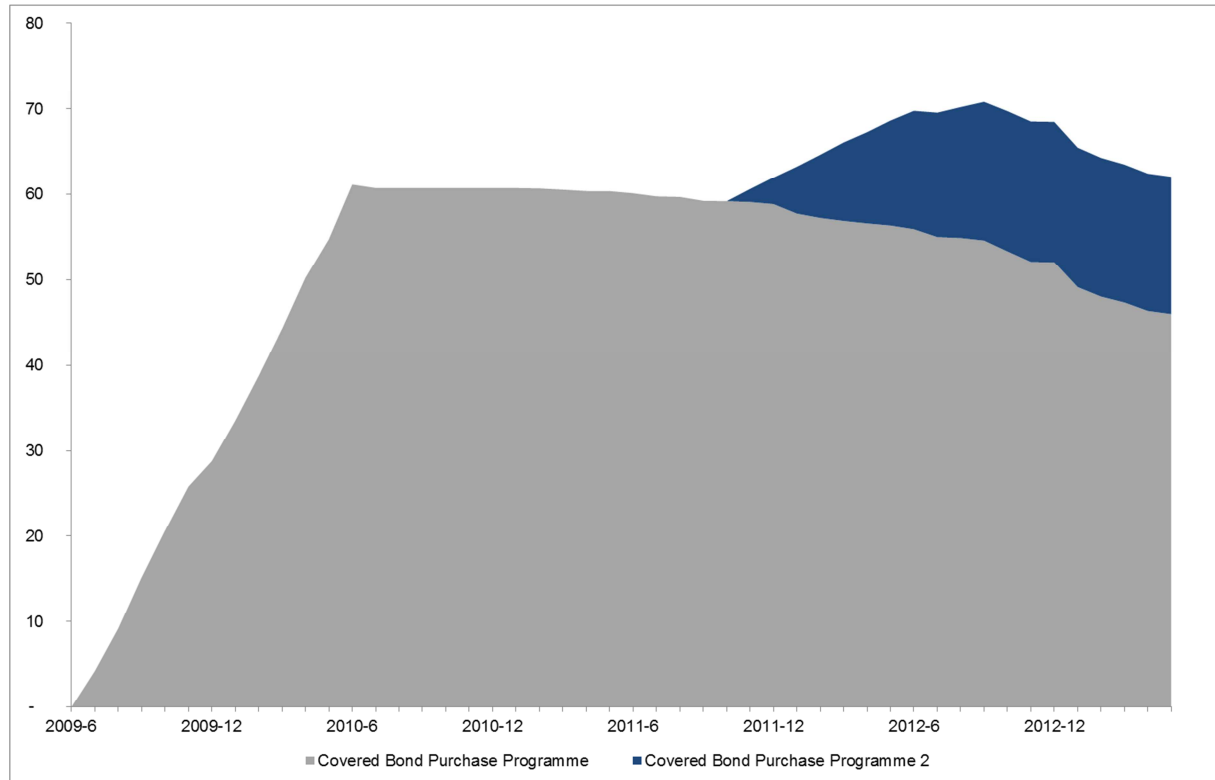
Im Zuge der Lehman-Krise ist der Verbriefungsmarkt eingebrochen. Anstatt besicherte Anleihen nur befristet als Kreditsicherheit entgegenzunehmen, beschloss die EZB, diese nun aktiv zu kaufen. Damit wollte die EZB diesen Markt wiederbeleben. Besonders stark belastet waren die Märkte in Spanien und Irland. Die besicherten Anleihen waren dort durch das Platzen der dortigen Immobilienblasen unter Druck geraten und hatten an Wert verloren, teilweise waren sie ausfallgefährdet. Besonders Banken und Versicherungen hielten diese Papiere.

Die EZB plante im Rahmen des Covered Bond Purchase Programm (CBPP) derartige Papiere für bis zu 60 Milliarden Euro auf dem Primär- und dem Sekundärmarkt zu kaufen und damit in ihre Bilanz zu nehmen. Damit nahm sie den bisherigen Besitzern das Ausfallrisiko und trägt es stattdessen selbst. Ziel dabei war die Erleichterung der Refinanzierungsbedingungen für Kreditinstitute und Unternehmen sowie die Aufrechterhaltung der Kreditgewährung der Banken an die Bankkunden. Im Vergleich zu den Kaufprogrammen für besicherte Anleihen der

Federal Reserve und der Bank of England war das Programm der EZB aber eher klein und endete bald wieder.

Abbildung 18: Bestände an Wertpapieren der Anleiheankaufprogramme CBPP und CBPP2

In Mrd. Euro



Dass CBPP2 startete erst im Herbst 2011

Quellen: Europäische Zentralbank, Bloomberg

Ab November 2011 (bis Oktober 2012) begann die EZB zudem ein zweites Ankaufprogramm für besicherte Wertpapiere (Covered Bonds Purchase Programme CBPP2).⁵ In dessen Rahmen plante sie den Kauf von weiteren 40 Milliarden Euro. Davon wurden jedoch nur 16 Mrd. Euro durch die Banken abgefragt (Abbildung 18). Laut EZB verringerte sie ab April 2012 das Tempo ihrer Wertpapierkäufe und reagierte damit auf die wieder gestiegene Nachfrage der privaten Anleger nach gedeckten Schuldverschreibungen sowie auf das geringere Angebot an diesen Wertpapieren. Eine Wiederaufnahme des Programms ist nach Angaben der EZB möglich, sofern dies geldpolitisch geboten ist.

