

WISO

Mai 2013

Diskurs

Experten und Dokumentationen
zur Wirtschafts- und Sozialpolitik

Money for Nothing and the Risks for Free?

Zu Erfolgen und Risiken der
EZB-Geldpolitik in der Eurokrise



**FRIEDRICH
EBERT** 
STIFTUNG



Expertise im Auftrag der Abteilung Wirtschafts-
und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung

Money for Nothing and the Risks for Free?

Zu Erfolgen und Risiken der
EZB-Geldpolitik in der Eurokrise

Heike Joebges
Maik Grabau

Inhaltsverzeichnis

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis	3
Vorbemerkung	4
Zusammenfassung	5
1. Einleitung	6
2. Was kann, soll und darf die EZB?	8
2.1 Ziele und Aufgaben der EZB	8
2.2 Instrumente der EZB	9
2.3 Herausforderungen in der Währungsunion	11
3. Wie funktioniert Geldpolitik in Normalzeiten?	14
3.1 Was ist konventionelle Geldpolitik?	14
3.2 Instrumente konventioneller Geldpolitik	14
3.3 Realwirtschaftliche Auswirkungen konventioneller Geldpolitik	15
3.4 Grenzen konventioneller Geldpolitik in der Krise	19
4. Unkonventionelle Geldpolitik während der Krise	21
4.1 Was ist unkonventionelle Geldpolitik?	21
4.2 Instrumente unkonventioneller Geldpolitik der EZB	21
4.2.1 Unlimitierte und längerfristige Bereitstellung von Liquidität	21
4.2.2 Akzeptanz schlechterer Sicherheiten	23
4.2.3 Ankauf von Wertpapieren	23
4.2.4 Emergency Liquidity Assistance (ELA)	26
4.3 War die unkonventionelle Geldpolitik erfolgreich?	26
5. Risiken der unkonventionellen Maßnahmen	29
5.1 Ausweitung der EZB-Bilanz: Auswirkung auf die Geldmenge?	29
5.2 Verminderte geldpolitische Steuerbarkeit durch Langfristender	32
5.3 Höhere Risiken bei der EZB	32
5.4 Vergemeinschaftung von Risiken	34
5.5 Inflationsgefahren: regional und auf Vermögensmärkten	38
5.6 Ertragskrise bei Banken, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften	39
6. Ausstiegsoptionen	43
7. Fazit und Ausblick	44
Literaturverzeichnis	46
Die Autorin und der Autor	48

Diese Expertise wird von der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik der Friedrich-Ebert-Stiftung veröffentlicht. Die Ausführungen und Schlussfolgerungen sind von der Autorin und dem Autor in eigener Verantwortung vorgenommen worden.

Abbildungs- und Tabellenverzeichnis

Abbildungen im Text:

Abbildung 1:	EZB-Zinskorridor zwischen Spitzenrefinanzierungsfazität und Einlagenfähigkeit	11
Abbildung 2:	Inflationsraten im Euroraum, in Deutschland und Spanien	12
Abbildung 3:	Immobilienkreditzinsen in Spanien und Deutschland	13
Abbildung 4:	Leitzinssätze ausgewählter Notenbanken	16
Abbildung 5:	Euro-Kurs zum Schweizer Franken und Devisenreserven der Schweizer Notenbank (SNB)	17
Abbildung 6:	Leitzins, Effektivzins und Kreditentwicklung in Deutschland	18
Abbildung 7:	Haupt- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte der EZB	22
Abbildung 8:	Covered Bonds und Staatsanleihen im Bestand der EZB	24
Abbildung 9:	EZB-Käufe von Staatsanleihen im Rahmen des SMP-Programms	25
Abbildung 10:	Wirkung von EZB-Maßnahmen auf die Anleiherendite ausgewählter Euroraumländer	27
Abbildung 11:	Überschussliquidität der Geschäftsbanken bei der EZB	28
Abbildung 12:	Bilanzsummen ausgewählter Zentralbanken relativ zum BIP des jeweiligen Währungsraumes	30
Abbildung 13:	Geldmengenwachstum M3 und Kreditvergabe im Euroraum	31
Abbildung 14:	Entwicklung von EZB-Leitzins und langfristigen Zinssätzen	40
Abbildung 15:	Steilheit der Zinsstruktur und EZB-Leitzins	42
Tabelle 1:	Zuteilung aus den 3-jährigen Tendern nach Gebietszugehörigkeit der Banken	23

Abbildungen im Kasten:

Abbildung 1:	Entwicklung der Target2-Salden am Beispiel Deutschlands und Spaniens	35
Abbildung 2:	Target2-Salden ausgewählter Euroraumländer	36

Vorbemerkung

Die Europäische Zentralbank (EZB) wurde und wird im Zuge der Finanz-, Wirtschafts- und Staatsschuldenkrise in der Euro-Zone vor große Herausforderungen gestellt. In den zurückliegenden Monaten und Jahren hat sie im Rahmen ihrer Geldpolitik neben konventionellen Maßnahmen zunehmend auch auf unkonventionelle Maßnahmen wie z. B. den Ankauf von Staatsanleihen zurückgegriffen, um die Finanzmärkte in der Euro-Zone zu stabilisieren und so zur Überwindung der Krise beizutragen. Damit scheint sie sich in ihrem Handeln immer mehr von den geldpolitischen Dogmen und Traditionen, die lange Zeit insbesondere von der Deutschen Bundesbank geprägt wurden, zu entfernen und mehr und mehr dem Verhalten anderer Zentralbanken, insbesondere der US-amerikanischen Fed oder der Bank of England anzunähern.

Während auf internationaler Ebene viele Experten das unkonventionelle Vorgehen der EZB vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Krise in der Euro-Zone als unvermeidlich ansehen und dieses begrüßen, ruft dies insbesondere in Deutschland zunehmend scharfe Kritik hervor. Nicht wenige deutsche Experten sehen die von der EZB ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen kritisch, sprechen von Tabubrüchen und warnen vor erheblichen Risiken, allen voran vor drohenden Inflationsgefahren oder vor Verlusten durch den Ankauf von Staatsanleihen der Krisenstaaten. Und auch in der deutschen Presse und Öffentlichkeit ist immer wieder eine scheinbar auf Hyperinflations-traumata zurückzuführende, eher ablehnende Haltung gegenüber der gegenwärtigen expansiven geldpolitischen Praxis der EZB zu vernehmen.

Vor diesem Hintergrund hat die Friedrich-Ebert-Stiftung einen Forschungsauftrag an Prof. Dr. Heike Joebgies von der Hochschule für Technik und Wirtschaft (HTW) Berlin und an Dr. Maik Grabau vergeben, um die in den zurückliegenden Monaten und Jahren von der EZB durchgeführte Geldpolitik genauer zu analysieren. Im Mittel-

punkt stand die Frage, wie erfolgreich die EZB mit ihren konventionellen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen bei der Stabilisierung der Banken und Finanzmärkte und damit letztlich auch bei der Überwindung der Krise in der Euro-Zone gewesen ist und welche Risiken mit ihrem Instrumenteneinsatz verbunden sind.

Die Autorin und der Autor kommen in ihrer Analyse zu dem Ergebnis, dass es zu einem wesentlichen Teil nur den konventionellen und vor allem den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen der EZB zu verdanken ist, dass sich die Situation an den Finanzmärkten in der Euro-Zone in den letzten Monaten stabilisiert hat. Zwar seien mit ihrer Geldpolitik durchaus auch Risiken verbunden. Diese müssten sich aber nicht zwangsläufig in Form von Inflation und Verlusten manifestieren. Potenzielle Inflationsrisiken beispielsweise können von der EZB im Bedarfsfalle mit Hilfe ihrer geldpolitischen Instrumente abgewendet werden, während Verluste aus dem Ankauf von Staatsanleihen nur dann drohen, wenn die Stabilisierung der Euro-Zone letztendlich doch scheitern sollte. Die Autorin und der Autor weisen damit allerdings auch darauf hin, dass die EZB der Politik nur Zeit zum Handeln verschaffen kann. Diese muss von den Regierungen und Parlamenten genutzt werden, um die der Krise in der Euro-Zone zugrunde liegenden strukturellen Probleme zu lösen. Insgesamt leistet die vorliegende Studie (Redaktionsschluss: April 2013) einen wichtigen Beitrag, um die insbesondere in Deutschland in Politik und Gesellschaft immer wieder vorzufindenden Verständnisdefizite hinsichtlich der Rolle, der Funktionsweise, der Möglichkeiten und der Grenzen einer Zentralbank und ihrer Geldpolitik in einer modernen Geldwirtschaft zu überwinden.

Markus Schreyer

Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik
Friedrich-Ebert-Stiftung

Zusammenfassung

Fokus der Studie ist die Rolle der Europäischen Zentralbank (EZB) und ihrer Geldpolitik bei der Überwindung der gegenwärtigen Eurokrise. Dabei soll deutlich werden, dass die EZB zwar relativ zum BIP des Euroraumes ihre Bilanz stark ausgeweitet hat, dieses Geld aber bisher kaum in der Realwirtschaft angekommen ist. Das lag auch daran, dass die Maßnahmen noch mehr als auf eine konjunkturelle Belebung darauf abzielten, die Geld- und Kapitalmärkte der Euroraumländer zu stabilisieren und insbesondere das Vertrauen in die Peripherieländer wiederherzustellen. Wie gezeigt wird, war die EZB damit erfolgreich – und zwar vor allem durch die Ankündigung, alles Erforderliche zu tun, um den Euro zu stützen.

Der erfolgreichen Stabilisierung werden die eingegangenen Risiken gegenübergestellt. Unbestreitbar sind die Risiken der EZB durch die Akzeptanz von weniger werthaltigen Sicherheiten bei der Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken und dem Ankauf von Staatsanleihen gestiegen und wurden de facto vergemeinschaftet. Verluste drohen den Mitgliedsländern daraus aber nur, wenn die Stabilisierung des Euroraums letztendlich doch scheitern sollte. Bei erfolgreicher Überwindung der Krise winken der EZB dagegen zusätzliche Gewinne aus Kurssteigerungen und Zinseinnahmen.

Ein häufig diskutiertes Risiko ist ein genereller Anstieg der Inflation aufgrund der Niedrigzinspolitik und der Ausweitung der EZB-Bilanz im Zuge der unkonventionellen Maßnahmen.

Eintreten könnte dieses Risiko nur, wenn die EZB trotz einer deutlichen Wachstumsbeschleunigung nicht rechtzeitig die geldpolitische Ausrichtung ändern würde – was eher unwahrscheinlich ist. Ein kräftiger Aufschwung im Euroraum bedarf veränderter wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen und ist derzeit noch nicht zu erwarten. Wie gezeigt wird, könnte auch die EZB dafür noch stärkere Impulse setzen. Sollten im Zuge eines Aufschwungs Inflationsprobleme drohen, blieben der EZB mehrere Optionen, die großzügige Liquiditätsbereitstellung wieder zu reduzieren und generelle Inflationsprobleme im Euroraum zu verhindern.

Wahrscheinlicher als ein genereller Anstieg der Inflation sind regionale oder auf bestimmte Vermögenmärkte begrenzte Inflationsprobleme. Diese sind zwar teilweise bewusste Strategien der Krisenüberwindung und werden auch durch die Ertragsprobleme im Finanzsektor gefördert, können aber durchaus zu Quellen künftiger Krisen werden. Die EZB hat zu deren Bekämpfung aber weder das Mandat noch die Instrumente.

Ziel der Studie ist vor allem, auf Seiten der Leser und Leserinnen zu einem besseren Verständnis der Rolle, der Funktionsweise, der Möglichkeiten und Grenzen der Zentralbank und ihrer Geldpolitik in modernen Geldwirtschaften beizutragen. Die besonders in Deutschland in Politik und Gesellschaft existierenden Ängste und Vorbehalte gegenüber der aktiven Rolle der EZB sollen dadurch abgebaut werden.

1. Einleitung

Die Ankündigung der Europäischen Zentralbank (EZB), die Währungsunion im Zweifelsfall auch mit großvolumigen Ankäufen von Staatsanleihen im Rahmen des Outright Monetary Transactions (OMT)-Programms zu verteidigen, war erfolgreich: Die Renditen auf Staatsanleihen der Peripherieländer¹ haben sich – trotz der zwischenzeitlichen Turbulenzen durch die Zypernkrise – wieder denen der Kernländer angenähert. Auch der Rückgang der Target2-Salden deutet auf eine Beruhigung hin. Selbst wenn damit noch keine Überwindung der Eurokrise gesichert ist, bildet die Ankündigung des OMT-Programms den bisher deutlichsten und nachhaltigsten Erfolg unkonventioneller Maßnahmen der EZB in der Eurokrise.

Interessant ist dieser Erfolg vor allem, weil die Ankündigung allein schon zur Beruhigung der Märkte ausgereicht hat. Ein tatsächliches Eingreifen der EZB ist bisher nicht erfolgt. Der Erfolg erklärt sich dadurch, dass die EZB die einzige Institution im Euroraum ist, die handlungsfähig ist und glaubwürdig über notfalls unbegrenzte Mittel für eine Stabilisierung verfügt.

Trotz ihrer tragenden Rolle bei der Stabilisierung des Euroraumes steht die EZB in der Kritik. Während sich Befürworter einer stärkeren Rolle der EZB² durch die Wirkung des OMT-Programms weitgehend bestätigt sehen dürften, dürfte die Kritik derjenigen noch zunehmen, die die hohe Risikoübernahme der EZB und die Gefahr einer daraus folgenden Vergemeinschaftung von Schulden schon in der Vergangenheit kritisiert hatten.³ Dieser vor allem aus Deutschland stammenden Kritik wie auch der Sorge vor künftigen

Inflationsproblemen wird im Folgenden nachgegangen.

Nach einer Darstellung der Möglichkeiten und Grenzen konventioneller Geldpolitik in einem Währungsraum ohne angemessene flankierende Wirtschaftspolitik werden die unkonventionellen Maßnahmen zunächst erläutert. Es soll gezeigt werden, dass letztere durchaus erfolgreich darin waren, den Druck der Kapitalmärkte auf die Peripherieländer zu verringern. Gleichzeitig ist die erfolgreiche Stabilisierung aber nicht ohne Risiken: Die Bilanz der EZB hat sich nicht nur deutlich ausgeweitet, sondern auch in ihrer Struktur verändert. Insofern werden die dadurch geringere Steuerbarkeit der Geldmenge sowie der Anstieg und die Vergemeinschaftung von Risiken diskutiert. Regional bzw. auf einzelne Vermögensmärkte beschränkte Inflationsgefahren und Ertragsprobleme im Bankensektor werden infolge der Niedrigzinspolitik als weitere problematische Auswirkungen behandelt. Ein dauerhafter Anstieg der Verbraucherpreise (Inflation) wird als weniger relevante Gefahr eingestuft, da der EZB mehrere Ausstiegsstrategien aus der hohen Liquiditätsversorgung offenstehen, wie nachfolgend erläutert wird.

Ausgangspunkt aller nachfolgenden Überlegungen ist, dass die Eurokrise – mit Ausnahme Griechenlands – nicht hauptsächlich auf eine falsche Haushaltspolitik der Krisenländer zurückzuführen ist. Stattdessen wird die US-Subprime-Krise als Auslöser der weltweiten Finanz- und Bankenkrise und der daraus folgenden realwirtschaftlichen Einbrüche als Ursache dafür

1 Unter Peripherieländern werden im Folgenden immer die Länder Griechenland, Italien, Irland, Spanien und Portugal verstanden.

2 Vgl. de Grauwe (2011), Wyplosz (2012), Horn et al. (2011).

3 Vgl. z. B. Gemeinschaftsdiagnose (2011), Sinn/Wollmershäuser (2011).

gesehen, dass in allen Euroraumländern steigende Staatsausgaben zur Stabilisierung der Realwirtschaft und des Bankensektors zu hohen Haushaltsdefiziten und steigender Staatsverschuldung beitrugen. Durch diese Folgewirkungen wurde offensichtlich, dass Konstruktionsfehler des Euro-raums seit Einführung des Euros eine wirtschaftliche Auseinanderentwicklung der Mitgliedsländer befördert hatten, die in einem Teil der Länder (Griechenland, Spanien, Italien, Portugal, Irland) eine steigende Nettoauslandsverschuldung begünstigt hatte (Joebges/Logeay 2012). Diese Länder, die im Folgenden als Peripherieländer bezeichnet werden, hatten nach Bekanntwerden der griechischen Haushaltsprobleme und der zögerlichen EU-Rettungsmaßnahmen mit steigenden Risikoauflagen auf ihre Staatsverschul-

dung und damit steigenden Finanzierungskosten zu kämpfen, die wiederum negative Rückwirkungen auf den Bankensektor dieser Länder hatten. Insofern spielen für die Studie sich selbst erfüllende Krisenerwartungen⁴ eine wichtige Rolle, die bei Banken und Ländern mit Liquiditätsproblemen schnell zu systemischen Krisen und Insolvenzproblemen führen können, wenn sie nicht rechtzeitig gestoppt werden.

Ziel der Studie ist vor allem, auf Seiten der Leser und Leserinnen zu einem besseren Verständnis der Rolle, der Funktionsweise, der Möglichkeiten und Grenzen der Europäischen Zentralbank (EZB) beizutragen. Die insbesondere in Deutschland in Politik und Gesellschaft existierenden Ängste und Vorbehalte gegenüber einer aktiveren Rolle der EZB sollen dadurch abgebaut werden.

4 Vgl. Diamond/Dybvig (1983) für Bankenrisiken und Obstfeld (1986) für Zahlungsbilanzrisiken, die im Rahmen einer Währungsunion als staatliche Insolvenzrisiken auftreten würden.

2. Was kann, soll und darf die EZB?

Umgangssprachlich wird Geldpolitik der EZB zugerechnet, obwohl genau genommen das Eurosystem bzw. das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) dafür zuständig ist, das die EZB zusammen mit den nationalen Zentralbanken der Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion bildet.

Zu den Aufgaben des ESZB gehören insbesondere (EZB 2011: 16f.):

- Festlegung der Politik des Eurosystems;
- Beschluss, Koordination und Überwachung der geldpolitischen Operationen der nationalen Zentralbanken;
- Verabschiedung von Rechtsakten für das Eurosystem;
- strategische Planung, Koordination der Herstellung und Genehmigung der Ausgabe von Euro-Banknoten;
- Intervention an den Devisenmärkten;
- Betrieb von Zahlungsverkehrssystemen und Überwachung von Zahlungsverkehrs- und sonstigen Finanzmarktinfrastrukturen.

Im Gegensatz zum stärker zentralisierten Federal Reserve System der USA liegt die Durchführung der Geldpolitik des Eurosystems bei den nationalen Zentralbanken. Zur Vereinfachung wird im Folgenden meist von der EZB gesprochen, auch wenn das ESZB gemeint ist.

2.1 Ziele und Aufgaben der EZB

Artikel 127 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union⁵ legt Preisstabilität als oberstes Ziel fest: „Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden

„ESZB“) ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen.“ Der Vorrang der Preisstabilität unterscheidet die EZB von der US-amerikanischen Federal Reserve Bank, für die Preisstabilität ein gleichwertiges Ziel zur Unterstützung von Beschäftigung und moderaten langfristigen Zinssätzen ist (Federal Reserve Board 2011: 15).

Preisstabilität wurde vom EZB-Rat im Mai 2003 präzisiert als ein mittelfristiger Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter, aber nahe zwei Prozent gegenüber dem Vorjahr (EZB 2003). Vereinfachend misst der Verbraucherpreisindex die Preisentwicklung eines Warenkorb der durchschnittlichen Konsumausgaben eines repräsentativen Haushaltes des Euroraumes eines Jahres und berücksichtigt damit unter anderem Lebensmittelpreise, Mietkosten, Benzinpreise und Urlaubsreisen. Relevant sind Preissteigerungen demnach nur dann, wenn sie so viele Gütergruppen betreffen, dass sich das insgesamt in einem mehr als zweiprozentigen Anstieg der Ausgaben für den Warenkorb gegenüber dem Vorjahr niederschlägt. Solange sich nur die relativen Preise verschieben, also stärkere Preisschübe z. B. bei Mieten kompensiert würden durch schwächere Preisentwicklungen oder -rückgänge z. B. bei elektronischen Gütern, wäre die EZB nicht zum Handeln aufgefordert.

⁵ Ehemals Artikel 105 EG-Vertrag.

Preisstabilität ist dabei nicht mit einer Inflationsrate von null gleichzusetzen. Die EZB sieht Preisstabilität bei einer Inflationsrate von etwa 1,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr gegeben. Ein wichtiger Grund für die Wahl einer positiven Inflationsrate als Stabilitätsziel ist die Sorge vor Deflation, also einem allgemeinen Rückgang des Preisniveaus. Deflation ist geldpolitisch schwerer zu bekämpfen als eine Inflation, da Zinssätze nur schwerlich unter null gesenkt werden können (Grabau 2002). Insofern soll die Wahl des Inflationsziels einen ausreichenden Sicherheitspuffer zu deflationären Entwicklungen bieten (EZB 2011: 71). Ein weiterer Grund sind Messprobleme, und zwar vor allem bei der Preiserfassung von Gütern, deren Qualität ständig steigt, wie z.B. Fernsehern, Laptops und Autos. Da die Qualitätssteigerungen nicht angemessen berücksichtigt werden, überzeichnet die im Verbraucherpreisindex gemessene Inflation die tatsächliche Preisentwicklung. Würde eine Inflationsrate von null angestrebt, bestünde die Gefahr, damit eine tatsächlich vorhandene Deflation zu verdecken.