⁵ Das erste Programm hatte eine Laufzeit von Juli 2009 bis Ende Juni 2010 mit einem Umfang von 60 Mrd. Euro. Die EZB bot beim zweiten Programm an, in Euro lautende notenbankfähige Pfandbriefe mit einer maximalen Laufzeit von 10,5 Jahren, einem Emissionsvolumen von mindestens 300 Milliarden Euro und mindestens einem „BBB-“ Rating aufzukaufen. Damit lag die Bonität der Papiere unter der früher geforderten „A-“ Bonität. Die aufgekauften Pfandbriefe beabsichtigt die EZB bis zu ihrem Laufzeitende zu halten.

5.4 Käufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt: eine Chronik

Die Staatsanleihekäufe der EZB stellen die bisher wohl stärkste Änderung in der Geldpolitik der EZB dar und vor allen die umstrittenste.⁶ Hintergrund dieser Maßnahme ist der Zusammenbruch der geldpolitischen Transmission. Wie im vorherigen Kapitel analysiert, sind trotz der Leitzinssenkungen der EZB die Zinsen von Unternehmenskrediten in den Krisenländern kaum gesunken und teils sogar weiter gestiegen.

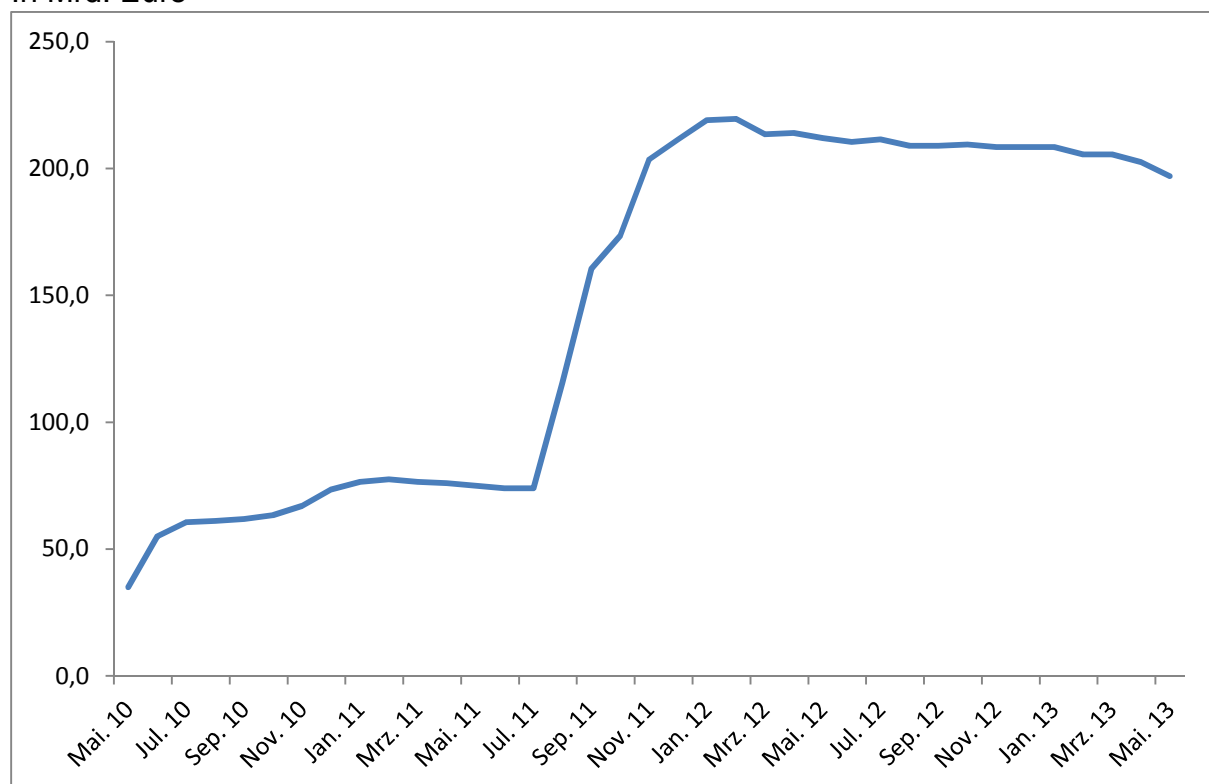
Bei dieser neuen geldpolitischen Maßnahme nimmt die EZB die Staatsanleihen nicht nur temporär wie im Rahmen der üblichen Refinanzierungsgeschäfte für Banken als Sicherheiten entgegen, sondern kauft diese auf eigene Rechnung am Sekundärmarkt. Das Ziel dieser Interventionen ist, die Kurse der Staatsanleihen zu stabilisieren, um so den schädlichen Staat-Banken-Nexus zu unterbrechen und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus wieder herzustellen. Es soll also wieder gewährleistet werden, dass die klassischen geldpolitischen Instrumente, wie Leitzinsänderungen in allen Ländern der Eurozone hinreichend auf die Kreditvergabe der Banken an Haushalte und Unternehmen durchwirken.

Die ersten Aufkäufe von Staatsanleihen begannen mit dem Securities Markets Programme (SMP) am 10. Mai 2010. Allein im Mai und Juni 2010 hat die EZB Staatsanleihen im Wert von über 55 Milliarden Euro gekauft (Abbildung 19), vermutlich vorwiegend Anleihen der Staaten Griechenland, Portugal und Irland. Ab Juli 2010 wurden die monatlichen Kaufsummen aber bereits wieder deutlich geringer. Doch als die Krise im Herbst 2010 auf Irland und Portugal übersprang, agierte die EZB wieder etwas stärker im Rahmen des SMP. Sie konnte damit allerdings nicht verhindern, dass auch diese beiden Staaten (neben Griechenland) letztlich unter den Rettungsschirm schlüpfen mussten (Irland im November 2010 und Portugal im April 2011).

⁶ Ob die Staatsanleihekäufe der EZB von ihrem Mandat gedeckt sind, wird erörtert in Matthes/Demary, 2013, EZB auf Abwegen? Teil 2: Stellen die Staatsanleihekäufe der EZB eine Mandatsüberschreitung dar?, IW policy paper, erscheint in Kürze

Abbildung 19: Bestand der Staatsanleihen des Eurosystems im Rahmen des SMP

In Mrd. Euro



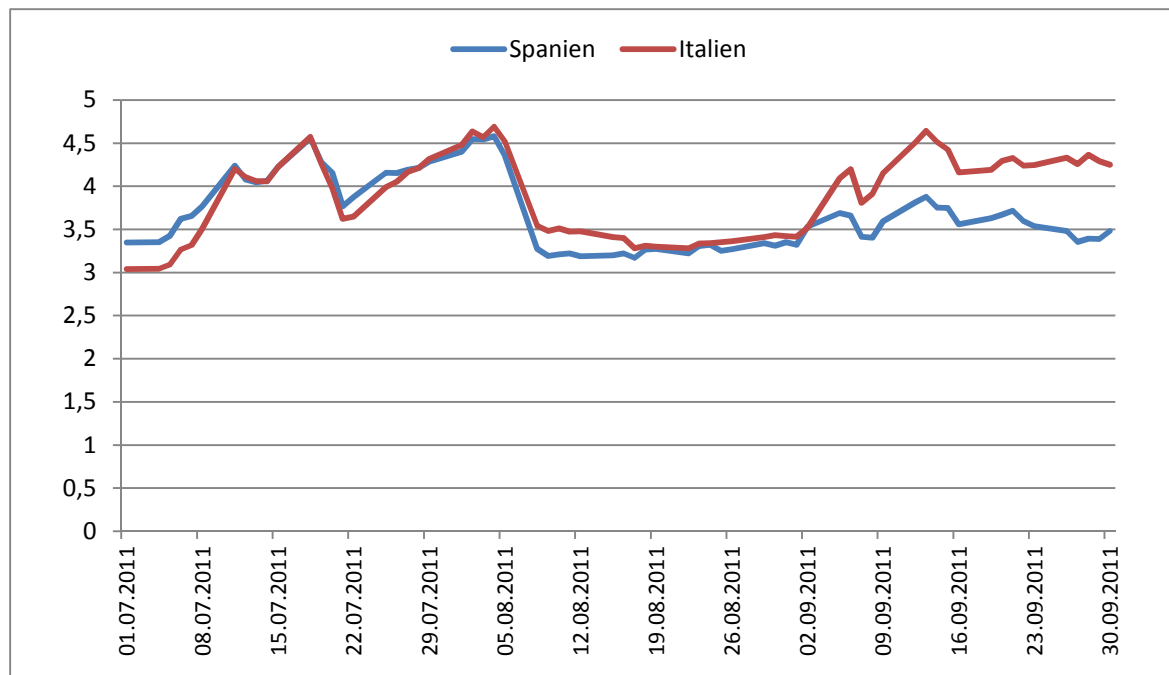
Angaben zum Monatsende

Quelle: Bloomberg

Damit schien die Euro-Schuldenkrise zunächst unter Kontrolle. Der Rettungsschirm würde – nach seiner Erweiterung – groß genug sein, um die drei kleinen Krisenländer im Rahmen der Anpassungsprogramme drei Jahre vom Finanzmarkt zu nehmen und ihnen die nötige Zeit für Reformen zu geben. Die EZB ließ in der Folge ihr SMP-Programm ab März 2011 ruhen und erhöhte in dieser Phase sogar die Leitzinsen in zwei Schritten um insgesamt 0,5 Prozentpunkte.