Wichtig ist, dass Preisstabilität von Zentralbanken nur mittelfristig angestrebt wird. Denn vor allem bei vorübergehenden Preisschocks wie zum Beispiel einem temporär starken Ölpreisanstieg und damit höheren Produktionskosten bei Unternehmen (sowie Benzinkosten für private Haushalte) könnte die EZB ihr Inflationsziel in dem Jahr nur einhalten, wenn sie durch starke Zinserhöhungen einen Wirtschaftseinbruch und damit sinkende Preise für andere Güter erzwingen würde. Bei im Jahr darauf sinkenden Ölpreisen müsste sie umgekehrt versuchen, durch starke Zinssenkungen wieder eine Ankurbelung der Wirtschaft und damit Preissteigerungen zu erreichen. Abgesehen von dem Problem, dass Zinsänderungen nur mit mehr als einem Jahr Verzögerung eine Wirkung auf das Preisniveau erzielen (Batini/Nelson 2002), die EZB die Preisänderungen so schnell also nicht durchsetzen könnte, würde die Zinspolitik zu einem destabili-

sierenden Faktor im Wirtschaftsprozess, statt die Wirtschaft zu stabilisieren.

Daher wird bei vorübergehenden (Öl-)Preisschocks im Allgemeinen in Kauf genommen, dass die Inflationsrate kurzfristig über das Zentralbankziel steigt. Lohn-Preis-Spiralen sollen jedoch verhindert werden. Diese würden eintreten, wenn wegen der durch die höheren Produktionskosten gestiegenen Güterpreise zunehmende Lohn- und Gehaltszuwächse durchgesetzt werden könnten, die über die darüber erneut steigenden Produktionskosten zu sich gegenseitig aufschaukelnden Preisschüben und damit höherer Inflation führen würden (IMF 2008: Kapitel 3).

2.2 Instrumente der EZB

Von Milton Friedman⁶ stammt ein schönes Bild für den Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation: Lässt die Zentralbank per Hub-schrauber Geld vom Himmel regnen, dann wird das zusätzliche Geld von denen, die es auffangen, wie ein Vermögensanstieg empfunden. Da die dadurch ausgelöste zusätzliche Nachfrage auf ein begrenztes Güterangebot trifft, muss das Preissteigerungen auslösen (Friedman 1969, Kap. 1). Hilfreich ist dieses Bild, weil es zeigt, dass Inflation nur möglich ist, wenn Zentralbanken die dafür notwendige Ausweitung der Geldmenge zulassen. Problematisch ist dieses Bild, weil es suggeriert, dass die Zentralbank direkt die Geldmenge kontrollieren kann, die in den Wirtschaftskreislauf kommt. Das ist in modernen Geldwirtschaften aber nicht der Fall. Die Geldmenge kann von der Zentralbank nur indirekt über ihre Zinspolitik gesteuert werden. Für die Weiterleitung ihrer geldpolitischen Impulse sind Zentralbanken auf Geschäftsbanken als Intermediäre angewiesen (vgl. Kapitel 3.2 und 3.3).

Die EZB veröffentlicht zwar ein Referenzziel für die Geldmengenentwicklung, dieses dient jedoch mehr zur Information der Öffentlichkeit als

6 Milton Friedman, der Begründer des Monetarismus, erhielt 1976 den Wirtschaftsnobelpreis. Bekannt ist er vor allem für seine theoretische als auch empirische Forschung über den Zusammenhang zwischen Geldmenge (sowie Geldpolitik) und Inflation.

zur Steuerung. Selbst für die Deutsche Bundesbank, die bis 1998 offiziell ein Geldmengenziel verfolgte, lässt sich zeigen, dass sie häufig dessen Verfehlung tolerierte, um ihr Inflationsziel zu erreichen (Bernanke/Mihov 1997). Da Preisstabilität in der Praxis der wichtigsten Zentralbanken über die Zinspolitik verfolgt wird, wird die Debatte, welche Rolle die Geldmenge im Zielkatalog der Geldpolitik spielen sollte, hier nicht weiter verfolgt.⁷

Konventionelle Geldpolitik ist vor allem Zinspolitik. Sichtbarstes Signal der Zinspolitik ist der Leitzins⁸, den die Zentralbank für den Interbankenmarkt festlegt. Auf dem Interbankenmarkt werden kurzfristige Liquiditätsprobleme der Geschäftsbanken untereinander ausgeglichen: Geschäftsbanken mit zu hoher Liquidität verleihen diese kurzfristig an Banken mit Liquiditätsbedarf. Am Leitzins orientieren sich aufgrund von Marktmechanismen auch die Kredit- und Einlagenzinsen der Geschäftsbanken für die Realwirtschaft.⁹ Die zentrale Aufgabe der Geschäftsbanken ist es, Kreditvergabe in dem Umfang und zu den Konditionen zu betreiben, dass sie von den Kreditnehmern (Staaten, Unternehmen und Haushalten) auch zurückgezahlt werden können. Sie stellen damit eine notwendige Ergänzung der Zentralbank für die marktkonforme Kreditversorgung der Gesamtwirtschaft dar.

Das wichtigste Instrument der EZB für die Durchsetzung des Leitzinses am Interbankenmarkt sind Offenmarktgeschäfte, welche im Kapitel 3.2 über Instrumente konventioneller Geldpolitik ausführlich beschrieben werden. Vor allem die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte sorgen für die Liquiditätszufuhr an Geschäftsbanken. Durch die Offenmarktgeschäfte sorgt die

EZB dafür, dass sich der von ihr angestrebte Leitzins auch am Interbankenmarkt einstellt.

Um zu gewährleisten, dass der Leitzins innerhalb eines von der EZB vorgegebenen Korridors bleibt, werden die Offenmarktgeschäfte ergänzt durch Spitzenrefinanzierungsfazilität und Einlagenfazilität. Diese ständigen Zahlungsinstrumente erlauben es Geschäftsbanken, Geld bei der EZB jeweils tageweise anzulegen (Einlagenfazilität) bzw. zu leihen (Spitzenrefinanzierungsfazilität), wobei beide Rahmen jeweils fest verzinst und vom Volumen her unbegrenzt sind. Sie bilden damit einen Korridor für die Refinanzierungsgeschäfte und den Leitzins, wie in Abbildung 1 zu sehen ist: Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität stellt einen Höchstzins und der Zinssatz für die Einlagenfazilität einen Mindestsatz für Tagesgeld auf einem funktionierenden Interbankenmarkt dar.

Ein weiteres Instrument der EZB ist die Mindestreservanforderung: Geschäftsbanken müssen auf bestimmte Verbindlichkeiten einen von der EZB festgelegten Prozentsatz als Mindestreserve auf speziellen Konten der EZB halten.¹⁰ Dieses Instrument sichert die Nachfrage nach Zentralbankgeld und ermöglicht damit überhaupt erst die Durchsetzung der Zinspolitik über Offenmarktgeschäfte (Ruckriegel et al. 2000). Eine Heraufsetzung der Mindestreservanforderung bremst die Möglichkeit zur Kreditschöpfung durch die Geschäftsbanken, eine Herabsetzung befördert sie. Bis Mitte Januar 2012 betrug der Mindestreservesatz zwei Prozent, wurde dann jedoch auf ein Prozent abgesenkt.¹¹ Sonstige, und damit auch unkonventionelle geldpolitische Instrumente sind möglich, wenn zwei Drittel der (abgegebenen Stimmen der) Mitglieder des EZB-

7 Ein einführender Überblick über die Debatte über Geldmengensteuerung versus Inflation-Targeting findet sich in Mishkin (2007: 398-408). Bei der Geldmengensteuerung versucht die Zentralbank, die Inflationsrate indirekt über Zielvorgaben für die Entwicklung der Geldmenge zu stabilisieren, für die eine bestimmte Wachstumsrate angepeilt wird. Beim Inflation-Targeting zielt der Einsatz geldpolitischer Instrumente direkt darauf ab, eine bestimmte, öffentlichkeitswirksam verkündete, Inflationsrate zu erreichen.

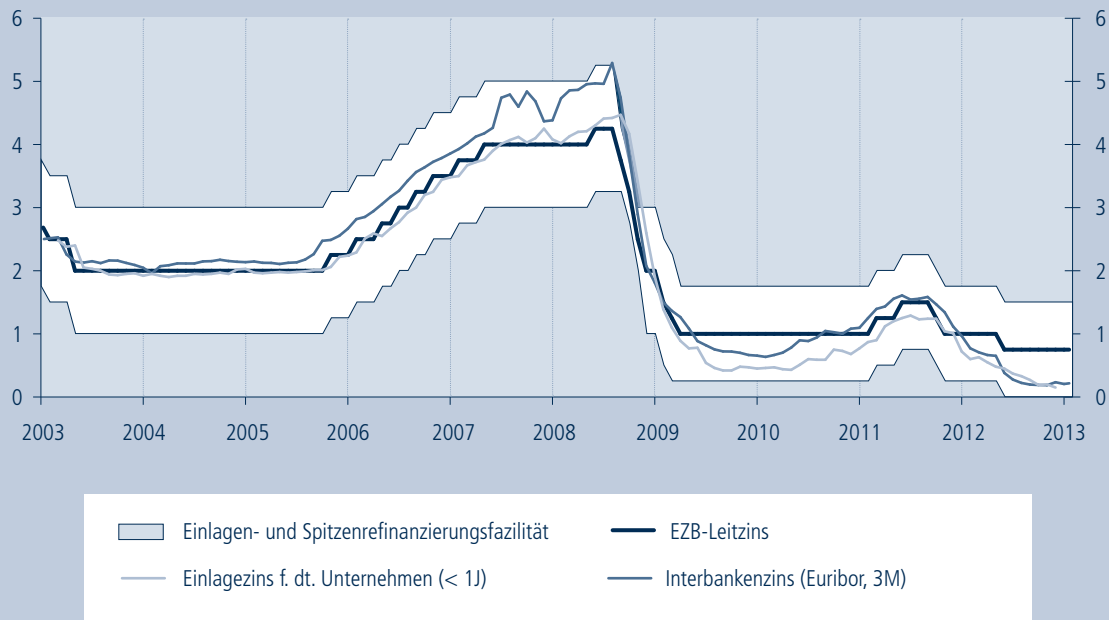
8 Der Hauptrefinanzierungssatz der EZB wird umgangssprachlich als Leitzins bezeichnet.

9 Der Begriff Realwirtschaft wird aus Vereinfachungsgründen im Folgenden für alle Wirtschaftsbereiche außerhalb des Bankensektors verwendet.

10 Die Mindestreserveeinlagen der Geschäftsbanken werden mit dem Leitzins durch die EZB verzinst.

11 Damit hat auch die Senkung der Mindestreserve zu einer besseren Liquiditätsausstattung der Banken in der Eurokrise beigetragen, wird aber im Folgenden nicht weiter behandelt.

Abbildung 1:

EZB-Zinskorridor zwischen Spitzenrefinanzierungsfazität und Einlagenfazilität

Anmerkungen: Zinssätze in %.

Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Darstellung.

Rats dafür sind, wie das Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank in Artikel 20 festlegt.¹²

2.3 Herausforderungen in der Währungsunion

Im Gegensatz zu nationalen Zentralbanken wie der US-amerikanischen Federal Reserve Bank steht die EZB vor dem besonderen Problem, dass sie Geldpolitik für derzeit 17 Mitgliedsländer durchführen muss, ohne auf eine flankierende, euroraumweit koordinierte Wirtschaftspolitik vertrauen zu können – ebenso wenig wie auf eine

euroraumweite Banken- und Finanzmarktaufsicht. Der von der EZB angestrebte Leitzins kann damit nur dann für alle 17 Mitgliedsländer optimal sein, wenn deren wirtschaftliche Entwicklung weitgehend synchron verläuft.

Mit der Einführung des Euros bis zur Finanzkrise erfolgte jedoch eine bedeutsame wirtschaftliche Auseinanderentwicklung innerhalb der Mitgliedsländer (Joebges et al. 2010), die auch von divergierenden Inflationsraten getragen wurde, da weder die Maastricht-Kriterien noch der Stabilitäts- und Wachstumspakt den Mitgliedsländern nach Einführung des Euros Pflichten bezüglich der Einhaltung von Inflationszielen auferlegten (Krämer 2010). Bezogen auf das Ziel der Preisstabilität war die EZB daher auch nur

¹² Das Protokoll ist dem Vertrag über die Europäische Union und dem Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union beigefügt.

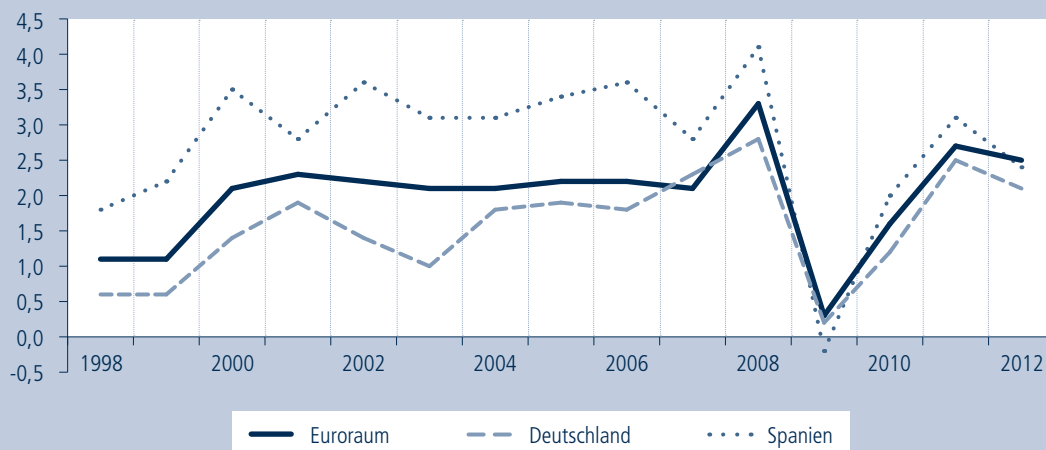
bezüglich der Preisentwicklung für den gesamten Euroraum erfolgreich: Die Jahreswachstumsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) betrug im Durchschnitt der Jahre 1999 bis 2007 zwei Prozent für den Euroraum und lag damit sehr eng am Inflationsziel der EZB. Es gab jedoch relevante Unterschiede in den Inflationsraten zwischen den einzelnen Mitgliedsländern, wie Abbildung 2 am Beispiel Spaniens und Deutschlands verdeutlicht: Während Deutschland in diesem Zeitraum mit 1,6 Prozent unterdurchschnittliche Inflationsraten aufwies, lagen die Preissteigerungen in Spanien mit durchschnittlich 3,1 Prozent, in Griechenland mit 3,2 Prozent und in Irland mit 3,4 Prozent deutlich über dem Euroraumwert und damit fast doppelt so hoch wie in Deutschland. Auch wenn diese Unterschiede harmlos scheinen,¹³ hatten sie relevante wirtschaftliche Auswirkungen, weil die überdurchschnittlich stark wachsenden Länder Spanien, Irland und Griechenland höhere Inflationsraten aufwiesen als der Euroraum-Durchschnitt, während unter-

durchschnittlich wachsende Länder wie Deutschland niedrigere Inflationsraten verzeichneten. Die daraus resultierenden Realzinsen verstärkten die jeweilige Wirtschaftsdynamik.

Denn für Investitions- und Sparscheidungen sind nicht die nominalen Zinssätze relevant, sondern deren Relation zu den erwarteten Preissteigerungen. Setzt man daher den von der EZB festgelegten Leitzins in Relation zu den jeweiligen nationalen Inflationsraten, zeigt sich, dass der preisbereinigte Leitzins (und damit auch der Interbankenzinssatz, der die Richtgröße für Kredit- und Einlagenzinsen bildet) in Ländern wie Spanien, Irland und Griechenland im oben genannten Zeitraum nahe bei null Prozent lag. Damit wurde die Kreditvergabe genau in den stark wachsenden Ländern befeuert und heizte auch die Preissteigerungen im Immobiliensektor mit an. Sparen war dagegen vergleichsweise unattraktiv. Umgekehrte Effekte ergaben sich in Deutschland, wo der vergleichsweise hohe reale Interbankenzinssatz auch zu hohen realen Kredit-

Abbildung 2:

Inflationsraten im Euroraum, in Deutschland und Spanien



Anmerkungen: Jährliche Veränderungsrate des Jahresdurchschnitts des HVPI in %, Euroraum in der jeweiligen tatsächlichen Ländergruppe.

Quelle: Eurostat, eigene Darstellung.

13 Laut EZB ist die Standardabweichung der Inflationsraten zwischen den EWU-Mitgliedsländern nicht höher als zwischen Staaten der USA. Abbildung 2.6 der EZB-Publikation zeigt aber auch, dass das erst seit 2005 gilt (EZB 2011: 55).

kosten führte und das ohnehin schwache Wachstum zusätzlich bremste (Joebges et al. 2010).

Zudem wurde der EZB-Leitzins durch die nationalen Bankensysteme in den einzelnen Mitgliedsländern des Euroraums unterschiedlich weitergegeben. Wie Abbildung 3 beispielhaft für Spanien und Deutschland zeigt, lagen die Zinsen für Immobilienkredite in Spanien bis zur Finanzkrise deutlich unter denen Deutschlands. Angesichts der hohen Preissteigerungen im spanischen Immobiliensektor war das aus Sicht des Bankensystems auch rational: Sie verfügten über im Wert steigende Sicherheiten. Gesamtwirtschaftlich hat das die Immobilienkreditvergabe in Spanien jedoch zusätzlich angeheizt. Erst im Zuge der Eurokrise haben sich die spanischen Kreditzinssätze dem deutschen Niveau angenähert.

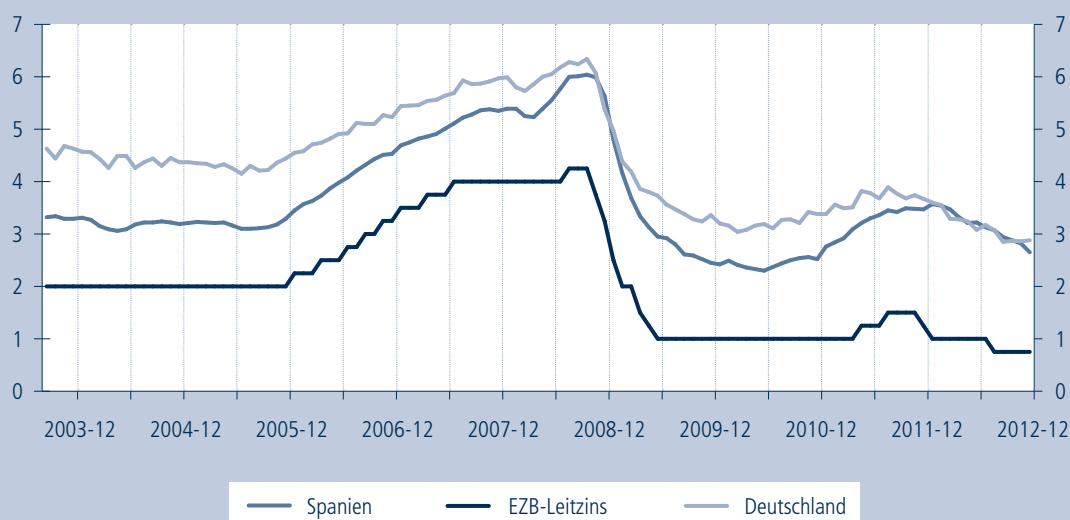
Die auf die durchschnittliche Entwicklung des Euroraumes abzielende Zinspolitik der EZB war daher für den Großteil der Mitgliedsländer suboptimal. Die EZB hat jedoch keine Möglichkeit, mit Hilfe der konventionellen Geldpolitik gezielt unterschiedlichen Entwicklungen in einzelnen Mitgliedsländern entgegenzuwirken. Sie ist darauf angewiesen, dass die Mitgliedsländer

selbst für eine flankierende Wirtschaftspolitik sorgen, die zu einer Wirtschafts- und damit auch Preisentwicklung wie im Durchschnitt des Euroraums führt und damit garantiert, dass die Geldpolitik der EZB nicht zu suboptimalen Wirtschaftsimpulsen führt.

Die Eurokrise hat das Problem unterschiedlicher Wirtschaftsentwicklungen nicht beseitigt, sondern eher verschärft, trotz der gebremsten Preisentwicklung in den Peripherieländern: Der Interbankenmarkt des Euroraumes, der auch den Liquiditätsausgleich zwischen Geschäftsbanken verschiedener Mitgliedsländer ermöglichen soll, ist wie schon in der Finanzkrise im Zuge der Eurokrise erneut beeinträchtigt worden und hat vor allem Geschäftsbanken der Peripherieländer von der Liquiditätsversorgung abgeschnitten. Zudem wirken sich Transmissionsprobleme der Geldpolitik im Euroraum unterschiedlich stark aus: Einer stabilen Kreditentwicklung in Deutschland steht eine rückläufige Kreditvergabe im Euroraum gegenüber (Abbildungen 6 und 13). Vor allem in den Peripherieländern klagten kleine und mittelständische Unternehmen über erschwerten Zugang zu Bankkrediten (ECB 2013).

Abbildung 3:

Immobilienkreditzinsen in Spanien und Deutschland



Anmerkungen: Effektivzinssatz für private Wohnungsbaukredite für 1 bis 5 Jahre, in %.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

3. Wie funktioniert Geldpolitik in Normalzeiten?

3.1 Was ist konventionelle Geldpolitik?

Wie allgemein üblich, wird auch von der EZB unter konventioneller Geldpolitik die Zinspolitik verstanden (z. B. EZB 2011: 98f., 134ff.). Damit gehören dazu Veränderungen des Leitzinses sowie damit einhergehende Veränderungen der Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Einlagenfazilität.¹⁴ Zu den unkonventionellen Maßnahmen gehören alle anderen im Zuge der Finanz- und Eurokrise zusätzlich ergriffenen Maßnahmen, die nachfolgend behandelt werden.

3.2 Instrumente konventioneller Geldpolitik¹⁵

Wie bereits in 2.2 angesprochen, ist das wichtigste geldpolitische Instrument der Zentralbank in normalen Zeiten die Festlegung des Leitzinses. Über den Leitzins wird indirekt die Liquiditätsversorgung der Realwirtschaft gesteuert. Wie der offizielle Name des Leitzinses der EZB, „Hauptrefinanzierungssatz“, andeutet, orientieren sich Kredit- und Einlagenzinsen der Geschäftsbanken an diesem Leitzins, weil er festlegt, zu welchen Kosten sich Geschäftsbanken bei der EZB mit Liquidität versorgen können.

Von Juni 2000 bis Mitte Oktober 2008 hat die EZB den Geschäftsbanken Liquidität in Form eines Zinstenders angeboten: Beim Standard- bzw. Haupttender gab die EZB wöchentlich bekannt, wie viel Liquidität sie für eine Woche bereitstellen würde. Die Geschäftsbanken mussten dann die von ihnen gewünschte Menge sowie

den Zins angeben, den sie zu zahlen bereit waren. Das Zinsgebot musste oberhalb des Mindestbietungssatzes der EZB liegen. Die Liquiditätsnachfragen mit den höchsten Zinsgeboten wurden zuerst bedient, solange, bis der Tender vergeben war (EZB 2011: 114). Bis zur Finanzkrise lagen die durchschnittlichen Zinssätze aller Gebote, die eine Zuteilung erhalten hatten, nah am Leitzins. Weil die Finanzkrise dazu führte, dass sich der Durchschnittszins der Tendergeschäfte vom Leitzins zunehmend entfernte, wurde vom Zinstender auf einen Mengentender umgestellt, bei dem alle Gebote zu einem von der EZB vorher festgelegten Zinssatz bedient werden (Kap. 4.2.1). Neben dem wöchentlichen Standardtender, der die Hauptrefinanzierungsgeschäfte bildet, gab es noch monatliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (Basistender mit drei Monaten Laufzeit), unregelmäßig stattfindende Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen (EZB 2011: 116).

Gehen Geschäftsbanken beim Tender leer aus, haben sie zwei Finanzierungsalternativen: Entweder, sie leihen sich kurzfristig Geld von anderen Banken am Interbankenmarkt. Oder sie nehmen die Spitzenrefinanzierungsfazilität der EZB in Anspruch. Zu diesem höheren Zinssatz bekommen Geschäftsbanken tageweise unbegrenzt Liquidität. Die Fazilität soll damit Liquiditätsprobleme einzelner Institute verhindern. Da diese Finanzierungsform teuer, aber vom Volumen unbegrenzt ist, bildet die Spitzenrefinanzierungsfazilität in der Regel die obere Schranke für kurzfristige Kreditzinsen am Interbankenmarkt (Abbildung 1).

14 Auch Veränderungen des Mindestreservesatzes wie die Herabsetzung Mitte Januar von zwei Prozent auf ein Prozent würden darunter fallen, werden hier aber nicht weiter verfolgt.

15 Die Beschreibung der Geldpolitik beruht auf Mishkin (2007: Kap. 12, 13) sowie EZB (2011).

Banken, die über mehr Liquidität als kurzfristig nötig verfügen, können diese am Interbankenmarkt anderen Banken tageweise leihen. Alternativ können sie die Einlagenfazilität der EZB für Einlagen bei der EZB nutzen. Da sie dort unbegrenzt Liquidität anlegen können, der Zins aber unter dem Leitzins liegt, bildet die Einlagenfazilität in der Regel einen Mindestsatz für den kurzfristigen Zinssatz auf dem Interbankenmarkt.

In Abbildung 1 ist dieser Zinskorridor zu sehen. Mit dem Euribor ist ein kurzfristiger Zinssatz des Interbankenmarktes abgebildet, aber nicht für Tagesgeld, sondern für drei-monatige Ausleihungen zwischen Geschäftsbanken. Wie zu sehen ist, entwickelt sich auch dieser längerfristige Zinssatz weitgehend analog zum Leitzins und bleibt innerhalb des geldpolitischen Korridors aus Einlagen- und Spitzenrefinanzierungsfazilität. Lediglich im Zuge der Finanzkrise entfernte sich der Interbankenzins stärker vom Leitzins, bevor die EZB mit deutlichen Absenkungen des Leitzinses (und Spitzenrefinanzierungs- und Einlagenfazilität) sowie flankierenden unkonventionellen Maßnahmen (Kapitel 4) zu einer Beruhigung der Spannungen auf den Finanzmärkten beitrug.

Wie wirken die EZB-Zinsen auf Kredit- und Einlagenzinsen der Geschäftsbanken? Private Spareinlagen sind aus Bankensicht eine weitere Liquiditätsquelle und stehen damit in Konkurrenz zu Interbankenkrediten und den Finanzierungsgeschäften über die EZB. Zinsen für sehr kurzfristige Einlagen sind daher tendenziell nach oben durch die Spitzenrefinanzierungsfazilität begrenzt, weil diese den Banken unbegrenzte Liquiditätsaufnahme erlaubt. Umgekehrt stehen kurzfristige Kredite an Private in Konkurrenz zu anderen Anlageformen. Eine der sichersten und liquidesten Anlageformen aus Sicht der Geschäftsbanken ist die Einlage bei der EZB, die allerdings mit der Einlagenfazilität nur gering verzinst wird. Damit bildet die Einlagenfazilität eine Zinsuntergrenze für Kredite der Geschäftsbanken an Private. In Abbildung 1 ist am Beispiel des Zinses für bis zu einjährige Einlagen von Unternehmen bei Banken zu sehen, dass dieser Zinssatz immer oberhalb der Einlagenfazilität blieb. Die Zinspolitik der EZB führt aber nur zu Orientierungsgrößen für Ge-

schäftsbanken: Untergrenzen für Kreditzinsen und Obergrenzen für Einlagenzinsen mit sehr kurzer Laufzeit.

Ziel der EZB ist es nun, den Leitzins so zu setzen, dass die Kreditvergabe der Banken an die Realwirtschaft weder die ökonomische Entwicklung behindert noch durch zu starkes Wachstum zu einer Überhitzung und damit Inflationsproblemen führt. Problem aller Zentralbanken ist, dass es grundsätzlich leichter ist, die Kreditvergabe zu zügeln, um Inflation zu bekämpfen, als die Kreditvergabe in Zeiten schwachen Wachstums bzw. Rezessionen anzuregen. Denn Zinsanhebungen der EZB zur Inflationsbekämpfung machen es attraktiver für Geschäftsbanken, auslaufende Kredite nicht neu zu vergeben, sondern als Einlagen bei der EZB zu parken. Umgekehrt führen Zinssenkungen der EZB dazu, dass Einlagen bei der EZB zwar weniger attraktiv werden. Sie regen aber nicht automatisch eine höhere Kreditvergabe an. Geldpolitik wird daher gern als ein Seil dargestellt, an dem man mehr oder weniger fest ziehen, das man aber schlecht schieben kann. Über welche Mechanismen der Leitzins auf die Realwirtschaft wirkt, wird im Folgenden erläutert.

3.3 Realwirtschaftliche Auswirkungen konventioneller Geldpolitik

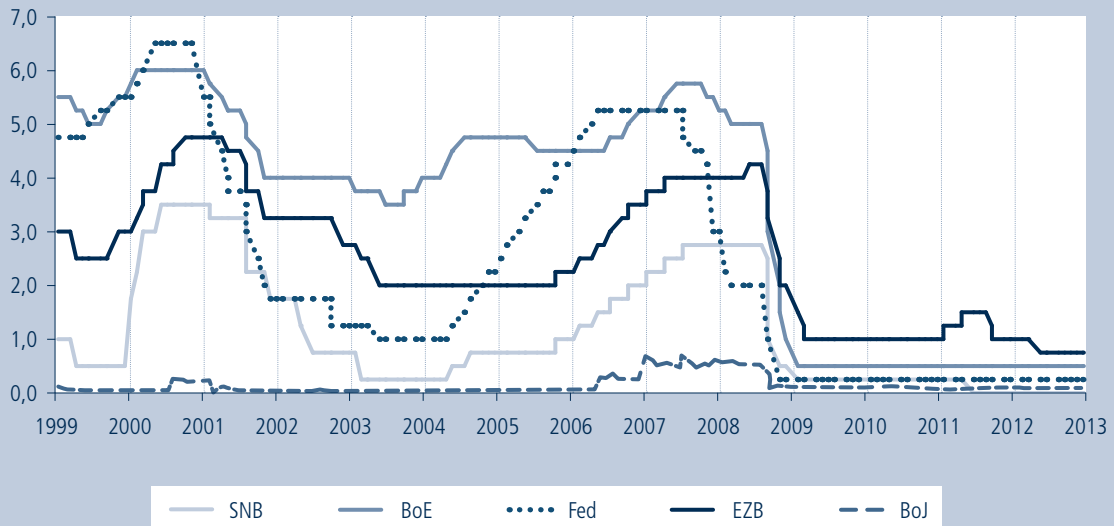
Nach dem Überblick über die konventionellen geldpolitischen Instrumente der EZB werden zunächst die generellen Wirkungen dieser Maßnahmen auf die Realwirtschaft betrachtet. Einen ausführlicheren Überblick über die verschiedenen Transmissionskanäle geldpolitischer Impulse geben Mishkin (1995: 3ff.; 2007: Kapitel 23) und Grabau (2002: 10ff.). Im Folgenden sollen die wichtigsten Kanäle kurz dargestellt und bezüglich ihrer Effizienz in der aktuellen Situation bewertet werden.

Zinskanal

Der bekannteste Transmissionskanal basiert auf folgender Wirkungskette: Sinkt infolge einer expansiven geldpolitischen Maßnahme der kurzfristige Geldmarktzins, so führt dies bei zunächst

Abbildung 4:

Leitzinssätze ausgewählter Notenbanken



Anmerkung: Leitzinssätze in %.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

unveränderten Inflationserwartungen auch zu einem Rückgang des langfristigen, für Investitionsentscheidungen relevanten Kapitalmarktzins. Da in (neoklassischen) Modellen die Optimierungsbedingung Zins gleich Grenzproduktivität des Kapitals gilt, steigt mit sinkendem Zins die Investitions- und Konsumgüternachfrage. Investitionen, die sich bei dem vorher höheren Zinssatz nicht gelohnt hätten, sind dann rentabel. Mit Anpassung der Inflationserwartungen der privaten Wirtschaftsakteure nimmt der positive realwirtschaftliche Impuls im Zeitverlauf immer mehr ab und wird durch Preissteigerungen absorbiert. Zentrale Elemente für die Wirkung des Zinskanals sind

- eine auf Zinsänderungen elastisch reagierende Investitionsnachfrage,
- die Annahme effizienter Kapitalmärkte und nicht zuletzt auch
- ein auf Zinsänderungen elastisch reagierendes Kreditangebot seitens des privaten Bankensektors.

Insbesondere die beiden letzten Voraussetzungen können für die Zeit nach Ausbruch der Subprime-Krise in den USA als nicht gegeben angesehen

werden. Der Marktzinssatz spielte im Vergleich zu den konjunkturellen und krisenbedingten Faktoren eine extrem untergeordnete Rolle, sowohl bei den Investitionsentscheidungen als auch beim Kreditangebot. Dieses Phänomen ist in Japan seit Ende der 1990er Jahre zu beobachten. Trotz extrem niedriger Leitzinsen der japanischen Zentralbank ergeben sich daraus kaum konjunkturelle Impulse.

Die niedrigen Leitzinsen der wichtigsten großen Notenbanken seit 2008 (Abbildung 4) sind somit weniger als konjunkturfördernde, sondern eher als (präventiv) rezessionsverhindernde Maßnahmen einzustufen. Nichts desto trotz ist im Vergleich zu sehen, dass die EZB häufig später und in geringerem Umfang die Leitzinsen gesenkt hat als die anderen großen Notenbanken. Wollte sie mit Zinssenkungen stärker stimulierend wirken, gäbe es dafür noch Spielraum.

Wechselkurskanal

Der Wechselkurskanal basiert auf der Annahme, dass internationale Investoren auf sich verändernde Zinsunterschiede zwischen Ländern mit

Portfolioumschichtungen reagieren. Eine Zinssenkung im Euroraum reduziert die Attraktivität von Finanzanlagen in Euro im Vergleich zu Anlagen anderer Länder. Die daraufhin einsetzenden Veränderungen bei den Nettokapitalströmen schlagen sich bei flexiblen Wechselkursen in veränderten Austauschraten der Währungen nieder: Der Euro würde abwerten, andere Währungen wie z. B. der Schweizer Franken aufwerten. Der schwächere Euro würde aus Sicht des Auslandes die preisliche Attraktivität von Exporten aus dem Euroraum fördern und gleichzeitig über die höheren Importpreise die Importnachfrage schwächen. Damit wären konjunkturelle Impulse zu erwarten.

Trotz der enormen Leitzinssenkung der EZB hat der Euro aber kaum an Wert verloren. Das liegt vor allem daran, dass die Notenbanken aller großen Industrieländer alle die Leitzinsen verringert haben (Abbildung 4). Zudem haben Länder wie die Schweiz, deren Währung angesichts des

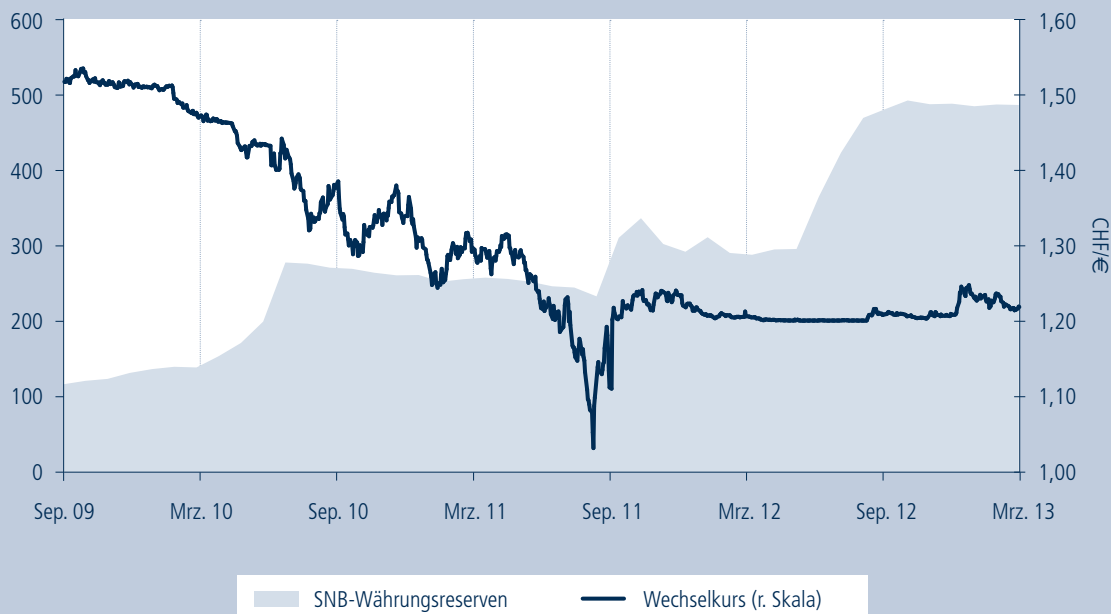
guten Ratings des Landes (AAA) unter Aufwertungsdruck steht, massiv am Devisenmarkt interveniert, um eine Aufwertung und den damit bremsenden konjunkturellen Impuls zu verhindern. Seit Mitte 2012 bemüht sich die Schweizer Notenbank, den Wechselkurs bei 1,20 Schweizer Franken je Euro zu stabilisieren. In der Folge sind die Devisenreserven der Schweizer Notenbank massiv auf mittlerweile 70 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gestiegen (Abbildung 5). Insofern ist auch für den Wechselkurskanal zu konstatieren, dass die EZB durch die Leitzinssenkung bestenfalls eine Aufwertung des Euros verhindern, aber kaum mit Abwertungen konjunkturelle Impulse befördern konnte.

Vermögenspreiskanal¹⁶

Internationale Investoren und Kapitalanleger halten in der Regel ein gut diversifiziertes Portfolio an Vermögensanlagen (Devisen, Aktien, Anleihen,

Abbildung 5:

Euro-Kurs zum Schweizer Franken und Devisenreserven der Schweizer Notenbank (SNB)



Anmerkungen: SNB = Schweizer Notenbank, CHF = Schweizer Franken, € = Euro.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

16 „Tobins q“ Theorie bei Mishkin (1995).

Immobilien, etc.). Geldpolitische Maßnahmen wie Leitzinsänderungen wirken sich jedoch auf die Marktpreise von zinsreagiblen Finanzanlagen wie z.B. Anleihen aus. Eine Zinssenkung würde (bei ansonsten gleichen Bedingungen) die Bar- und Kurswerte von Anleihen erhöhen. Dieser Wertanstieg würde dazu führen, dass sie im Portfolio plötzlich zu stark gewichtet wären, vor allem gegenüber Aktien. Das Portfolio wäre also aus Sicht des Investors infolge der Leitzinsänderung suboptimal zusammengesetzt. Die dadurch notwendige Portfolioumschichtung würde weitere Veränderungen der relativen Preise zwischen den einzelnen Vermögensanlagen auslösen (Meltzer 1995). Das Nachkaufen von Aktien würde deren Kurse positiv beeinflussen und damit die Eigenkapitalbasis der Aktien emittierenden Unternehmen steigen lassen. Da sich dadurch das Verhält-

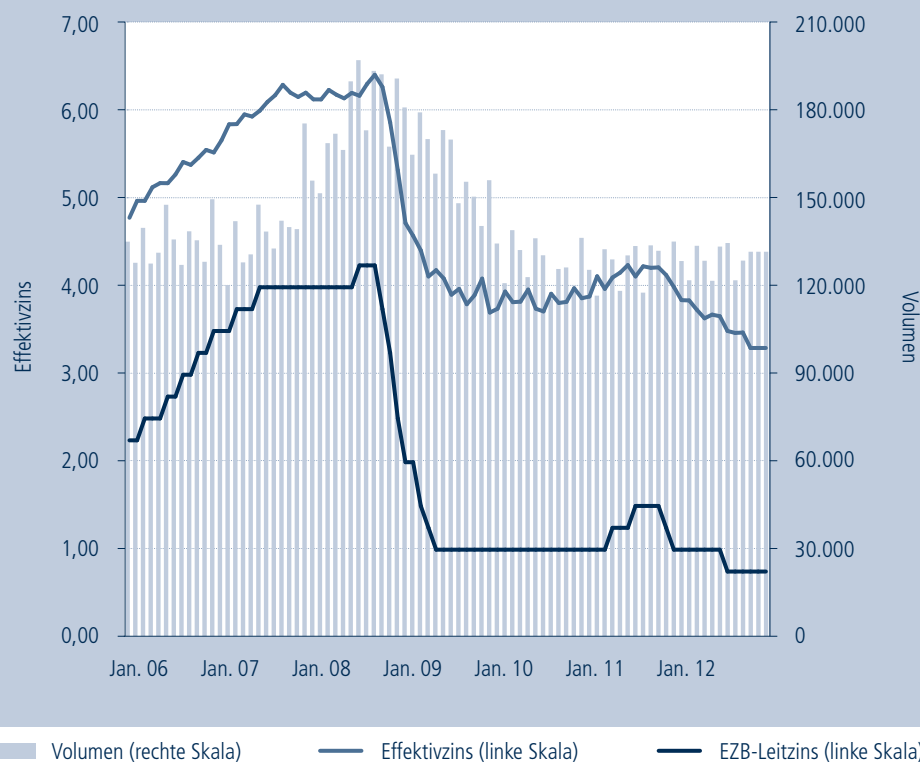
nis von Marktwert zu Finanzierungskosten verbessern würde, würde die Finanzierung neuer realwirtschaftlicher Investitionsprojekte rentabler und attraktiver. Im Euroraum stand diesem positiven Effekt jedoch bisher die Unsicherheit über die politische und ökonomische Zukunft der Währungsunion entgegen.