Ab Anfang Juli 2011 sprang die Krise dann aber auf Italien und Spanien über und die Staatsanleihezinsen beider Länder stiegen deutlich (Abbildung 20). Dazu hatte sehr wahrscheinlich der Grundsatzbeschluss für eine Privatsektorbeteiligung in Griechenland beigetragen. Daneben hatte der damalige italienische Ministerpräsident Berlusconi den Konsolidierungskurs seines Finanzministers kritisiert, was Zweifel am Reformkurs der italienischen Regierung aufkommen ließ.

Abbildung 20: Zinsen auf zweijährige Staatsanleihen (Juli bis September 2011)
Angaben in Prozent



Quelle: Bloomberg

Diese Entwicklung war gefährlich. Zwar erschien ein gewisser Zinsanstieg in Italien aufgrund der politischen Irritationen gerechtfertigt. Doch war anhand der Fundamentaldaten nur wenig nachvollziehbar, wieso sich die Zinsen auf spanische Staatsanleihen im Zuge offensichtlicher Ansteckungseffekte fast im Gleichschritt bewegten (Abbildung 20). Zudem drohten die Zinssteigerungen zu überschießen, da Finanzmärkte in Krisenzeiten erfahrungsgemäß zu Überreaktionen neigen, etwa im Zuge von Herdenverhalten oder von spekulativen Attacken. Vor allem aber bestand die Gefahr, dass sich eine sich selbst verstärkende Zinsspirale herausbilden könnte. Denn höhere Zinsen erhöhen die Insolvenzwahrscheinlichkeit, was wiederum über eine schlechtere Bonität der Staaten zu erneuten Zinssteigerungen führen kann. Bei anhaltenden Zinssteigerungen hätte möglicherweise eine Zahlungsunfähigkeit Italiens und Spaniens gedroht, falls beide Länder sich kaum noch oder nur sehr teuer am Finanzmarkt hätten verschulden können. In Zuge einer solchen Entwicklung wäre die geldpolitische Transmission wohl sehr stark beeinträchtigt worden. Daher nahm die EZB am 8. August 2011 die Staatsanleihekäufe im Rahmen des SMP-Programms wieder auf.

Abbildung 19 macht deutlich, dass die EZB die Zinsen der zweijährigen italienischen Staatsanleihen nur im August 2011 unter die Marke von 3,5 Prozent drückte. Danach ließ sie die Zinsen wieder deutlich steigen, nachdem die Regierung Berlusconi Ende August ihr avisiertes Sparpaket aufweichen wollte, indem sie unpopuläre

Maßnahmen wie eine Reichensteuer und eine Mehrwertsteuererhöhung daraus strich. Als der Druck der Finanzmärkte wieder spürbarer wurde, fanden diese Reformen den Weg zurück in das Sparpaket.

Aufgrund des größeren Volumens der Staatsanleihemärkte Spaniens und Italiens waren deutlich höhere Kaufsummen als vor dem August 2011 nötig (Abbildung 19), als die EZB mutmaßlich noch keine Wertpapiere dieser Staaten gekauft hatte. Da der Verkaufsdruck an den Finanzmärkten offenbar anhielt, erhöhte sich der Staatsanleihebestand in den Folgemonaten nach dem August schnell und deutlich.

Zwischen Ende Oktober und Ende November stiegen dann die Zinsen auf zweijährige italienische Staatsanleihen – trotz der EZB-Käufe – von 4,5 Prozent recht rasch und deutlich auf einen Spitzenwert von über 7,6 Prozent. Dahinter stand vermutlich die Regierungskrise in Italien, die im Rücktritt Berlusconis Mitte November mündete, was die Finanzmärkte offenbar verunsicherte. Ob der Zinsrückgang auf rund unter 6 Prozent Anfang Dezember an den weiteren Staatsanleihekäufen der EZB oder am aufkommenden Vertrauen in die Nachfolgeregierung Monti lag, lässt sich nur schwer sagen.

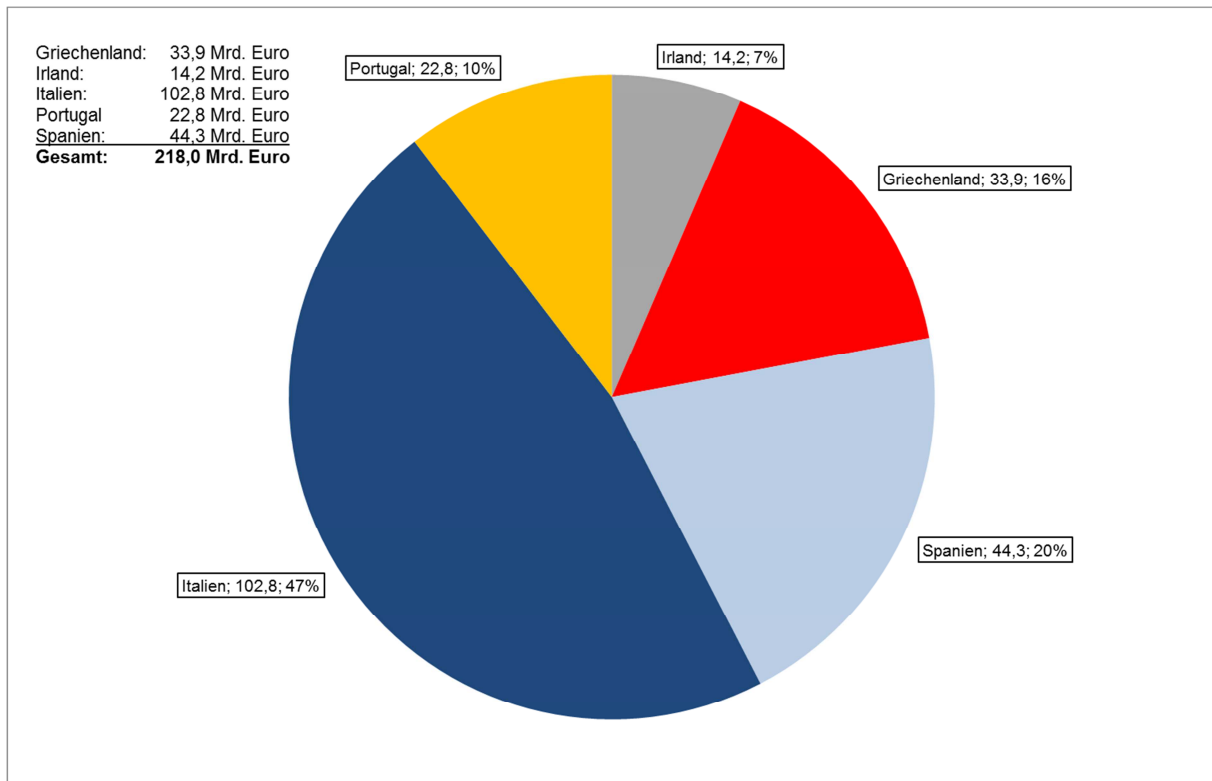
Doch die Situation blieb prekär. Denn die Euro-Schuldenkrise schien sich weiter auszubreiten. Die Sorgen vor einem Auseinanderbrechen der Eurozone wurden immer größer, nachdem im November auch die Zinsen auf Staatsanleihen anderer Länder wie Belgien, Österreichs und Frankreich zeitweise deutlich gestiegen waren. Auch hier drohte die fatale Verflechtung zwischen Problembanken und Staat zu einem immer größeren Problem zu werden. Schließlich war im Laufe des Herbstes 2011 klar geworden, dass auch Versuche, die Finanzmittel des Euro-Rettungsschirms durch eine Hebelung zu vervielfachen, nur wenig effektiv sein würden. Es blieb damit für große Staaten wie Italien und Spanien nur die EZB als Krisenretterin, weil der Euro-Rettungsschirm zu klein für ein glaubwürdiges Auffangen sein würde.

Erneut sah sich die EZB daher zu außergewöhnlichen Maßnahmen gezwungen. In direkter zeitlicher Nähe zu der Grundsatzentscheidung der Staats- und Regierungschefs der EU, einen Fiskalpakt mit nationalen Schuldenbremsen einzuführen, beschloss sie die Liquiditätsschleusen noch weiter zu öffnen. Sie kündigte wie erwähnt zwei dreijährige Langfristrefinanzierungsgeschäfte im Dezember 2011 und Februar 2012 an und lockerte die Sicherheitsanforderungen deutlich. Damit beruhigten sich die Finanzmärkte ab Anfang 2012 deutlich und die EZB stellte die SMP-Käufe nach und nach wieder ein (Abbildung 19).

Insgesamt hatte die EZB bis dahin Staatsanleihekäufe von rund 220 Milliarden Euro getätigt. Der Staatsanleihebestand der EZB verringerte sich nach dem Abflauen der Käufe nach und nach, weil einzelne Tranchen durch die Staaten zum Laufzeitende zurückgezahlt wurden. Abbildung 21 zeigt die Aufteilung des bis Februar 2013

verbliebenen Bestands. Demnach entfällt nahezu die Hälfte auf italienische und rund ein Fünftel auf spanische Staatsanleihen.