Kreditkanal

Während bei den vorangegangenen Wirkungsmechanismen der Einfluss der Geldpolitik auf die Preise von Vermögensgegenständen eine entscheidende Rolle spielt, steht beim Kreditkanal die Übertragung des zinspolitischen Impulses über das Bankensystem an die Realwirtschaft im Mittelpunkt der Betrachtung. Ein Zinsrückgang führt in der Regel zu einem höheren Angebot an und einer höheren Nachfrage nach Bankkrediten.

Abbildung 6:

Leitzins, Effektivzins und Kreditentwicklung in Deutschland



Anmerkung: Kredite insgesamt, volumengewichtete Zinsen, letzter Wert: Dez. 2012.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

Diese Finanzierungsform (und damit die Wirkung des Kreditkanals) ist besonders für kleine und mittelständische Unternehmen relevant, da diese keinen eigenen Zugang zum Kapitalmarkt haben und Bankkredite daher nicht durch die Emission von Wertpapieren ersetzen können (Bernanke/Gertler 1995).

Zinssenkungen allein garantieren jedoch noch keine bessere Kreditversorgung der Wirtschaft. Wie die Bankenkrise im Nachgang zur Subprime-Krise eindrucksvoll gezeigt hat, haben auch Bilanz- und Risikotragfähigkeitsprobleme von Banken Einfluss auf den realen Wirtschaftsprozess und können dazu führen, dass expansive zins- und geldpolitische Impulse der Notenbanken nicht oder nicht im vollständigen Umfang weitergegeben werden. So sanken in Deutschland die Effektivzinsen für Bankkredite zwar, aber nicht im gleichen Umfang wie der Leitzins (Abbildung 6). Zudem hatten die letzten Zinssenkungen der EZB keinen erkennbaren positiven Einfluss auf die Kreditvergabe in Deutschland (Abbildung 6) – und das trotz der im Vergleich zu Peripherieländern besseren Konjunkturentwicklung.

3.4 Grenzen konventioneller Geldpolitik in der Krise

Wie in Abbildungen 1, 4 und 6 zu sehen ist, hat die EZB den Leitzins nach Ausweitung der US-Subprime-Krise auf Europa ab Ende 2008 von zuletzt 4,25 Prozent mehrfach bis auf ein Prozent gesenkt. 2011 hatte sie – aus Sorge vor Inflationsgefahren aus den weltweit steigenden Rohstoffpreisen – die Zinsen vorübergehend angehoben, im Zuge der sich ausbreitenden Eurokrise jedoch bis Mitte 2012 noch unter das alte Niveau auf 0,75 Prozent gesenkt. Begleitend wurden jeweils auch Spitzenrefinanzierungsfazilität und Einlagenfazilität gesenkt.

Schon im Zuge der Finanzkrise war jedoch deutlich geworden, dass die Mittel der konventionellen Geldpolitik alleine nicht ausreichen, um die auftretenden Probleme zu lösen. Die Leitzinssenkungen der EZB wurden zwar in den Kreditzinsen weitergegeben – wenn auch zeitver-

zögert und nicht immer im vollen Umfang. Die Kreditvergabe nahm im Euroraum (Abbildung 13) wie auch in Deutschland (Abbildung 6) trotz der Leitzinssenkungen ab. Dabei spielten sowohl Angebots- wie auch Nachfrageeffekte eine Rolle: Einerseits litt das Bankensystem selbst unter den Wertverlusten ihrer Finanzanlagen, andererseits ging auch die Kreditnachfrage aufgrund der Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten zurück.

Mit der Eurokrise nahm die Gefahr einer Kreditklemme vor allem für die Peripherieländer zu. Deren Geschäftsbanken hatten Schwierigkeiten, sich am Interbankenmarkt zu refinanzieren. Das lag nicht nur daran, dass bei ihnen ein steigender Anteil notleidender Immobilienkredite aufgrund der vorherigen Finanzierung des Immobilienbooms vermutet wurde, sondern auch an den Finanzierungsproblemen ihrer Regierungen am Kapitalmarkt: Da Staatsanleihen eine wichtige risikoarme Anlageform für Geschäftsbanken sind und historisch vor allem Staatsanleihen des eigenen Landes gehalten werden, litten die Banken unter dem Wertverfall der Staatsanleihen aus Peripherieländern. Weil Probleme im Bankensektor gleichzeitig als Hinweis auf weitere Staatsausgaben zur Bankenrettung wahrgenommen wurden, förderten sie zusätzliche Risikoaufschläge auf die Staatsanleihen und damit höhere Finanzierungskosten der Staaten, die ihrerseits wiederum die Bilanzprobleme der Banken über einen Rückgang der Werte der Staatsanleihen zur Folge hatten (EZB 2012a). Da sich beide Probleme gegenseitig verstärkten, wurden staatliche Unterstützungsmaßnahmen zur Aufrechterhaltung der nationalen Bankensysteme immer unwahrscheinlicher, da von den einzelnen Krisenstaaten kaum mehr finanzierbar.

Angesichts der dezentralen Organisation der Geldpolitik der EZB ist diese auf einen in allen Mitgliedsländern funktionierenden Interbankenmarkt angewiesen. Zudem müssen die nationalen Zentralbanken zusammen mit den nationalen Geschäftsbanken für eine Weitergabe der geldpolitischen Impulse an die Realwirtschaft sorgen. Es wurde jedoch deutlich, dass vor allem in den Ländern, die vom Interbankenmarkt abgeschnit-

ten waren, das Bankensystem zunehmend in Liquiditätsprobleme geriet, die Insolvenzen befürchten ließen. Eine Kreditklemme in diesen Ländern sowie im schlimmsten Fall ein Zusammenbruch des Bankensystems hätte die Wirtschaft massiv beeinträchtigt und die Finanzierungsprobleme der öffentlichen Haushalte noch verstärkt. Insofern entschloss sich die EZB zu unkonventionellen Maßnahmen, die nach eigenen Angaben mit ihrem Mandat vereinbar sind:

„Alle während der akuten Phase der Finanzmarktspannungen ergriffenen Sondermaßnahmen waren vollständig mit dem Auftrag der EZB zur Wahrung der Preisstabilität vereinbar und sind entsprechend ihrer Ausgestaltung vorübergehender Natur. Die Sondermaßnahmen des Eurosystems waren in erster Linie auf den Bankensektor ausgerichtet, da ihm bei der geldpolitischen Transmission und der Finanzierung der Wirtschaft im Euroraum – etwa verglichen mit den Vereinigten Staaten – eine wichtige Rolle zukommt.“

(EZB 2011: 136f.)

4. Unkonventionelle Geldpolitik während der Krise

Unkonventionelle Maßnahmen wurden von der EZB bereits im Zuge der Finanzkrisenfolgen ergriffen und angesichts des fast nahtlosen Übergangs der Finanzkrise in die Eurokrise größtenteils einfach fortgeführt, teilweise verstärkt oder mit verändertem Schwerpunkt betrieben. Die folgende Beschreibung konzentriert sich auf den Zeitraum seit Beginn der Eurokrise 2010.

4.1 Was ist unkonventionelle Geldpolitik?

Unkonventionelle Maßnahmen werden im Allgemeinen zur Vermeidung von Deflationsgefahren und/oder Banken- und Finanzkrisen ergriffen (Schuberth 2009). In der Literatur gibt es keine einheitliche Definition von unkonventioneller Geldpolitik. Generell lässt sich sagen, dass Zinspolitik (auch von der EZB) zu den konventionellen Maßnahmen und alles andere zu unkonventionellen Maßnahmen gerechnet wird (EZB 2011). Im Global Financial Stability Report von 2009 unterscheidet der IMF bezüglich der unkonventionellen Maßnahmen zwischen Quantitative Easing, Credit Easing und Liquidity Easing.

Unter Quantitative Easing Maßnahmen versteht der IMF dabei alle Ankäufe von staatlichen oder staatlich garantierten Wertpapieren mit dem Ziel, Liquidität in den entsprechenden Markt zu bringen. Die zusätzliche Nachfrage übt Druck auf die Kurse aus und senkt entsprechend die Renditen. Ein Beispiel dafür ist das Securities Markets Programm, ein Programm der EZB zum Ankauf von Staatsanleihen.

Beim Credit Easing tritt die Notenbank an bestimmten Teilmärkten als Nachfrager auf, um diese zu stabilisieren. Dies können zum Beispiel Hypotheken- oder Verbriefungsmärkte sein, wenn sie für die Funktion des Wirtschafts- oder Ban-

kensystems von zentraler Bedeutung sind. Dabei stellt sie den privaten Marktteilnehmern direkt Liquidität zur Verfügung. Beispiel dafür sind die Programme zum Ankauf gedeckter (also besicherter) Schuldverschreibungen (Covered Bonds) der EZB.

Im Gegensatz zu den beiden oben genannten Instrumenten tritt die Notenbank beim Liquidity Easing nicht als Käufer am Markt an, sondern erleichtert den angeschlossenen Geschäftsbanken den Zugang zu Zentralbankgeld innerhalb des bestehenden geldpolitischen Instrumentariums. Dies kann z. B. durch die Akzeptanz neuer Sicherheiten, die Akzeptanz schlechterer Qualität oder die Zulassung illiquider Sicherheiten erfolgen.¹⁷ Beispiel sind die mehrfachen Absenkungen von Bonitätsanforderungen bei den als Sicherheit akzeptierten Wertpapieren der Geschäftsbanken für Liquidität der EZB im Zuge der Krise.

4.2 Instrumente unkonventioneller Geldpolitik der EZB

Die EZB machte in den letzten Jahren von allen oben genannten unkonventionellen Maßnahmen Gebrauch, ohne den ihr vertraglich gesetzten Rahmen zu verlassen. Dazu gehörten die unbegrenzte und längerfristige Bereitstellung von Liquidität an Geschäftsbanken, die Akzeptanz schlechterer Sicherheiten und der Ankauf von Wertpapieren (Covered Bonds und Staatsanleihen), wie im Folgenden erläutert wird.

4.2.1 Unlimitierte und längerfristige Bereitstellung von Liquidität

Nicht erst während der Eurokrise, sondern schon im Zuge der Finanzmarktkrise hat die EZB ab dem 15. Oktober 2008 angefangen, die wöchentlichen

¹⁷ Hierzu zählen auch Currency Swap Geschäfte, Geschäfte zur Absicherung von Währungsrisiken, unter Notenbanken.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) vom Zinstender auf Mengentender mit vollständiger Zuteilung umzustellen. In der Folge erhielten Geschäftsbanken wöchentlich unbegrenzt Liquidität zu einem Zinssatz, der nah am Leitzins lag. Die Umstellung war notwendig geworden, weil die Liquiditätsversorgung über den Interbankenmarkt aufgrund der Vertrauensprobleme im Bankensektor schwieriger, für einige Banken sogar unmöglich geworden war. Einige Geschäftsbanken hatten die Sorge, dass ein Zugriff auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität (zu der sie ja unbegrenzt Liquidität erhalten hätten) sie aus Sicht anderer Banken als „Problembank“ stigmatisiert und vom Interbankengeschäft ausgeschlossen hätte. Aufgrund des hohen Liquiditätsbedarfs und der Sorge, keine Zuteilung von der EZB zu erhalten, stiegen die Zinsgebote und damit auch der durchschnittliche Zinssatz der Geschäftsbanken, die eine Zuteilung erhielten, deutlich über den eigentlich maßgeblichen Leitzins (Abbildung 1).

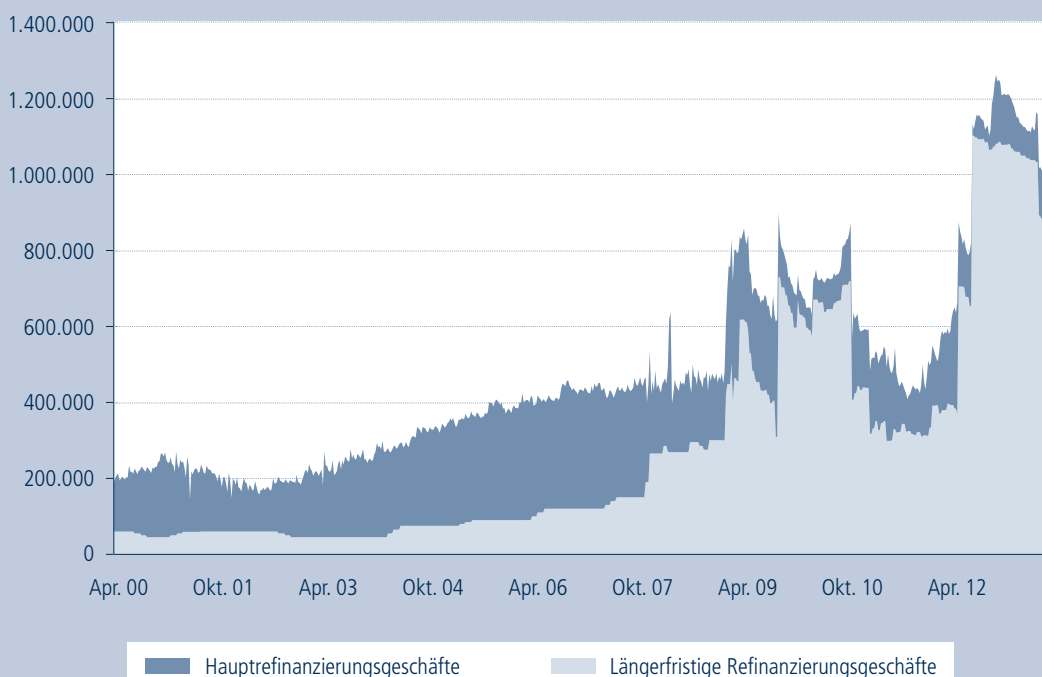
Neben der Umstellung auf unbegrenzte Zuteilung wurden auch zusätzliche längerfristige

Tender mit ebenfalls unbegrenzter Zuteilung aufgelegt, die normalerweise nur eine Laufzeit von drei Monaten haben („Basistender“). Nachdem die EZB bereits seit April 2008 mehrere sechsmonatige Tender angeboten hatte, schrieb sie im Oktober 2009 eine erste Refinanzierungsmöglichkeit mit zwölf Monaten aus, der noch zwei weitere im Dezember 2009 und im Oktober 2011 folgten. Im Dezember 2012 und im März 2013 bot sie zwei Tender mit drei Jahren Laufzeit an. Schon der einjährige Tender diente laut EZB dazu, dass „... die Bedenken des Bankensystems im Euroraum in Bezug auf die Refinanzierung (insbesondere bei längeren Laufzeiten) zerstreut werden sollten. Durch die Verringerung der Unsicherheit und einen längeren Liquiditätsplanungshorizont sollten die Banken dazu ermutigt werden, ihre Kreditvergabe an die Wirtschaft aufrechtzuerhalten. Zudem wurde angestrebt, die Geldmarktsätze durch die Maßnahmen auf niedrigem Niveau zu halten“ (EBZ 2011: 137).

Wie in Abbildung 7 zu sehen ist, ist nicht nur die Liquiditätsversorgung der Banken durch die

Abbildung 7:

Haupt- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte der EZB



Anmerkung: Angaben in Tausend €, letzter Wert: März 2013.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

Umstellung auf unbegrenzte Zuteilung deutlich gestiegen, sondern gleichzeitig hat auch der Anteil von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften auf Kosten der nur wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte zugenommen. Der Anteil der längerfristigen Refinanzierungen an den gesamten liquiditätszuführenden Maßnahmen der EZB lag zeitweilig bei über 90 Prozent.

Da die beiden dreijährigen Tendergeschäfte zusammen gut eine Billion Euro ausmachen, deckten sie rund 80 Prozent der ausstehenden Refinanzierungen der europäischen Geschäftsbanken ab. Die Tender nutzten vor allem Banken aus der Euro-Peripherie, da sie zu diesem Zeitpunkt kaum noch Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt hatten. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank (2013) haben sich insbesondere Banken aus Spanien (ca. 318 Milliarden Euro), Italien (ca. 263 Milliarden Euro), Irland (ca. 88 Milliarden Euro), Portugal (ca. 55 Milliarden Euro) und Griechenland (ca. 33 Milliarden Euro) an den beiden Langfristendern beteiligt (Tabelle 1).

Tabelle 1:

Zuteilung aus den 3-jährigen Tendern nach Gebietszugehörigkeit der Banken

Land	Anteil	Volumen in Mrd. €
Spanien	29 %	318
Italien	24 %	263
Frankreich	15 %	164
Irland	8 %	88
Deutschland	7 %	77
Portugal	5 %	55
Belgien	4 %	44
Griechenland	3 %	33
Sonstige	3 %	33
Niederlande	2 %	22
Summe	100 %	1.096

Quelle: Deutsche Bundesbank (2013), eigene Darstellung.

Rund 6,5 Prozent oder 77 Milliarden Euro der 1.096 Milliarden Euro wurden über die Deutsche Bundesbank an 276 Institute im Dezember 2011 bzw. 460 Institute im März 2012 in Deutschland vergeben.¹⁸

4.2.2 Akzeptanz schlechterer Sicherheiten

Um Zugang zu Zentralbankgeld über die Refinanzierungsgeschäfte der EZB zu erhalten, müssen Geschäftsbanken Sicherheiten bestimmter Qualität hinterlegen. Bis zur Finanzkrise durften dafür nur erstklassige Sicherheiten wie z.B. Staatsanleihen aus Ländern mit AAA-Rating verwendet werden. Doch bereits im Zuge der Finanzkrise waren diese Anforderungen stufenweise immer wieder reduziert worden. Die vorerst letzte Absenkung der Kriterien erfolgte in der Sitzung des EZB-Rates am 6. September 2012, wo beschlossen wurde, die Anwendung des Bonitätsschwellenwertes für verschiedene Wertpapiere wie schon zwischen Oktober 2008 und Dezember 2010 auszusetzen.

Hintergrund der Verringerung der Anforderungen an Sicherheiten waren die Refinanzierungsprobleme von Banken aus der Euro-Peripherie, die mangels Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt auf eine vollständige Refinanzierung durch die Notenbanken angewiesen waren und denen es an EZB-fähigen Sicherheiten mangelte.

4.2.3 Ankauf von Wertpapieren

Im Zuge der Bankenkrise drohte der für das Bankgeschäft wichtige Markt für gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bonds) auszutrocknen. Um die Liquidität und damit die Preisbildung am Markt aufrecht zu halten und den emittierenden Instituten diese Refinanzierungsmöglichkeit zu erhalten, beschloss die EZB im Juli 2009 ein Ankaufprogramm für Covered Bonds (Covered Bond Purchase Programme – CBPP) in Höhe von 60 Milliarden Euro. Dieses Programm wurde im November 2011 erneuert (CBPP2). Aktuell hält

18 Die Geschäftsbanken haben jedoch die Möglichkeit, die Mittel aus den Drei-Jahres-Tendern bereits nach einem Jahr zurückzugeben und haben diese Option das erste Mal im Januar 2013 genutzt: 278 Banken aus Nicht-Peripherieländern gaben 137,2 Milliarden Euro an die EZB zurück. Mittlerweile wurden weitere frühzeitige Rückzahlungsoptionen genutzt und erklären den in Abbildung 7 sichtbaren Rückgang längerfristiger Tendergeschäfte.

die EZB rund 65,5 Milliarden Euro an Covered Bonds aus den beiden Programmen im Bestand (Abbildung 8).

Im Mai 2010 starteten die Notenbanken des Eurosystems ein Programm zum Aufkauf von Euro-Staatsanleihen (Securities Markets Programme – SMP). Zwischen Mai 2010 und November 2012 kauften die Notenbanken Anleihen in einem Volumen von rund 226 Milliarden Euro auf (Abbildung 9). Bedingt durch die beiden Aufkaufprogramme wuchs der Bestand an Wertpapieren in der Bilanz der EZB bis Anfang 2012 um rund 275 Milliarden Euro (Abbildung 8). Im Vergleich zur Federal Reserve Bank und der Bank of England kaufte die EZB jedoch deutlich weniger Staatsanleihen (Pisani-Ferry/Wolff 2012).