Abbildung 21: Verteilung der durch das Eurosystem gekauften Staatsanleihen
In Mrd. Euro, Stand: 21.2.2013



Quelle: Europäische Zentralbank

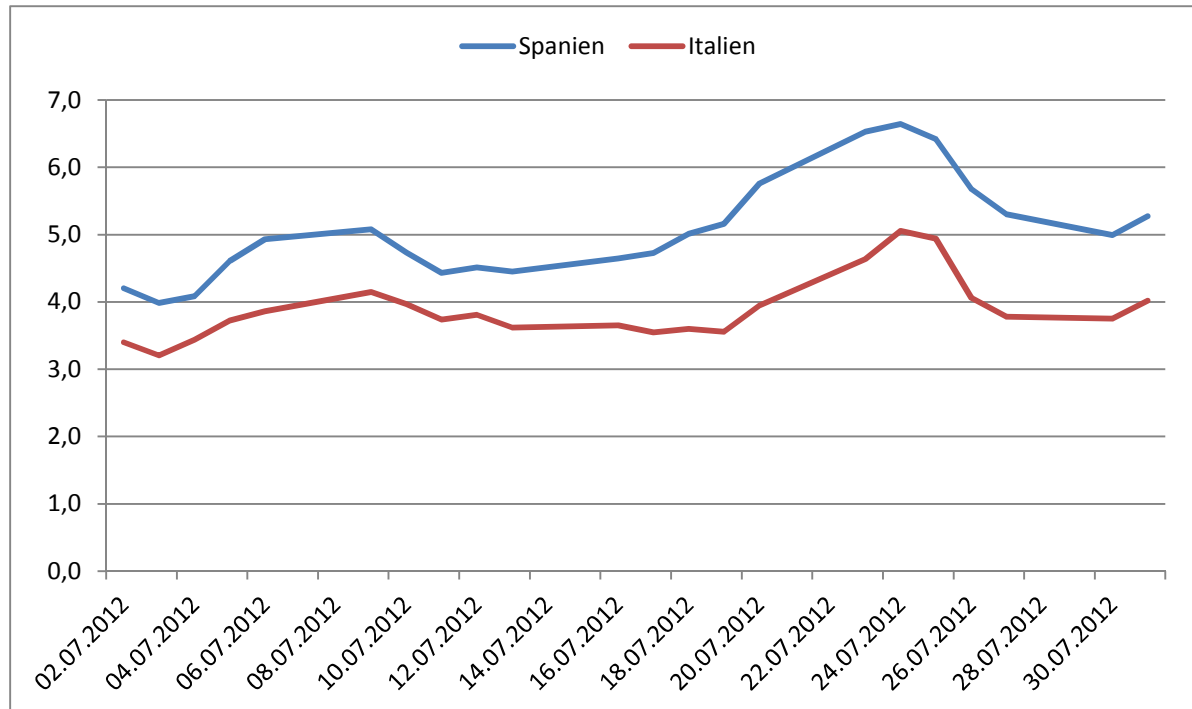
Insgesamt ist die Bilanz des SMP gemischt. Zwar gelang es in besonders kritischen Phasen meist, ein starkes Ansteigen der Staatsanleihezinsen zu verhindern, vor allem im August 2011 nach dem Überspringen der Krise auf Italien und Spanien. Doch konnte das SMP nicht für eine dauerhafte Beruhigung der Finanzmärkte sorgen.

Das gelang der EZB auch mit den Langfristrefinanzierungsgeschäften nicht dauerhaft. Denn nach der Beruhigung im ersten Halbjahr 2012 kam es im Sommer erneut zu einem starken Aufflammen der Krise, vor allem auch weil die Probleme im Bankensektor der Krisenländer (und vor allem in Spanien) trotz gewisser Fortschritte virulent blieben. Wieder stiegen die Zinsen auf die zweijährigen Staatsanleihen von Spanien und Italien stark an. Allein in den acht Tagen bis zum 24. Juli war eine Erhöhung von rund zwei Prozentpunkten in Spanien und von rund 1,5 Prozentpunkten in Italien zu verzeichnen (Abbildung 22). Es gab zudem Anzeichen, dass aus Sorge vor einem Austritt dieser Länder aus der EWU wieder Wechselkursrisiken in die Staatsanleihezinsen eingepreist wurden (vgl. Abbildung

10). Erneut drohte damit im Zuge gegenseitiger Ansteckungseffekte die Gefahr einer fatalen sich selbst verstärkenden Zinsspirale.

Abbildung 22: Zinsen auf zweijährige Staatsanleihen (Juli 2012)

Angaben in Prozent



Quelle: Bloomberg

Erneut sah sich die EZB gezwungen einzugreifen und dies zu verhindern. Sie kündigte dazu mit dem OMT (Outright Monetary Transactions) ein neues Staatsanleihekaufprogramm an. Zunächst verkündete EZB-Präsident Draghi am 26. Juli 2012 in einer Rede in London: „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“ Er stellte also in Aussicht, dass die EZB bereit sei, alles zu tun, um den Euro zu erhalten. Am 6. September veröffentlichte die EZB dann die Details des OMT. Das SMP-Programm wurde zeitgleich eingestellt.

Das OMT unterscheidet sich in einigen wichtigen Gesichtspunkten recht deutlich vom SMP, da die EZB aus den bisherigen Erfahrungen gelernt hatte. Die Unterschiede zwischen beiden Programmen werden im Folgenden genauer aufgezeigt und in Tabelle 3 ausführlich dokumentiert.