Da es sich beim SMP-Programm nicht um eine liquiditätszuführende Operation handeln sollte, sondern die Kurspflege von Staatsanleihen der europäischen Krisenländer im Mittelpunkt stand, neutralisierte die EZB die Liquiditätszufuhr

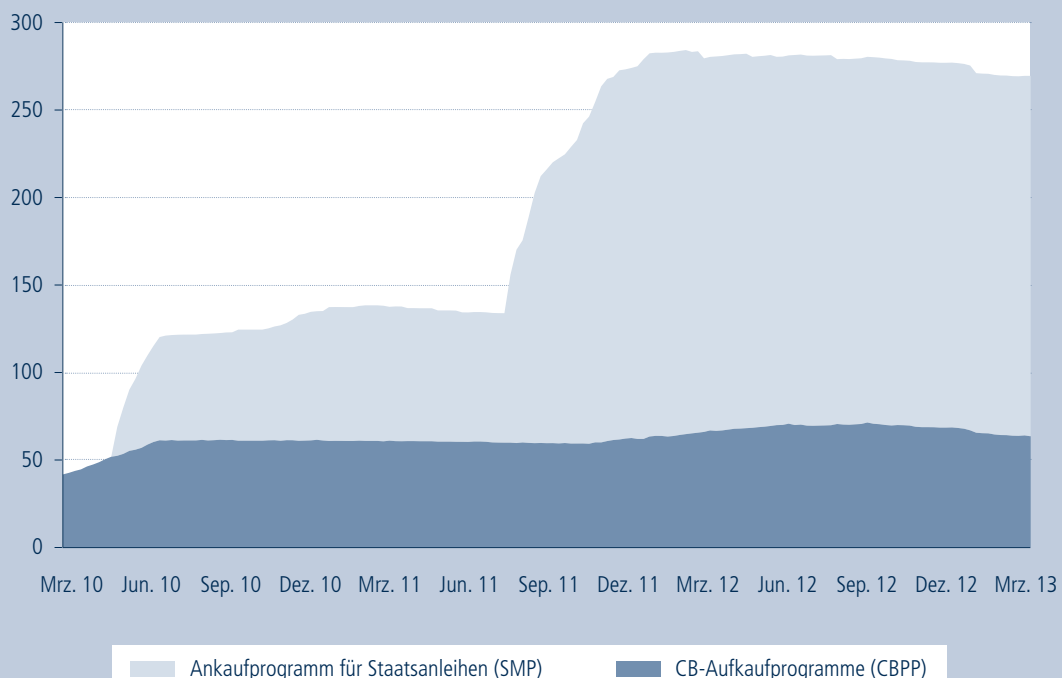
durch das SMP über absorbierende Offenmarktgeschäfte, um zu verhindern, dass sich durch den Ankauf der Staatsanleihen die Geldmenge in der Realwirtschaft verändert.

Am 6. September 2012 beschloss der EZB-Rat die Modalitäten für die Durchführung von geldpolitischen Outright-Geschäften (Outright Monetary Transactions – OMTs) an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen im Eurogebiet. Demnach können unter der Bedingung wirtschaftlicher Konditionalität unbegrenzt kurzfristige Anleihen von Euro-Staaten auf Sekundärmärkten aufgekauft werden, wenn die Staaten kurz davor sind, ihren Kapitalmarktzugang zu verlieren.

In ihrem Monatsbericht vom September 2012 begründet die EZB das Programm ausschließlich über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus, wonach die Renditen von Staatsanleihen die Finanzierungsbedingungen von Banken maßgeblich beeinflussen (EZB 2012a):

Abbildung 8:

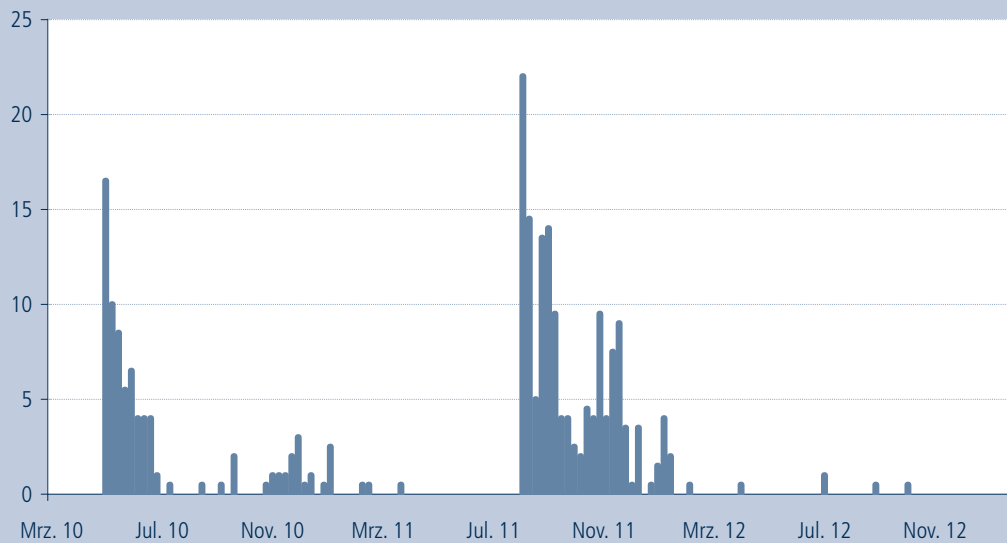
Covered Bonds und Staatsanleihen im Bestand der EZB



Anmerkungen: Covered Bonds (gedeckte Schuldverschreibungen) und Staatsanleihen im Bestand der EZB in Mrd. €.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

Abbildung 9:

EZB-Käufe von Staatsanleihen im Rahmen des SMP-Programms

Anmerkungen: Wöchentliche (Brutto-)Käufe von Staatsanleihen (SMP-Programm) durch das Eurosystem der Zentralbanken in Mrd. €.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

- Erstens führen ungünstige Renditeentwicklungen von Staatsanleihen zu negativen Erwartungen hinsichtlich der Finanzierungsbedingungen von Banken und Kreditnehmern.
- Zweitens stehen Banken im Privatkundengeschäft bei der Verzinsung von Kundeneinlagen und von am Markt begebenen Anleihen zu den von staatlicher Seite emittierten hochverzinsten Anleihen und Schatzwechseln in Konkurrenz. Dies treibt ihre Refinanzierungskosten in die Höhe.
- Drittens werden bei besicherten Interbankkrediten in der Regel Staatsanleihen als Sicherheiten verwendet. Aus diesem Grund lassen Spannungen an den Staatsanleihemärkten die Sicherheitenbasis der Banken schrumpfen und beeinträchtigen somit ihren Zugang zu Liquidität.
- Viertens bewirken Wertminderungen bei den Staatsanleiheportfolios eine Verschlechterung der Bankbilanzen.

Folgt man jedoch ausschließlich der Begründung über die monetären Transmissionsmechanismen,

so müsste die EZB immer am Anleihemarkt aktiv werden, unabhängig davon, ob ein Land den europäischen Rettungsschirm EFSF/ESM in Anspruch nimmt oder nicht. Außerdem hatte die EZB erklärt, dass sie erst dann Anleihen von Ländern (mit EFSF/ESM-Zugang) aufkauft, wenn deren Rückkehr an den Kapitalmarkt kurz bevorsteht. Auch diese Einschränkung ist mit den obigen Argumenten nicht zu begründen. Folgerichtig wurde schon früh gefordert, die EZB müsse zur Aufrechterhaltung von Finanzmarktstabilität in einer Währungsunion grundsätzlich unbegrenzte Bereitschaft zum Aufkauf von Staatsanleihen signalisieren (vgl. de Grauwe 2011) und die Konditionalität des Programms als Schwachpunkt kritisiert (vgl. Wyplosz 2012).

Angesichts der Widersprüche in der Begründung kann man davon ausgehen, dass das OMT-Programm vor allem als Präventionsmaßnahme gegen eine weitere Eskalation der Schuldenkrise konzipiert worden ist. Wenn ein größerer Staat der Eurozone (z.B. Spanien oder Italien) seinen Kapitalmarktzugang verlieren würde, dann wären

die europäischen Rettungsschirme angesichts des hohen Refinanzierungsbedarfs eines solchen Landes schnell überlastet. Sollte sich eine solche Entwicklung abzeichnen, könnte die EZB nun stabilisierend auf dem Sekundärmarkt – mit entsprechenden Rückwirkungen auf die Konditionen am Primärmarkt – eingreifen. Somit scheint das OMT-Programm eher als ein Lösungsansatz für die beiden Schwergewichte Spanien und Italien konzipiert worden zu sein als für Länder, die bereits ESM-Mittel erhalten. Denn eine Verschärfung der Probleme in diesen großen Ländern hätte mit den bestehenden Rettungsschirmen und ohne das OMT-Instrument nur schwerlich aufgefangen werden können.

4.2.4 *Emergency Liquidity Assistance (ELA)*

Schließlich ist als unkonventionelle Maßnahme noch die Emergency Liquidity Assistance (ELA) zu nennen, in deren Rahmen die nationalen Notenbanken auf eigene Rechnung und gegen selbstdefinierte Sicherheiten Liquiditätshilfen (Refinanzierungskredite) an die heimischen Banken vergeben dürfen. Streng genommen handelt es sich dabei nicht um eine geldpolitische Maßnahme des Eurosystems, sondern eine Maßnahme der Zentralbanken der Länder, die formal die Risiken und Kosten alleine tragen. Der EZB-Rat kann solche nationalen Notfalkredite jedoch mit einer Zwei-Drittel-Mehrheit untersagen. Die ELA wurde von der griechischen und von der zypriotischen Zentralbank intensiv genutzt, um das Bankensystem mit Liquidität zu versorgen.

4.3 War die unkonventionelle Geldpolitik erfolgreich?

Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass die EZB mit ihren unkonventionellen Maßnahmen die meisten ihrer Ziele erreicht hat. Sei es, die Liquiditätsversorgung von in Schieflage geratenen Banken zu sichern (Liquidity Easing mittels erweiterter Akzeptanz von Sicherheiten), die Liquidität an wichtigen Märkten zu erhalten (Credit Easing mithilfe der Aufkaufprogramme

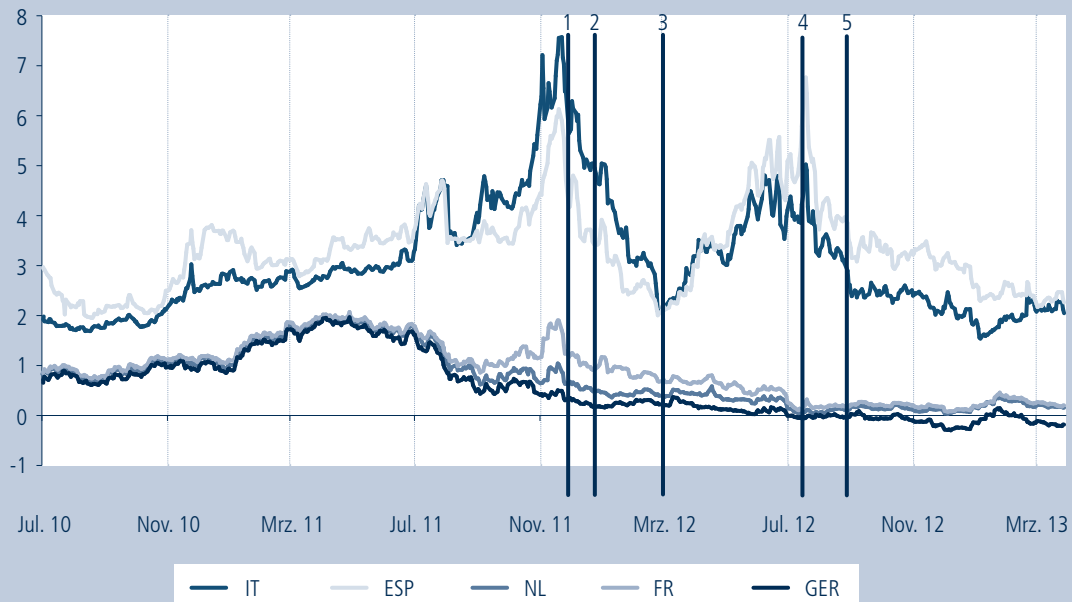
für gedeckte Schuldverschreibungen, CBPP1 und CBPP2) oder die Kurspflege an den Märkten für Staatsanleihen zu übernehmen (Quantitative Easing mithilfe des SMP).

Die wahrscheinlich massivste Auswirkung auf die Geld- und Kapitalmärkte hatte jedoch die Ankündigung Mario Draghis am 26. Juli 2012. In seiner Rede bei der Global Investment Conference in London sagte er: „Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“ Wie schon bei den dreijährigen Langfristendern ließ schon die Ankündigung des OMT-Programms die kurzlaufenden Staatsanleiherenditen potenzieller Programm-Kandidaten fallen. Die nachfolgende Abbildung 10 verdeutlicht die Wirkung der letzten großen geldpolitischen Maßnahmen der EZB auf zweijährige Staatsanleihen von Italien und Spanien. Dass nach den Langfristendern die Spannungen an den Märkten für Staatsanleihen wieder stiegen, darf dabei nicht als Zeichen für den Misserfolg gewertet werden, sondern ist nur Zeichen dafür, dass die Märkte den entspannenden Effekt zum Zeitpunkt der Tenderzuteilung bereits vollständig eingepreist hatten. Die Nummern 1 bis 3 in der Abbildung stehen für Ankündigung und Durchführung der zwei dreijährigen Langfristender; die Nummern 4 und 5 für die erste Ankündigung Draghis „... alles zu tun um den Euro zu erhalten ...“ sowie die Vorstellung des OMT-Programms am 6. September 2012.

Wie schon des Öfteren in den vergangenen vier Jahren verschaffte die EZB den Regierungschefs der Euroländer wichtige Zeit, um politische Reformen durchzuführen. Die Stützung des europäischen Bankensystems durch massive Liquiditätshilfen (langfristige Tendergeschäfte, Covered Bond Programme) ermöglichte es der Politik überhaupt erst, angeschlagene Banken zu rekapitalisieren, stressresistent zu machen und auf eine solidere geschäftspolitische Basis zu stellen.

Mit ihrer Zinsentscheidung vom Juni 2012 hatte die EZB schließlich noch versucht, die europäischen Banken zu einer vermehrten Kreditvergabe zu bewegen, um konjunkturelle Impulse zu setzen. Damals senkte sie nicht nur den Hauptrefinanzierungssatz von 1,00 auf 0,75 Prozent,

Abbildung 10:

Wirkung von EZB-Maßnahmen auf die Anleiherendite ausgewählter Euroraumländer

Anmerkungen: Anleiherenditen ausgewählter Euroraumländer mit 2-jähriger Restlaufzeit in %.

- 1) 01. Dez. 2011: Ankündigung der zwei 3-jährigen Langfristtender;
- 2) 22. Dez. 2011: 1. Langfristtender (489 Mrd. €);
- 3) 01. Mrz. 2012: 2. Langfristtender (529 Mrd. €);
- 4) 26. Jul. 2012: Ankündigung Draghis: „...alles zu tun um den Euro zu erhalten...“;
- 5) 06. Sep. 2012: Vorstellung des OMT-Programms.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

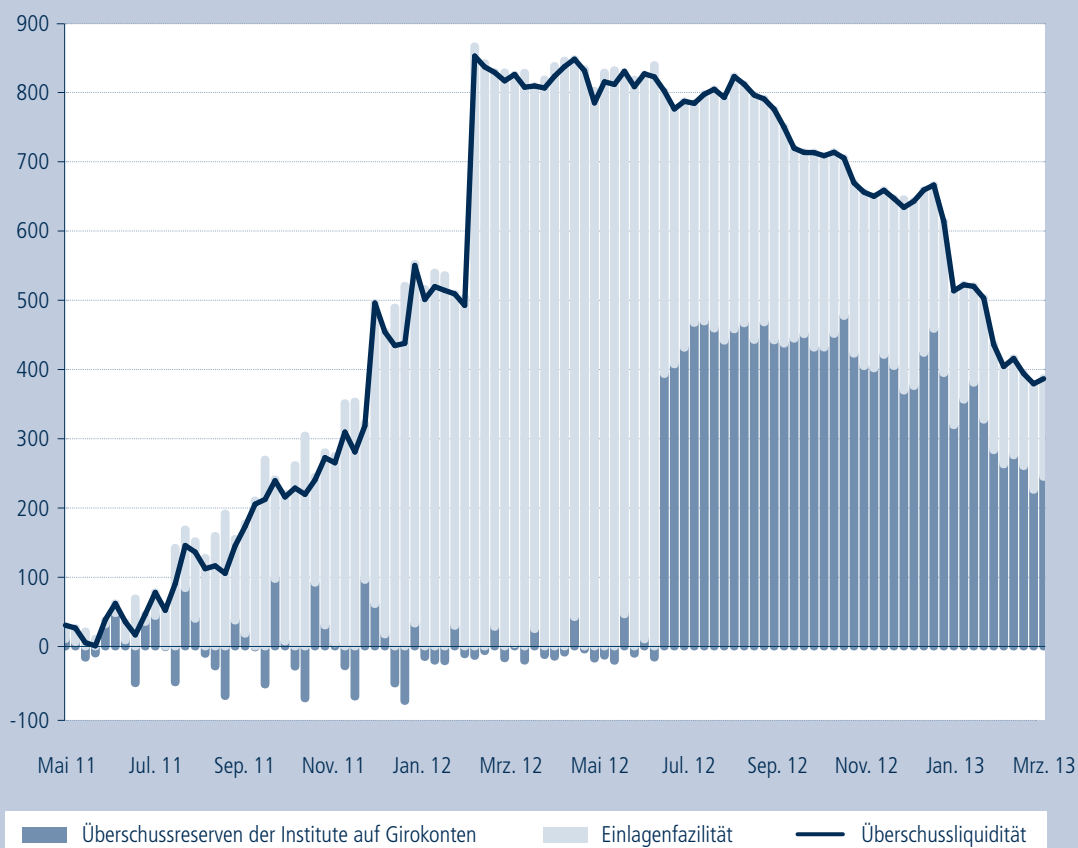
sondern auch die Verzinsung für die Mittel in der Einlagenfazilität von 0,25 auf 0,00 Prozent. Dadurch sollten die Banken angeregt werden, die zusätzliche Liquidität aus den beiden Langfristtendern entweder am Interbankenmarkt oder sogar für zusätzliche Kreditvergaben zu verwenden, anstatt sie in der Einlagenfazilität zu halten.

Tatsächlich sanken die Übernachtelagen der Geschäftsbanken bei der EZB von 795 Milliarden Euro im Juli 2012 auf 230 Milliarden Euro im Dezember 2012. Doch statt einer Belebung des Interbankenmarktes oder einer zusätzlichen Kre-

ditvergabe wurden die Mittel einfach bei der EZB umgeschichtet. Die Institute verschoben große Teile ihrer Überschussliquidität von der Einlagenfazilität auf das Konto für ihre Mindestreserveanforderungen; zeitgleich zum Rückgang der Übernachtelagen stiegen damit die Überschussreserven der Banken bei der EZB. Seit Jahresende 2012 wurden zwar beide Positionen abgebaut. Die Überschussreserven betragen Anfang April 2013 aber immer noch rund 337 Milliarden Euro, so dass sich die Überschussliquidität auf rund 366 Milliarden Euro beläuft (Abbildung 11).¹⁹

¹⁹ Demgegenüber scheint das Kreditprogramm der Bank of England (BoE) die Vergabe von Bankkrediten zusehends zu beflügeln. Unter dem Programm „Funding for Lending“ können sich die heimischen Geschäftsbanken seit Sommer 2012 bei der BoE zu besonders günstigen Konditionen refinanzieren – vorausgesetzt sie weiten ihre Kreditvergabe aus. Die Verfügbarkeit von Bankkrediten im Schlussquartal 2012 verbesserte sich spürbar.

Abbildung 11:

Überschussliquidität der Geschäftsbanken bei der EZB

Anmerkung: in Mrd. €.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

Mit dem OMT-Programm, das den Ländern in der Euro-Peripherie Zeit für Reformen geben soll, gerät die EZB jedoch an den Rand ihres vertraglichen Mandats. Spätestens seitdem griechische Banken als einzige Käufer Geldmarktpapiere der

Athener Regierung aufnahmen und als Sicherheit bei der griechischen Notenbank einreichten, um Zentralbankgeld zu erhalten, ist die Diskussion um eine unerlaubte Staatsfinanzierung im vollen Gange.

5. Risiken der unkonventionellen Maßnahmen

Trotz des Erfolgs der unkonventionellen Maßnahmen sind sie nicht ohne Risiken. Behandelt werden in den folgenden Kapiteln:

- Unzweifelhaft hat sich die Bilanz der EZB ausgeweitet und damit auch die Zentralbankgeldmenge erhöht. Theoretisch ist damit eine stärkere Geldmengenausweitung möglich und zur Überwindung der Krise auch gewollt, bei anziehender wirtschaftlicher Dynamik aber eine mögliche Basis für Inflationsprobleme. Bisher wird aber der größte Teil der Zentralbankmenge von den Geschäftsbanken nicht an die Realwirtschaft weitergegeben (Kapitel 5.1).
- Die Struktur der EZB-Bilanz hat sich durch den höheren Anteil längerfristiger Forderungen gegenüber Geschäftsbanken verändert, was eine schnelle geldpolitische Reaktion erschwert (Kapitel 5.2).
- Durch den Kauf von gedeckten Schuldverschreibungen und Staatsanleihen sowie die großzügige Liquiditätsbereitstellung an Banken gegen Sicherheiten geringerer Qualität sind die Risiken in der EZB-Bilanz gestiegen (Kapitel 5.3).
- Die Übernahme dieser (Länder-)Risiken durch die EZB entspricht einer Vergemeinschaftung von Risiken und damit potenzieller Verluste bzw. Mindereinnahmen der Mitgliedsländer (Kapitel 5.4).
- Inflationsprobleme drohen zwar nicht generell, da der EZB mehrere Ausstiegsoptionen aus der unkonventionellen Geldpolitik offenstehen (Kapitel 6), aber durchaus partiell in einzelnen Ländern bzw. auf einzelnen (Vermögens-)Märkten (Kapitel 5.5).
- Bei anhaltender Niedrigzinspolitik ohne verbesserte Wachstumsaussichten drohen Ertragsprobleme bei Banken, Versicherungen und Kapitalgesellschaften (Kapitel 5.6).

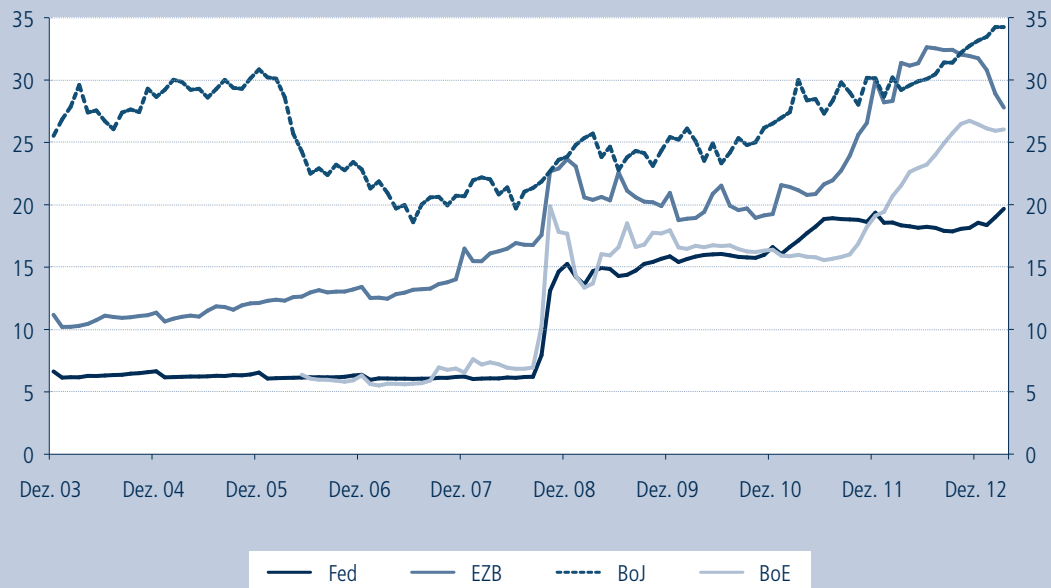
5.1 Ausweitung der EZB-Bilanz: Auswirkung auf die Geldmenge?

Mit den unkonventionellen Maßnahmen hat sich die Bilanz der EZB erheblich ausgeweitet. Das zeigt auch der Vergleich mit anderen einflussreichen Zentralbanken großer Industrieländer. Wie in Abbildung 12 zu sehen ist, war die Bilanzsumme der EZB schon vor der Finanzkrise bis auf gut 15 Prozent des Euroraum-BIP angewachsen und damit höher als die Bilanzsumme von der Federal Reserve Bank (Fed) der USA und der Bank of England (BoE), deren Bilanzsumme jeweils nur gut sechs Prozent des BIP betrug. Mit den Stabilisierungsmaßnahmen für die Finanzmärkte nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im September 2008 stiegen für alle drei Zentralbanken die Bilanzsummen deutlich um mehr als fünf Prozentpunkte an. Im Gegensatz zur US-amerikanischen Notenbank ließ sich danach für die EZB und die englische Zentralbank vorübergehend ein leichter Rückgang feststellen. Mit Beginn des Jahres 2011 begann die Bilanzsumme der EZB (und etwas später auch die der Bank of England) jedoch deutlich zu steigen – so sehr, dass die EZB mit 32,6 Prozent des BIP Mitte 2012 sogar höhere Werte als die japanische Notenbank (BoJ) erreichte (Abbildung 12). Mittlerweile hat aber vor allem die EZB ihre Bilanzsumme durch die vorzeitigen Rückzahlungen der Liquidität aus Langfristendern durch die Geschäftsbanken wieder verringern können.

Wie aus den vorherigen Ausführungen aber bereits deutlich geworden ist, ist die Bilanzausweitung nicht mit einem Anstieg der Geldmenge in der Realwirtschaft gleichzusetzen. Eine Bilanzausweitung impliziert nicht einmal eine im gleichen Maße ansteigende Liquidität im Bankensektor. Bis zur Finanzkrise war die Bilanz der EZB durch die unkonventionellen Maßnahmen

Abbildung 12:

Bilanzsummen ausgewählter Zentralbanken relativ zum BIP des jeweiligen Währungsraumes



Anmerkungen: in %.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

(v.a. längerfristige Tender) gestiegen. Da die EZB den Banken aber gleichzeitig mit anderen Maßnahmen Liquidität entzogen hatte, war der Nettoeffekt auf die Liquiditätsausstattung der Banken gering gewesen. Erst seit der Eurokrise hat sich die Liquidität der Geschäftsbanken deutlich erhöht. Diese Liquidität ist jedoch zum großen Teil wieder bei der EZB angelegt worden (Abbildung 11) und konnte daher bisher gar nicht in die Realwirtschaft gelangen. Wie Abbildung 13 zeigt, ist die Kreditvergabe im Euroraum weiter rückläufig und das Geldmengenwachstum²⁰ weit entfernt von den Wachstumsraten vor der Finanzkrise.

Welcher Zusammenhang besteht zwischen Zentralbankgeldmenge und Geldmenge in der Realwirtschaft? Grundsätzlich ist die Geldmenge in der Realwirtschaft ein Vielfaches der Zentralbankgeldmenge, weil Banken mithilfe des Kreditschöpfungsmultiplikators ein Vielfaches der Zentralbankgeldmenge verleihen können: Jede

Kreditvergabe führt dazu, dass daraus Überweisungen an Dritte erfolgen (für den Erwerb von Gütern und Dienstleistungen, Lohn- und Gehaltszahlungen etc.), die zu einem Großteil auf Bankkonten angelegt werden. Diese Einlagen können von den Banken wiederum zur Kreditvergabe verwendet werden, woraus wiederum Überweisungen an Dritte erfolgen etc.

Zentralbanken stehen jedoch vor dem Problem, dass es keine konstante Beziehung zwischen Zentralbankgeld und der Geldmenge in der Realwirtschaft gibt. Wie sich ein Anstieg der Zentralbankgeldmenge auf die Geldmenge in der Realwirtschaft auswirkt, hängt von mehreren Einflussgrößen ab, die schon in „normalen“ Zeiten keinen konstanten Einfluss haben wie z.B. Zahlungsgewohnheiten. In Krisenphasen werden diese Zusammenhänge häufig noch instabiler. Einflussgrößen sind:²¹

20 Für Geldmengenaggregate gibt es engere und weitere Definitionen. Da die EZB sich vor allem auf die Entwicklung einer weiter gefassten Abgrenzung, M3, konzentriert, wird diese verwendet.

21 Vgl. Mishkin (2007: Kapitel 14) für eine detailliertere Übersicht über den (instabilen) Zusammenhang von Zentralbankgeldmenge und Geldmenge in der Wirtschaft.

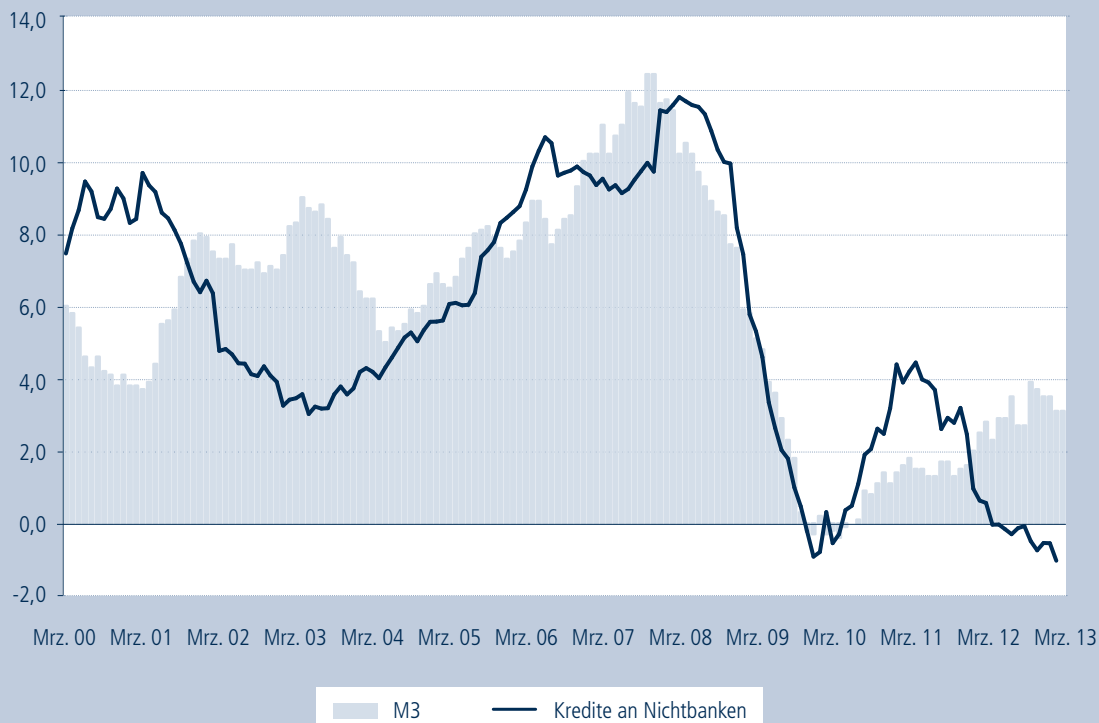
- **Mindestreservesatz:** Je höher die Mindestreserve ist, die Banken für Verbindlichkeiten auf Konten bei der Zentralbank halten müssen, desto weniger können sie Kredite schöpfen. Damit gelangt weniger Geld in die Realwirtschaft. Der Mindestreservesatz war lange Zeit konstant, wurde jedoch im Januar 2012 von zwei Prozent auf ein Prozent gesenkt, was theoretisch eine höhere Kreditschöpfung und damit auch eine höhere Geldmenge ermöglicht.
- **Überschussreserven:** Banken müssen eine bestimmte Mindestreserve bei der EZB halten, können aber darüber hinaus freiwillig Liquidität auf Konten der EZB deponieren. Je höher die Überschussreserven, desto weniger Geld gelangt in die Realwirtschaft. Wie attraktiv Überschussreserven bei der EZB sind, hängt auch von Risiken und Renditen alternativer Anlagemöglichkeiten außerhalb der EZB ab.

Wie in Abbildung 11 zu sehen ist, sind die Überschussreserven trotz der Reduzierung der Verzinsung auf null Prozent noch immer auf einem Höchststand, wenn auch mit leicht sinkender Tendenz, und bremsen damit einen möglichen Anstieg der Geldmenge in der Realwirtschaft.

- **Bargeldquote der privaten Haushalte:** Nur Ersparnis, die auf Bankkonten gehalten wird, kann für die Kreditausweitung genutzt werden und damit erneut in den Wirtschaftskreislauf gelangen. Je mehr Bargeld außerhalb des Bankensektors „gehört“ wird, desto geringer ist der Multiplikator. Der Anstieg der Bargeldquote vor allem in den Peripherieländern im Zuge der Eurokrise hat damit einen dämpfenden Effekt auf einen möglichen Anstieg der Geldmenge in der Realwirtschaft.

Abbildung 13:

Geldmengenwachstum M3 und Kreditvergabe im Euroraum



Anmerkungen: Geldmenge M3 und Kreditvergabe von Finanzinstitutionen an den Nichtbankensektor im Euroraum, Wachstumsrate gegenüber dem Vorjahr, in %.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

Selbst die Zentralbankmenge kann nicht direkt von der Zentralbank gesteuert werden, denn eine Erhöhung ist abhängig von der Liquiditätsnachfrage der Banken. Grundsätzlich gilt dann, dass die Basis für Kreditschöpfung und damit die Geldmengenexpansion in der Realwirtschaft desto höher ist, je mehr Liquidität Geschäftsbanken von der Zentralbank erhalten haben. Bisher wurde dieser Spielraum von Banken aber nicht ausgenutzt, sondern die Zentralbankliquidität größtenteils als Überschussreserve wieder bei der Zentralbank angelegt.

Dass mit der Ausweitung von Zentralbankgeld das Potenzial für Geldmengenanstiege in der Realwirtschaft zugenommen hat, ist unstrittig. Doch genau das war das Ziel der unkonventionellen Geldpolitik! Die EZB hat sich bemüht, die Voraussetzungen für eine Aufrechterhaltung der Kreditvergabe trotz der Spekulationen über einen Zusammenbruch des Euroraums und damit ungünstigen wirtschaftlichen Aussichten in den Peripherieländern zu erhalten. Sollte eine Überwindung der Krise gelingen, die Kreditvergabe deutlich anziehen und ermöglichen, dass die Nachfrage schneller wächst als das Angebot, müsste die EZB zur Vermeidung von Inflationsproblemen die Liquidität im Bankensektor und damit die Möglichkeiten für Kreditschöpfung der Banken deutlich reduzieren. Dafür hat sie mehrere Optionen, die in Kapitel 6 dargestellt werden. Ein Problem muss sie dabei jedoch berücksichtigen: die veränderte Struktur ihrer Bilanz durch den höheren Anteil von Langfristendern.

5.2 Verminderte geldpolitische Steuerbarkeit durch Langfristender

Nicht die Ausweitung der Bilanz an sich ist das Problem, sondern eher die veränderte Struktur der Bilanz der EZB: Der Anteil von längerfristigen

Refinanzierungsgeschäften gegenüber den kurzfristigeren Hauptrefinanzierungsgeschäften hat sich deutlich erhöht (Abbildung 7).²² Durch den gestiegenen Anteil von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften an der Liquiditätsversorgung des Bankensektors kann die EZB weniger schnell auf die Liquiditätsausstattung des Bankensektors einwirken.²³ Sollte sie die Liquiditätsausstattung schnell abbauen wollen, steht sie vor dem Problem, dass Liquidität aus den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften nicht automatisch jede Woche an die EZB zurückfließt wie in den Hauptrefinanzierungsgeschäften. Durch den höheren längerfristigen Anteil hat die EZB auf eine schnelle und direkte Kontrollmöglichkeit verzichtet.²⁴ Probleme würden daraus jedoch nur entstehen, wenn erstens noch vor dem Auslaufen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte die Konjunktur unerwartet stark anziehen würde und ein Nachfrageboom nicht durch das Angebot an Gütern und Dienstleistungen gedeckt werden könnte. Danach sieht es derzeit nicht aus. Zweitens müsste die EZB gleichzeitig auf alle Optionen verzichten, dem Bankensektor durch alternative Maßnahmen Liquidität zu entziehen (Kapitel 6).

5.3 Höhere Risiken bei der EZB

Unbestreitbar haben sich die Risiken in der EZB-Bilanz aufgrund der zunehmenden Akzeptanz von weniger werthaltigen Sicherheiten bei der Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken und dem Aufkauf von Wertpapieren, insbesondere von Staatsanleihen der Peripherieländer, erhöht. Befürchtet wird zum einen, dass einzelne Mitgliedsländer des Euroraums künftig ihre auslaufenden Staatsanleihen nicht voll bedienen könnten und die EZB daher Verluste aus diesen Anlagen tragen müsste.

22 Da die EZB im Vergleich zu der US-amerikanischen Federal Reserve Bank oder der Bank of England relativ wenig Staatsanleihen gekauft hat, spielen diese kaum eine Rolle für die veränderte Bilanz. Stattdessen sind für die Bilanzveränderung der EZB die längerfristigen Tendergeschäfte bedeutsam.

23 Zudem wird kritisiert, dass die Langfristender ein Hindernis für die Wiederbelebung des Interbankenmarktes darstellen, weil Banken angesichts der dreijährigen Tender keine Notwendigkeit sehen, sich am Interbankenmarkt zu refinanzieren. Auch wenn dieses Argument durchaus seine Berechtigung hat, deutet die starke Tender-Nachfrage von Geschäftsbanken aus den Peripherieländern darauf hin, dass diese bisher kaum Refinanzierungsmöglichkeiten am Interbankenmarkt hatten. Insofern scheint die mögliche Verlängerung der Funktionsstörung am Interbankenmarkt als Begründung für die Bereitstellung der dreijährigen Tender gerechtfertigt zu sein.

24 Allerdings haben die Geschäftsbanken ab 2013 die Option, ihre Mittel aus den Langfristendern (freiwillig) an die EZB zurückzugeben und haben diese Option auch schon genutzt.

Zum anderen wird befürchtet, dass einzelne Geschäftsbanken vor allem aus den Peripherieländern ausfallen könnten. Die Eurokrise hat bezüglich der Refinanzierungsstruktur von Banken zu einer „Zwei-Klassengesellschaft“ geführt: Auf der einen Seite hat sich für die Institute aus Kerneuropa die Refinanzierungssituation zunehmend verbessert. Auf der anderen Seite steht vielen Banken aus der Euro-Peripherie fast nur noch der Weg zur EZB offen. Ende September 2012 wurden fast 30 Prozent sämtlicher Aktiva griechischer Banken über die EZB refinanziert. Aber auch die irischen, portugiesischen und spanischen Banken liegen mit fast zehn Prozent weit über einem langfristig tragfähigen Niveau (Van Rixtel/Gasperini 2013).

Da die EZB mit den Langfristtendern alle Geschäftsbanken im Euroraum großzügig mit Liquidität versorgt hat und gleichzeitig die Sicherheiten für die Kreditvergabe abgesenkt hat, besteht die Sorge, sie habe damit nicht nur illiquide, sondern auch insolvente Geschäftsbanken am Leben erhalten. Die Langfristtender hätten damit eine notwendige Restrukturierung von Geschäftsbanken vor allem in den Peripherieländern aufgeschoben, auf Kosten höherer Risiken der EZB.

Die Sorge vor den Risiken der EZB ist verständlich. Es gibt jedoch eine Reihe von Gründen, warum diese zusätzliche Risikoübernahme durch die EZB gerechtfertigt ist:

- (1) Theorie und Empirie zeigen, dass die volkswirtschaftlichen Kosten von Banken Krisen extrem hoch sind.
- (2) Theoretisch besteht immer die Gefahr einer sich selbst erfüllenden Erwartung: Befürchtet eine hinreichende Zahl von Geschäftsbanken Liquiditätsprobleme bei einer anderen Bank oder Bankengruppe und kürzen deren Kreditlinien oder stellen sogar die Kreditbeziehungen gänzlich ein, steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Bank/Bankengruppe tatsächlich illiquide wird.
- (3) Theoretisch und empirisch führen Liquiditätsprobleme bei einzelnen Banken schnell zu

„Bank runs“ und damit zu systemischen Banken Krisen.²⁵ Genau deshalb soll die Zentralbank als „Lender-of-last-resort“ Banken unbegrenzt mit Liquidität versorgen, um ein Überspringen der Liquiditätsprobleme auf den gesamten Sektor zu verhindern. Natürlich soll sie dabei nur die illiquiden und nicht die insolventen Banken retten.

(4) Die Unterscheidung zwischen Illiquiditäts- und Insolvenzproblemen fällt aber gerade in Phasen systemischer Banken Krisen ausgesprochen schwer, nicht nur wegen des hohen Zeitdrucks. Will man nicht den Zusammenbruch des gesamten Bankensystems riskieren, heißt das im Zweifelsfall, auch potenziell insolvente Banken zu retten.

Das Problem der Unterscheidung zwischen Illiquidität und Insolvenz ist vor allem für die Banken in den Peripherieländern relevant: Wie bereits in Kapitel 2.3 angesprochen, spiegeln sich Finanzierungsprobleme des Staates über den sinkenden Wert von Staatsanleihen auch in den Bilanzen der Banken dieses Landes wider. Die steigenden Probleme im Bankensektor werden umgekehrt als mögliches künftiges Problem des Staates wahrgenommen, welches die Risikoprämie auf seine Staatsanleihen weiter steigen und deren Wert darum sinken lässt, was wiederum die Bankenprobleme verschärft. Lässt der Euroraum eine solche Abwärtsspirale in einzelnen Ländern zu, sind am Ende tatsächlich sowohl Bankensystem als auch Staat ausfallgefährdet – ohne dass sicher ist, ob die Spirale anfangs wirklich durch Insolvenzprobleme statt nur durch Liquiditätsprobleme ausgelöst wurde.

Doch angenommen, die Risiken würden sich manifestieren. Woraus könnten der EZB Verluste entstehen?

- (1) Die EZB könnte sich gezwungen sehen, einen Teil der gekauften gedeckten Schuldverschreibungen bzw. der Staatsanleihen (die sie eigentlich bis Laufzeitende halten wollte) vorzeitig verkaufen zu müssen zu einem Preis, der unter dem Ankauftspreis liegt.

25 Beispiele für Systemkrisen sind z. B. die Deutsche Bankenkrise 1931 oder in Island 2010. Bei Bank runs auf die britische Northern Rock (2007), die Schweizer UBS (2008) und die niederländische DSB (2009) konnte durch staatlichen Eingriff eine Systemkrise verhindert werden.

(2) Hält sie die Wertpapiere bis zum Ende der Laufzeit und hat damit Anspruch auf den Nominalwert der Papiere, könnten die Emittenten der Staatsanleihen bzw. der Schuldverschreibungen nicht in der Lage sein, ihre Verbindlichkeiten vollständig zu begleichen.

(3) Einzelne Geschäftsbanken könnten sich außerstande sehen, befristet erhaltene Liquidität der Zentralbank zurückzuzahlen. Damit ein finanzieller Schaden bei der EZB entsteht, müsste gleichzeitig der Wert der Sicherheiten, die sie der EZB im Austausch für die Liquidität überlassen hatten, zu gering für die Deckung des Zahlungsausfalls sein.