Tabelle 3: EZB-Programme zum Aufkauf von Staatsanleihen im Vergleich

Bezeichnung	Securities Markets Programme (SMP)	Outright Monetary Transactions (OMT)
Ziel	Sicherstellung von geldpolitischer Transmission und Einheitlichkeit der Geldpolitik, Preisstabilität in der mittleren Frist, Sicherung von Markttiefe und Liquidität in den gestörten Marktsegmenten	Sicherstellung von geldpolitischer Transmission und Einheitlichkeit der Geldpolitik
Programm-laufzeit	10. Mai 2010 bis Start des OMT-Programms	Bislang noch keine Aktivierung
Umfang	Käufe im Wert von bis zu 220 Mrd. Euro, Umfang wurde vom EZB-Rat festgelegt	Potenziell unbegrenzt, noch keine Käufe getätigt
Konditionalität	Keine	EZB-Rat entscheidet über Aufnahme, Fortsetzung und Einstellung einzelner Länder. OMT muss aus geldpolitischer Sicht geboten sein, Programmteilnahme an EFSF/ESM nötig, mit Programm verbundene Konditionalität muss erfüllt sein, Zugang zum Kapitalmarkt muss gewährleistet sein, Transaktionen können eingestellt werden, IWF soll in Programme einbezogen werden
Geltungsbereich der Konditionalität	keine	Makroökonomische Anpassungsprogramme, vorsorgliche Programme, bereits laufende Programme
Laufzeit der Anleihen	Nicht bekannt	1 bis 3 Jahre Laufzeit
Beschränkungen	In Euro nominierte öffentliche Schuldverschreibungen auf dem Sekundärmarkt, private Schuldverschreibungen von Inländern auf dem Primär- sowie	Keine quantitative Beschränkung

	dem Sekundärmarkt, Wertpapiere, die im Eurosystem als tragfähig angesehen werden, de facto nur begrenzter Einsatz des SMP	
Umkehrbarkeit	Anleihen werden bis zur Fälligkeit gehalten	Vorzeitiger Anleiheverkauf möglich, Einstellung der Ankäufe, wenn es geldpolitisch nicht länger notwendig ist oder wenn Länder sich nicht an Programme halten
Explizite Zinsgrenze	Nein	Nein
Gläubigerstatus EZB	Seniorität	Gleiche Behandlung wie private und sonstige Gläubiger
Sterilisierung	Durch gezielte Operationen und wöchentliche Abschöpfung der bereitgestellten Liquidität	Liquidität wird vollständig sterilisiert
Transparenz	Wöchentliche Veröffentlichung des Volumens	Wöchentliche Bekanntgabe des Gesamtbestands und des Marktwerts, monatliche Bekanntgabe der durchschnittlichen Duration, monatliche Aufschlüsselung nach Ländern

Quellen: EZB, Deutsche Bundesbank, Sachverständigenrat

Folgende Unterschiede sind besonders hervorzuheben:

- Im Rahmen des OMT werden nur Anleihen mit einer Restlaufzeit von ein bis drei Jahren gekauft.
- Im Gegensatz zum SMP sind die Käufe der Staatsanleihen am Sekundärmarkt im Rahmen des OMT nicht mengenmäßig beschränkt.
- Das OMT ist an Konditionen gebunden, was beim SMP nicht der Fall war. Die EZB kauft im Rahmen des OMT nur dann Staatsanleihen eines Landes auf, wenn es an einem vollen Anpassungs- und Hilfsprogramm (oder einem bestimmten vorsorgliches ESM-Programm namens Enhanced Conditions Credit Line - ECCL) teilnimmt und die Reformbedingungen einhält.

- Im Gegensatz zum SMP gibt die Zentralbank beim OMT den (de facto) Status des bevorzugten Gläubigers auf und wird gleich behandelt wie private und sonstige Gläubiger. Wenn die EZB einen Senioritätsstatus hätte, würde mit zunehmenden Anleihekäufen der EZB die verbleibenden Anleihen im Falle einer Staatsinsolvenz höhere Verlustrisiken tragen. Die damit einhergehenden höheren Risikoprämien könnten den gewünschten Rückgang der Zinsen am Sekundärmarkt verhindern.

Wie auch beim SMP wird die Liquidität beim OMT vollständig sterilisiert. Der Zuwachs an Liquidität im Euro-Bankensystem, der durch die Staatsanleihekäufe der EZB resultiert, wird folglich – wie beim SMP praktiziert – durch gezielte geldpolitische Gegengeschäfte wieder vollständig sterilisiert. Damit steigt die Geldmenge durch die Staatsanleihekäufe nicht. Die zuweilen geäußerte Behauptung, die EZB werfe mit den Staatsanleihekäufen die Druckerpresse an und schaffe damit große Inflationsgefahren, ist folglich als eine grobe Irreführung anzusehen.