Wären die daraus folgenden finanziellen Einbußen der EZB höher als die Gewinne aus anderen Aktivitäten, würden Verluste bei der EZB auftreten. Grundsätzlich würden alle Mitgliedsländer entsprechend ihres Kapitalschlüssels an diesen Verlusten beteiligt werden. Das hieße jedoch nicht automatisch, dass sie Kapital nachschießen müssten, weil Zentralbanken auch mit negativem Eigenkapital funktionieren (Dullien/Jobges 2011). Allerdings müssten sich die Mitgliedsländer auf geringere künftige Gewinnausschüttungen der EZB einstellen.

Wie aus den Beispielen für mögliche Verluste deutlich wird, wären relevante Auswirkungen nur zu befürchten, wenn keine Stabilisierung der Peripherieländer gelingt und der Euroraum auseinander bricht. Das gilt umso mehr für mögliche Verluste aus den Target2-Salden (Kasten: Target2-Salden sowie Grabau/Jobges 2012). Insofern sollten gerade die Kritiker der EZB-Maßnahmen für flankierende wirtschaftspolitische Maßnahmen zur Überwindung der Eurokrise sorgen.

Sollte die Krise überwunden und eine nachhaltige Stabilisierung der Peripherieländer erreicht werden, winken der EZB zusätzliche Einnahmen aus Kursgewinnen: Die Wertpapiere (gedeckte Schuldverschreibungen aus den CBPP1- und CBPP2-Programmen sowie Staatsanleihen aus dem SMP) wurden zu Zeiten gekauft, als deren

Marktwert gering war und unter dem Nominalwert bei Emission lag. Daneben wird die EZB auch von höheren Zinseinnahmen durch den gestiegenen Umfang an Tendergeschäften profitieren.

5.4 Vergemeinschaftung von Risiken

Da die Mitgliedsstaaten über ihre nationalen Notenbanken gemeinschaftlich an Gewinnen, aber auch an Risiken und Verlusten der EZB beteiligt sind, entspricht die Übernahme von Risiken durch die EZB immer einer Vergemeinschaftung von Risiken.

Dies lässt sich am Beispiel der jüngsten Unterstützung der spanischen Banken Anfang 2013 verdeutlichen, die offiziell über den Europäischen Stabilisierungsmechanismus (ESM) erfolgte. Nachdem die spanische Regierung am 3. Dezember 2012 einen formellen Antrag auf 39,5 Milliarden Euro aus dem ESM zur Rekapitalisierung angeschlagener spanischer Banken stellte, emittierte der ESM ab dem 5. Dezember 2012 Anleihen, welche nicht am Markt platziert, sondern direkt an den spanischen Bankenrettungsfonds Fondo de Reestructuración Ordenado Bancaria (FROB) weitergeleitet wurden.²⁶ Dieser gab die ESM-Anleihen direkt an die notleidenden Institute weiter. Die Anleihen wurden seitens des ESM mit einem rechtlichen Zusatz versehen, welcher einen Handel am Sekundärmarkt nur im Falle einer Verwertung der Sicherheiten erlaubt. Damit konnten die spanischen Geschäftsbanken die ESM-Anleihen nicht am freien Markt verkaufen, sondern nur als Sicherheit bei der EZB hinterlegen, um im Gegenzug Zentralbankgeld zu beziehen.

Damit wurden die Risiken im spanischen Bankensektor gemeinschaftlich durch die Eurostaaten übernommen. Unter Risikogesichtspunkten stellt das eine Vergemeinschaftung der Risiken dar, denn im Falle des Zusammenbruchs der spanischen Geldhäuser würden die Eurostaaten entweder über die EZB oder über den ESM die

26 Vgl. European Stability Mechanism (2013), <http://www.esm.europa.eu/about/assistance/spain/index.htm>.

Target2-Salden (Grabau/Joebges 2012)

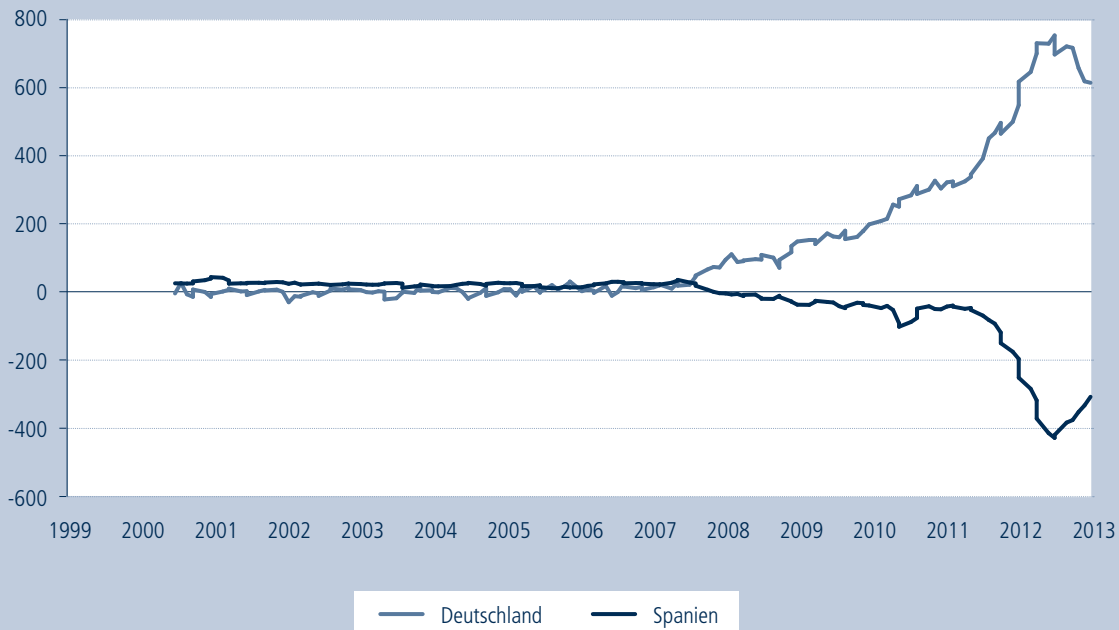
Die Ausweitung der Target2-Salden im Euro-Raum war vor allem im Jahr 2011 heftig diskutiert worden. Mittlerweile herrscht Konsens, dass sie ein Symptom der Eurokrise, nicht aber dessen Ursache sind. Grenzüberschreitende Transaktionen spiegeln sich in den Target2-Salden der Notenbanken des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) wider. Ein positiver Saldo bedeutet, dass dem jeweiligen nationalen Bankensystem in Summe Zentralbankgeld zugeflossen ist, ein negativer Saldo entspricht einem (Netto-) Abfluss.

Überweist eine spanische Geschäftsbank Guthaben auf das Konto einer deutschen Geschäftsbank (z.B. weil ein spanischer Kunde Warenimporte aus Deutschland bezahlt oder weil er einfach nur seine Ersparnisse nach Deutschland verlagert), dann wird diese Transaktion nicht direkt zwischen den (aufgrund der grenzüberschreitenden Transaktion) be-

teiligten Geschäftsbanken verrechnet, sondern über das Eurosystem. Die Gutschrift des Betrags auf dem Konto der deutschen Geschäftsbank führt zu einer Verbindlichkeit der Deutschen Bundesbank gegenüber der deutschen Geschäftsbank, der gleichzeitig eine Forderung der Bundesbank gegenüber dem Eurosystem in gleicher Höhe gegenübersteht. Die spanische Zentralbank hält die Verbindlichkeit gegenüber dem Eurosystem sowie eine Forderung gegenüber der spanischen Geschäftsbank. Unterbleibt eine ausgleichende Transaktion, die zu einem Forderungsanstieg der spanischen Zentralbank bzw. einem Verbindlichkeitsanstieg der Deutschen Bundesbank führt, z.B. durch eine private Kreditvergabe aus Deutschland an Spanien, entsteht ein negativer Target2-Saldo für Spanien und ein positiver für Deutschland.

Abbildung 1:

Entwicklung der Target2-Salden am Beispiel Deutschlands und Spaniens



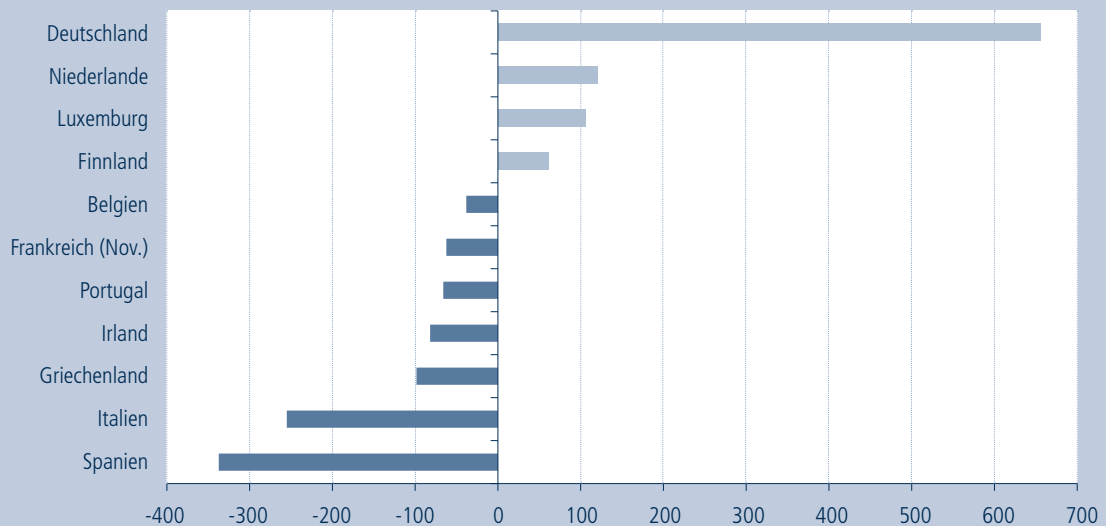
Anmerkungen: in Mrd. €.

Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen; Stand: Dezember 2012.

Erst seit dem Jahr 2007 ist es zu einer auffallenden Auseinanderentwicklung der Target2-Salden zwischen den Mitgliedsländern gekommen, was Abbildung 1 beispielhaft für Deutschland und Spanien zeigt. Bis dahin waren die Salden weitgehend ausgeglichen – trotz der spanischen Leistungsbilanzdefizite und der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse. Im Zuge der Eurokrise ist jedoch Deutschlands positiver Saldo beständig angewachsen. Gleichzeitig sind hauptsächlich für die von der Eurokrise betroffenen Peripherieländer des Euroraumes die Defizite gewachsen (Abbildung 2). Seit der Ankündigung des EZB-Präsidenten, alles Erforderliche für die Rettung des Euros zu unternehmen, sind die Salden wieder rückläufig, wie die Abbildung beispielhaft für Deutschland und Spanien zeigt (Abbildung 1).

Auslöser der Salden-Ausweitung im Target2-Zahlungssystem war die Vertrauenskrise im europäischen Bankensystem und die damit verbundene Austrocknung des Interbankenmarktes. Dadurch standen private Kapitalströme nicht mehr zum Ausgleich der Zahlungsbilanz zur Verfügung, vor allem nicht in die Euro-Peripherie-Länder, während gleichzeitig Kapitalströme in die als sicher wahrgenommenen Länder wie Deutschland zunahmen. Der fehlende private Liquiditätsausgleich des Interbankenmarktes wurde über das ESZB gewährleistet, indem es Zentralbankgeld gegen entsprechende Sicherheiten nahezu unlimitiert bereitstellte (Deutsche Bundesbank 2011; Lipponer/Ulbrich 2011). Die großzügige Liquiditätsversorgung sichert einerseits zwar die Funktionsfähigkeit des Eurosystems und den Bestand zahlreicher Banken in der Euro-Peripherie, kann aber die realwirtschaftliche Anpassung der Volkswirtschaften nicht ersetzen.

Abbildung 2:

Target2-Salden ausgewählter Euroraumländer

Anmerkungen: In Mrd. €, Stand: Dezember 2012.

Quelle: Universität Osnabrück, Institut für Empirische Wirtschaftsforschung (<http://www.iew.uni-osnabrueck.de/8959.htm>).

Verluste tragen. Einfacher und transparenter wäre gewesen, der ESM hätte seine Anleihen direkt am Kapitalmarkt emittiert und die Hilfen als Kredite an den FROB weitergeleitet.

Auch die Ankündigung des OMT-Programms der EZB stellt eine implizite Finanzierungsgarantie der EZB für die Euroländer dar. Sie ähnelt in dieser Hinsicht der Staatsgarantie für private Einlagen, die Bundeskanzlerin Merkel und der damalige Finanzminister Steinbrück im Oktober 2008 im Zuge der Finanzmarktkrise für deutsche Banken verkündeten, um einen systemischen Bankrun zu verhindern.²⁷ Während die Finanzierung einer solchen Garantie damals völlig offen blieb, steht hinter der EZB-Garantie unbegrenzte Liquidität. Die damalige Garantie in Deutschland bezog sich auf die Liquidität von Banken, die EZB-Garantie auf die Liquidität von Staaten. Würden die EZB-Garantien jedoch eingefordert werden, würden die Probleme einzelner Staaten zu Kosten für die Gemeinschaft führen.

Auch die Emergency Liquidity Assistance (ELA) stellt eine Form des Risikotransfers auf die Gemeinschaft dar. Formal trägt zwar die jeweils nationale Zentralbank das Ausfallrisiko für die ELA-Refinanzierungskredite, die sie gewährt, doch im Falle eines Zusammenbruchs des Staates würden die Verluste letztlich doch bei den anderen Euro-Notenbanken landen.

Die Vergemeinschaftung von Risiken ist vertraglich weder vorgesehen noch verboten. Sie stellt jedoch eine sinnvolle und notwendige Maßnahme zur Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit des Euroraumes dar (de Grauwe 2011). Wie in Kapitel 5.3 dargestellt wurde, gibt es gute Gründe für die EZB, den Nexus zwischen Bankenproblemen und Staatsverschuldung zu durchbrechen, wenn sie systemische Krisen im Finanzsektor verhindern will. Würde sie eine Bankenkrise z.B. in Spanien zulassen, wären zudem unkontrollierbare Ansteckungseffekte auf den gesamten Euroraum zu erwarten.

Trotzdem stößt die EZB mit den unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen an die Grenzen ihres Mandats. Schon bei Ankäufen von Staatsanleihen aus dem SMP-Programm war vereinzelt kritisiert worden, sie habe es damit „überdehnt“: „Durch das SMP erfolgt eine Vergemeinschaftung von Schulden, denn bei einem Forderungsausfall müssten die Mitgliedsstaaten der Währungsunion nach ihren Kapitalanteilen für die Verluste einstehen. Dies widerspricht zwar nicht dem Wortlaut des Art. 123 AEUV und mag insofern kein Verstoß in einem juristischen Sinne sein; nach Auffassung der Mehrheit der Konsortien widerspricht dies wohl aber dem Geist des Maastrichter Vertrages. Es ist zudem nicht ohne Weiteres mit Art. 125 AEUV in Einklang zu bringen, der festlegt, dass ein Mitgliedsstaat nicht für die Verbindlichkeiten eines anderen haftet“ (Gemeinschaftsdiagnose 2011: 52).²⁸ Ähnliche Vorbehalte gibt es auch für das OMT-Programm, das allerdings bisher nur angekündigt, nicht durchgeführt wurde.

Entgegen der oben zitierten Behauptung lässt sich bisher aber nur feststellen, dass Risiken von der EZB übernommen wurden (Kapitel 5.3). Daraus kann nicht geschlossen werden, dass damit zwangsläufig auch Schulden vergemeinschaftet werden. Das zeigt die Beteiligung des privaten Sektors an der Restrukturierung der griechischen Staatsschulden im Februar 2012: Kurz bevor private Investoren im Rahmen eines Umtausches ihrer alten griechischen Staatsanleihen gegen neue auf Forderungen gegenüber dem griechischen Staat verzichteten, hatte die EZB Staatsanleihen in ihrem Besitz gegen solche eingetauscht, die nicht an der Restrukturierung teilnehmen würden. Mit anderen Worten: Nur weil der Privatsektor hinnehmen muss, dass ein Land seine Forderungen ihm gegenüber nicht begleicht, heißt das nicht automatisch, dass die EZB das auch akzeptiert. Im griechischen Fall wurden jedenfalls keine Schulden vergemeinschaftet.²⁹ Es ist sogar sehr wahrscheinlich,

27 Die Regierung, die Bundesbank, die Bankenaufsicht BaFin, Banken und Versicherer verhandelten damals unter Hochdruck über die Rettung des Immobilienfinanzierers Hypo Real Estate (HRE).

28 Art. 123 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) verbietet der EZB den Ankauf von Staatsanleihen auf dem Primärmarkt.

29 Probleme dieses Sonderstatus bei der Beteiligung des privaten Sektors diskutieren Gros et al. (2012).

dass die EZB auch in Zukunft (immer) einen politisch sanktionierten Sonderstatus gegenüber privaten Gläubigern einnehmen wird und so verhindert wird, dass aus gemeinschaftlichen Risiken gemeinschaftliche Schulden werden.

Dass die Risikoübernahme durch die EZB sinnvoll und notwendig ist, heißt nicht, dass es zu Beginn der Eurokrise nicht bessere Lösungsalternativen gegeben hätte, die die EZB nicht an die Grenzen ihres Mandats gebracht hätten. Die Staatschefs der Mitgliedsländer hatten sich jedoch nicht auf transparentere Lösungsansätze wie Gemeinschaftsanleihen der Euroländer (Eurobonds) und/oder ein Schuldentilgungsfonds zur subsidiären Überwindung der Eurokrise einigen können. Die stattdessen gewählten Lösungen (EFSE, ESM und auch die EZB-Krisenprogramme) bewirken letztlich Ähnliches auf eine intransparentere und suboptimale Weise, konnten aber möglicherweise gerade wegen der geringeren Transparenz politisch leichter durchgesetzt werden. So mag es leichter sein, sich auf Garantien zu einigen als direkt Kredite zu vergeben. Und auch die Übernahme von verdeckten Risiken mag leichter fallen als die direkte Haftung.

5.5 Inflationsgefahren: regional und auf Vermögensmärkten

Häufig wird befürchtet, dass die Bilanzausweitung der EZB zu einer Erhöhung des Geldangebots und damit künftig zu Inflationsgefahren führen wird. Damit es zu Inflationsprozessen kommen kann, müsste die von der EZB bereitgestellte Liquidität von den Banken zu einer verstärkten Kreditausweitung verwendet werden. Zudem müssten die Kreditnehmer (Haushalte, Unternehmen und der Staat) mithilfe dieser Kredite so viele Güter und Dienstleistungen nachfragen, dass die Unternehmen an Kapazitätsgrenzen stoßen und der Überschussnachfrage nur noch mit Preissteigerungen begegnen können. Derzeit ist von dieser Gefahr angesichts unterausgelasteter Kapazitäten wegen der schwachen Wirtschaftsentwicklung im Euroraum nichts zu sehen. Doch selbst wenn die

Konjunktur wieder anziehen sollte, müsste die EZB einer dann möglicherweise inflationstreibenden Kreditausweitung tatenlos zusehen, damit es zu Inflationsproblemen kommen könnte.

Wie bereits angeführt wurde, ging die Bilanzausweitung durchaus mit einer Erhöhung der Zentralbankgeldmenge, aber bisher mit noch keiner problematischen Ausweitung der Kreditvergabe und der Geldmenge in der Realwirtschaft einher – im Gegenteil, die Kreditvergabe im Euroraum sinkt sogar gefährlich. Sollte es im Zuge der Überwindung der Krise zu einer stark steigenden Kreditvergabe der Geschäftsbanken kommen, bleiben der EZB noch ausreichend viele Ausstiegsoptionen aus der hohen Liquiditätsbereitstellung (Kapitel 6). Damit drohen von der Ausweitung der Zentralbankgeldmenge keine generelle Inflation, und schon gar keine Hyperinflation.

Zudem ist das Ziel der EZB nicht, die Geldmengenentwicklung zu kontrollieren, sondern Preisstabilität zu sichern. Wie in Kapitel 2 ausgeführt wurde, bezieht sich die für die EZB relevante Preisstabilität allein auf den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet. Solange sie erreicht, dass dessen Wachstumsraten im Mittel jährlich knapp zwei Prozent nicht übersteigen, hat sie ihr Ziel erreicht. Bisher zeigen auch die Umfragen, dass zumindest von Experten keine Inflationsprobleme erwartet werden (EZB 2012b: 58-61).