Bis zum August 2013 hat die EZB noch keine Staatsanleihen im Rahmen des OMT-Programms gekauft. Die bloße Ankündigung von EZB-Präsident Mario Draghi scheint die Märkte ausreichend beruhigt zu haben.⁷

6. Erfolge und mögliche Risiken der unkonventionellen Geldpolitik

6.1 Erfolge der unkonventionellen Geldpolitik

Nachdem die EZB mit ihren konventionellen geldpolitischen Maßnahmen in der Banken- und Staatsschuldenkrise an Grenzen stieß, gelang es ihr, mit einer Reihe von ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen die Lage in den Griff zu bekommen.

- Durch die erweiterte Liquiditätspolitik (Vollzuteilung, Langfristtendern, Lockerung der Sicherheitsanforderungen, ELA) ersetzte sie den zusammengebrochenen Interbankenmarkt. Damit verhinderte sie, dass Liquiditätsprobleme von Banken diese in Solvenzprobleme führen. Hierdurch schaffte sie es vor allem zum Ende 2011 und Anfang 2012 eine vermutlich gravierende Kreditklemme in den Krisenländern zu verhindern.
- Das SMP schaffte es nicht ganz so erfolgreich wie sein Nachfolger das OMT die Märkte für Staatsanleihen zu beruhigen. Doch gelang es, Zinsspiralen und damit eine mögliche Kriseneskalation zu verhindern. Damit schaffte die EZB

⁷ Zur Beruhigung der Märkte dürften auch zwei weitere Faktoren beigetragen haben. So hatten sich die Eurostaaten im Juni 2012 grundsätzlich darauf geeinigt, die fiskalische Integration zu vertiefen und dabei vor allem eine Bankenunion einzurichten sowie dem ESM eine direkte Bankenhilfe zu ermöglichen, wenn eine zentrale Bankenaufsicht in der Eurozone errichtet ist. Darüber hinaus erklärte das Bundesverfassungsgericht ebenfalls Anfang September 2012 den Euro-Rettungsschirm ESM unter Auflagen als verfassungsgemäß.

eine wichtige Voraussetzung, um den unterbrochenen Zinskanal als geldpolitischen Übertragungsmechanismus wieder zum Funktionieren zu bringen.

6.2 Risiken und Nachteile der unkonventionellen Geldpolitik

Auch wenn die EZB mit ihren unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen wichtige Erfolge verbuchen konnte, sind diese Maßnahmen nicht ohne Risiken und Probleme:

So wird unter Experten kontrovers diskutiert, ob die EZB mit den Staatsanleihekäufen ihr Mandat überschreitet.⁸

In diesem Zusammenhang stellt sich auch die Frage, ob die Krisenhilfen der EZB ihre Unabhängigkeit gefährden und zu problematischen Fehlanreizen führen. So könnten die Zinserleichterungen durch die Staatsanleihekäufe den Reformwillen der Staaten erlahmen lassen. Und die erweiterte Liquiditätspolitik birgt die Gefahr, dass eigentlich insolvente Banken am Leben gehalten werden statt restrukturiert oder abgewickelt zu werden. Ein genauer Blick auf die Sachlage relativiert diese Befürchtungen jedoch.⁹

Zudem hat das Eurosystem zunehmend Wertpapiere und Staatsanleihen mit zweifelhafter Bonität – und damit nennenswerte Risiken – in seine Bilanzen genommen. Bei einem (unwahrscheinlichen) Schuldenschnitt eines Staates könnten so erhebliche Verluste für das Eurosystem entstehen, die die Zentralbankgewinne und damit auch die Gewinnüberweisungen an die nationalen Staatshaushalte vermindern oder im Extremfall sogar Nachschusspflichten bedingen würden. Da im Rahmen des SMP einseitig Staatsanleihen der Krisenländer gekauft wurden, sind Verlustrisiken vergemeinschaftet worden. Risiken im Eurosystem sind auch im Rahmen der erweiterten Liquiditätspolitik der EZB entstanden und spiegeln sich unter anderem in den Target2-Salden wider. Dem ist allerdings entgegenzuhalten, dass ohne ein Eingreifen der EZB im Zuge einer Kriseneskalation auch sehr erhebliche Gefahren gedroht hätten.¹⁰

⁸ Siehe dazu Matthes/Demary, 2013, Überschreitet die EZB mit ihren Staatsanleihekäufen ihr Mandat?, in: Wirtschaftsdienst, Bd. 93, Heft 9 sowie für eine ausführlichere Diskussion Matthes/Demary, 2013, EZB auf Abwegen? Teil 2: Überschreitet die EZB mit den Staatsanleihekäufen ihr Mandat?, IW policy paper, erscheint Mitte September

⁹ Siehe zu diesen Fragen: Matthes/Demary, 2013, EZB auf Abwegen? Teil 3: Gefährden die Staatsanleihekäufe die Unabhängigkeit der EZB und bewirken starke Fehlanreize?, IW policy paper, erscheint Ende September.

¹⁰ Für eine genauere Analyse und Bewertung siehe Matthes/Demary, 2013, EZB auf Abwegen? Teil 4: Wie relevant sind die Risiken der EZB-Staatsanleihekäufe für den deutschen Staatshaushalt?, IW policy paper, erscheint im Oktober 2013