Angesichts der Definition des Ziels heißt das aber auch, dass sie selbst dann erfolgreich ist, wenn z.B. deutlich höhere Verbraucherpreisanstiege z.B. in den Kernländern kompensiert würden durch deflationäre Entwicklungen in Peripherieländern. In der Folge wäre der Realzins in den Peripherieländern zu hoch und würde zusätzlich bremsend auf die konjunkturelle Entwicklung wirken, während er gleichzeitig in den Kernländern zu niedrig wäre und die Wirtschaft noch weiter anheizen würde (vgl. Kapitel 2.3). Eine solche Konstellation würde die Überwindung der aktuellen Krise durch die Peripherieländer erschweren. Damit Unterschiede in den nationalen Preisniveauentwicklungen der Mitgliedsländer künftig vermieden werden und

damit nicht den Keim für weitere Krisen legen können, ist entscheidend, dass mehr Wert auf Euroraum-weit koordinierte, wirtschaftspolitisch flankierende Maßnahmen zur Geldpolitik gelegt wird. Dazu gehört mindestens eine stärker anti-zyklische nationale Fiskalpolitik, hilfreich wären aber auch eine stärkere Koordinierung der Lohnentwicklung sowie ein Euroraum-weites fiskalisches Transfersystem zum Ausgleich unterschiedlicher Wachstumsraten.³⁰ Ansonsten können geldpolitische Impulse, die nur auf den Durchschnitt des Euroraums abzielen können, erneut zu realwirtschaftlich divergierenden Entwicklungen in den einzelnen Mitgliedsländern führen.

Die Definition von Preisstabilität lässt aber nicht nur divergente Entwicklungen bezüglich der Verbraucherpreise zu, sondern auch Vermögenspreisinflationen, da diese gar nicht in der Preismessung berücksichtigt werden. Damit sind weder Blasen auf Aktienmärkten noch auf Immobilienmärkten relevant für die Ausrichtung der Geldpolitik der EZB. Die EZB-Definition von Preisniveaustabilität ist international nicht ungewöhnlich. Dass Vermögenspreise bisher keinen Einfluss auf die Geldpolitik hatten, lag unter anderem daran, dass es fast unmöglich ist, Blasen zweifelsfrei im Vorfeld zu diagnostizieren. Angesichts der verheerenden Auswirkungen der US-Subprime-Krise wird jedoch stärker diskutiert, inwieweit Zentralbanken Preisentwicklungen auf Vermögensmärkten bei ihren Entscheidungen stärker berücksichtigen sollten. Diese Debatte wird hier deshalb nicht weiter verfolgt, weil gegen Preisblasen auf Vermögensmärkten generell eine verbesserte Finanzmarktaufsicht und Regulierung geeigneter erscheint. Das gilt insbesondere, weil sich für die EZB noch ein zusätzliches Problem stellt: Selbst wenn sich für letzteres ein Konsens ergeben sollte, könnten im Euroraum Immobilien- oder Aktienbooms in einem Teil der Länder kompensiert werden durch stagnierende Entwicklungen in anderen Ländern. Insofern wird kein Weg an einer stärkeren Regulierung von

Finanzmärkten gekoppelt mit einer Euroraum-weit koordinierten Wirtschaftspolitik vorbeiführen, die nationale Abweichungen von der durchschnittlichen Entwicklung stärker korrigiert. Eine solche Koordinierung wäre sinnvoller, als die EZB mit weiteren Aufgaben zu überfrachten und damit den Spielraum für konjunkturelle Stabilisierung durch Geldpolitik einzuengen.³¹

Vergessen werden sollte über die Sorge vor Vermögenspreisblasen nicht, dass Preissteigerungen auf Vermögensmärkten zur Überwindung der Eurokrise partiell durchaus erwünscht sind: Wie in Kapitel 3.3 bei den realwirtschaftlichen Auswirkungen von Zinssenkungen angesprochen wurde, beruht der Vermögenspreiskanal gerade darauf, dass durch die Zinssenkung insbesondere Aktien tendenziell im Wert steigen und sich dadurch der Marktwert im Vergleich zu den Finanzierungskosten von Aktienunternehmen erhöht. Dadurch werden mögliche Investitionen nicht nur rentabler und attraktiver, sondern es steigt auch die Wahrscheinlichkeit, dafür eine Fremdfinanzierung zu erhalten.

Ähnliches gilt für die Immobilienmärkte: Sowohl die US-amerikanische Federal Reserve Bank als auch die Bank of England und die EZB bemühen sich, den Preisrückgang an den Immobilienmärkten durch ihre Geldpolitik zumindest abzuwehren. Und in Deutschland könnte eine höhere Bautätigkeit im Immobiliensektor zumindest temporär eine willkommene Kompensation für wegbrechende Wachstumsimpulse von Exporten in die Euroraum-Länder darstellen.

5.6 Ertragskrise bei Banken, Versicherungen und Kapitalanlagegesellschaften

Ein Ziel der Krisenpolitik der EZB war es, die Refinanzierungsbedingungen von angeschlagenen Banken und Staaten des Euroraums zu tragfähigen Konditionen zu erhalten. Expansive geldpolitische Maßnahmen, ein Leitzins unter ein

³⁰ Für konkrete Vorschläge hierzu siehe z.B. Dullien/Schwarzer (2009).

³¹ Siehe hierzu z. B. auch Illing (2011).

Prozent und das Versprechen zur Stabilisierung der Eurozone ließen nicht nur die Risikoaufschläge von Banken und Staaten sinken, sondern drückten die gesamte europäische Zins- und Renditestruktur in Richtung Nulllinie. Das hat bisher zum Überleben des Finanzsektors beigetragen, schafft aber gleichzeitig Ertragsprobleme – auch für Finanzinstitutionen in den Kernländern, deren Finanzsystem bisher stabiler schien.

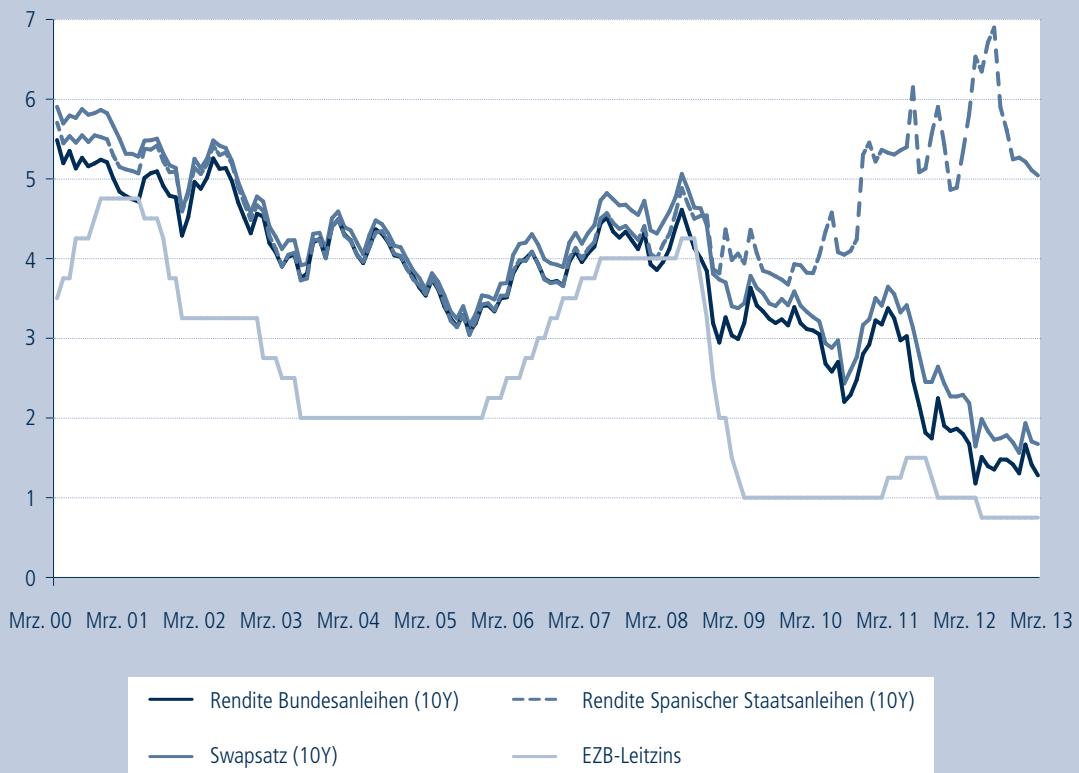
Die EZB kann mit ihren zinspolitischen Maßnahmen zwar nur die kurzfristigen Zinssätze am Geldmarkt direkt beeinflussen. Diese wirken aber (wie in Kapitel 3.3 beim Zinskanal beschrieben) indirekt auch auf die für Investitionsentscheidungen relevanten langfristigen Zinssätze.³²

Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit gelten aufgrund ihrer hohen Liquidität und des geringen Risikos als Benchmark für langfristige Zinsen für den gesamten Euroraum. Wie Abbildung 14 zeigt, reagieren diese mit einer gewissen Zeitverzögerung auf Leitzinsänderungen, wenn auch in der Regel nicht im gleichen Umfang. Für Staatsanleihen der Peripherieländer ist dieser Effekt schwächer ausgeprägt bzw. seit der Eurokrise konträr, wie in der Abbildung für spanische Staatsanleihen zu sehen ist, weil gleichzeitig die geforderten Risikoaufschläge deutlich gestiegen sind.

An Bundesanleihen orientieren sich alle für Finanzmarkttransaktionen relevanten Zinssätze,

Abbildung 14:

Entwicklung von EZB-Leitzins und langfristigen Zinssätzen



Anmerkungen: Staatsanleihen jeweils mit 10-jähriger Restlaufzeit.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

³² Eine Möglichkeit, auch die langfristigen Zinsen und Renditen zu beeinflussen, stellen direkte Wertpapierkäufe (z. B. Staatsanleihen) in den entsprechenden Laufzeiten dar. Die „Operation Twist“ (der Tausch kurzfristiger gegen langfristiger Staatsanleihen) der Fed ist hierfür ein Beispiel.

und zwar vor allem Zinsswaps. Zinsswaps³³ sind ein Absicherungs- bzw. Spekulationsinstrument gegen künftige Zinsänderungen. An den Swapsätzen orientieren sich wiederum das Zinsniveau im gesamten Euroraum und damit auch die Kreditzinsen.³⁴ In der Folge ist das gesamte Zinsniveau für risikoarme Anlagen im Euroraum derzeit sehr niedrig und damit auch die Renditen.

Besonders sichtbar ist das bei Bundesanleihen, die als „sicherer Hafen“ wahrgenommen und sehr stark nachgefragt werden. Ihre Kurse (Renditen) sind auf Rekordniveaus gestiegen (sinken). Die deutsche Regierung – wie auch die anderen Regierungen europäischer Kernländer – profitiert davon: Sie kann sich bei Krediten mit bis zu dreijähriger Laufzeit zu negativen Renditen refinanzieren, muss also am Ende weniger zurückzahlen, als sie nominal aufgenommen hat. Doch was die Schuldner freut, bringt Anleger in Probleme. Die Zins- und Renditeerträge aus Geldmarktengagements und festverzinslichen Anlagen wie Anleihen (zum Teil mit bis zu zehnjähriger Laufzeit) erbrachten im letzten Jahr kaum einen Inflationsausgleich.

Wollen institutionelle Investoren nun Renditen erwirtschaften, die oberhalb der Inflationsrate liegen, geht das nur bei Übernahme zusätzlicher Risiken, in der Regel Adressenausfallrisiken, zum Beispiel das Risiko von Zahlungsproblemen des spanischen Staates, das die höheren Renditen auf spanische Staatsanleihen erklärt. Die Risikoübernahme belastet die Risikotragfähigkeit und damit die Solvenz des Investors. Insbesondere Lebensversicherer, die in ihrer Anlagepolitik stark reguliert sind und einen relativ hohen Anteil in „risikoarmen“ Anlagen halten müssen, haben beim aktuellen Zinsniveau Probleme, ihren Garantiezins zu erwirtschaften.

Vor ähnlichen Ertragsproblemen stehen Banken: Zum einen verringern sich mit sinkendem Zinsniveau die Gewinnmargen im Kundengeschäft. Zum anderen ist ein traditionelles Ge-

schäft von Banken die Fristentransformation, also das Umwandeln kurzfristiger (Kunden-) Einlagen in langfristige (Kunden-) Kredite, wegen des Risikos künftiger Zinsanstiege derzeit unattraktiv.

Denn Veränderungen des Leitzinses haben nicht nur einen Einfluss auf die absolute Höhe der Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt, sondern auch auf die Relationen von Zinssätzen unterschiedlicher Laufzeiten. Bei großen Unterschieden zwischen kurzfristigen und langfristigen Zinssätzen, also einer „steilen“ Zinsstruktur, lohnt sich Fristentransformation.³⁵ Je flacher die Zinsstruktur, desto weniger Rendite winkt durch Fristentransformation. Da die kurzfristigen Geld- und Kapitalmarktzinsen viel sensibler und schneller auf Leitzinsänderungen als die langen reagieren, verflacht sich die Zinsstruktur bei Leitzinsanhebungen und wird steiler bei Leitzinssenkungen.

Abbildung 15 zeigt, dass die Zinsstruktur aktuell, gemessen als Zinsdifferenz (Spread) zwischen zehn- und zweijährigen Bundesanleihen, relativ steil ist. Damit scheint es zunächst so, als würde sich Fristentransformation derzeit lohnen. Das stimmt aber so nicht, denn die derzeit extrem niedrigen Zinsen können künftig fast nur steigen. Damit ist das Risiko hoch, dass die anstehenden Refinanzierungen teurer als die langfristigen Ausleihungen werden, was zukünftige Verluste implizieren würde. Dieses Zinsänderungsrisiko muss neuerdings aufsichtsrechtlich einheitlich gemessen und mit Eigenkapital unterlegt werden, sodass Fristentransformation derzeit von vielen Banken gemieden wird.

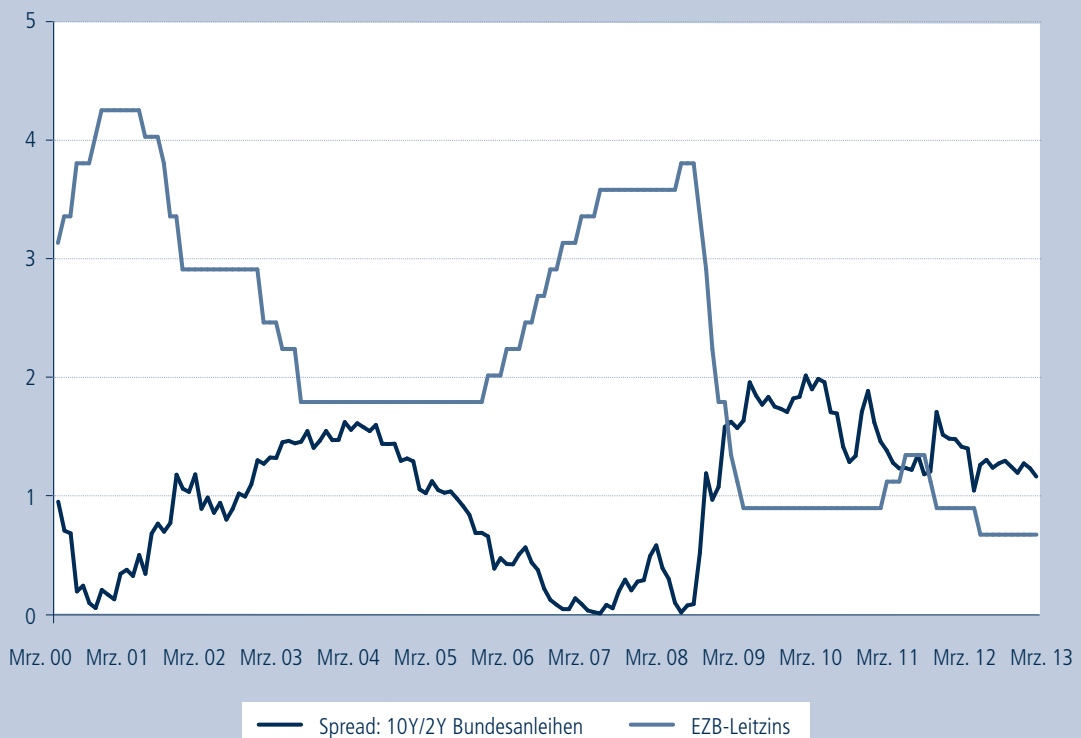
Da es gleichzeitig an alternativen risikoarmen Finanzanlagen mangelt und sich Finanzinstitutionen neben der Finanztransaktionssteuer und weiteren aufsichtsrechtlichen Anforderungen höheren Eigenkapitalanforderungen gegenübersehen (Banken aus Basel III, Versicherungen aus Solvency 2), steigt mit länger andauernder Niedrigzinsphase die Wahrscheinlichkeit einer Ertragskrise im Finanzsektor.

33 Der Zinsswap ist ein Austauschverhältnis von (zukünftigen) variablen und fixierten Zinszahlungen.

34 In Spanien kommt es somit zu Diskrepanzen zwischen dem allgemeinen Zinsniveau (gemessen am Swapsatz) und den Refinanzierungsbedingungen des Staates.

35 Bei einer steilen Zinsstruktur (kurzfristige Einlagenzinsen sind viel niedriger als die langfristigen Kreditzinsen), geht das Institut Zinsänderungsrisiken ein und verdient an der Zinsspanne.

Abbildung 15:

Steilheit der Zinsstruktur und EZB-Leitzins

Anmerkungen: Steilheit der Zinsstruktur gemessen als Zinsdifferenz zwischen Bundesanleihen mit 10-jähriger und 2-jähriger Restlaufzeit, in %.

Quelle: Thomson Reuters Datastream, eigene Darstellung.

Die Ertragsprobleme im traditionellen Geschäft befördern wiederum die Entstehung von Problemen auf anderen Märkten. Denn Finanzinstitutionen wenden sich dadurch vermehrt alternativen Anlageformen zu, die vom Zinsniveau weitgehend unabhängig sind, wie Aktien, Immobilien oder Rohstoffe, und tragen zu Preissteigerungen auf diesen Märkten bei. Wie in Kapitel 3.3 im Rahmen des Vermögenspreiskanals angesprochen wurde, sind Preissteigerungen auf dem Aktienmarkt bei Zinssenkungen durchaus

erwünscht, da sie Investitionen erleichtern. Sind die Preissteigerungen aber zu stark und führen zu Blasen, kann deren Platzen zur Ursache neuer Krisen werden – ganz zu schweigen von weltwirtschaftlich problematischen Auswirkungen von Blasen bei Rohstoffen und Lebensmitteln. Wie in Kapitel 5.5 angesprochen wurde, hat die EZB jedoch weder das Mandat noch die Instrumente, um gegen Inflation auf partiellen (Vermögens-) Märkten vorzugehen.

6. Ausstiegsoptionen

Die EZB hat eine Reihe von Optionen, die Liquiditätsausstattung der Banken wieder zu reduzieren, sollten sich Anzeichen für eine nachhaltige Belebung der wirtschaftlichen Aktivität und die Gefahr daraus resultierender Preisschübe ergeben. Zunächst einmal hieße das, die derzeit großzügige Versorgung der Banken mit Zentralbankgeld zu reduzieren:

- Die Tenderoperationen könnten von Mengentendern mit unbegrenzter Zuteilung wieder auf Zinstender mit Mindestbietungssatz umgestellt werden. Banken müssten also wieder für eine von der EZB vorgegebene Geldmenge Zinsgebote abgeben und auf Zuteilung hoffen.
- Die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte könnten in der Laufzeit wieder auf maximal drei Monate und im Umfang reduziert werden. Kurzfristige Hauptrefinanzierungsgeschäfte würden dann wieder bei der Liquiditätsversorgung dominieren.
- Weiterhin könnten die Anforderungen an die Sicherheiten, die Banken im Gegenzug für Liquidität bei der EZB deponieren müssen, wieder auf das alte Niveau vor den Krisen erhöht werden.

Allerdings können die höheren Sicherheitsanforderungen im Rahmen der Emergency Liquidity Assistance (ELA) von nationaler Seite umgangen werden. Als z. B. die EZB im März und Juli 2012 keine griechischen Staatsanleihen mehr als Sicherheit für Refinanzierungsgeschäfte akzeptierte, substituierten die hellenischen Banken dies durch ELA-Kredite bei der griechischen Notenbank. Ähnlich gingen auch die zypriotischen Banken bei der Beschaffung von Zentralbankgeld vor. Die EZB kann diese Refinanzierungsform aber mit einer Zwei-Drittel-Mehrheit des EZB-Rates untersagen.

Neben einer reduzierten Neuversorgung der Banken mit Zentralbankliquidität müsste die im Banksektor vorhandene Liquidität wieder redu-

ziert werden. Wie in Kapitel 5.2 dargestellt wurde, fließt diese durch den höheren Anteil längerfristiger Tender kurzfristig nicht automatisch zurück. Wie kann erreicht werden, dass diese Liquidität trotzdem vorzeitig an die EZB zurückfließt?

- Die EZB hat bei der Entwicklung der langfristigen Refinanzierungsgeschäfte verschiedene Optionen eingebaut, die einen frühzeitigen Liquiditätsabzug ermöglichen. So haben die Banken die Möglichkeit, die Gelder schon nach einem Jahr zurückzuzahlen, wovon ein Teil der Banken aus Kernländern auch schon Gebrauch gemacht hat.

Um grundsätzlich Liquidität im Bankensektor zu reduzieren, stehen weiterhin folgende Maßnahmen zur Verfügung:

- Die einfachste Maßnahme zur Verringerung der Überschussliquidität bestünde in liquiditätsentziehenden Offenmarktgeschäften. Die EZB könnte durch die Herausgabe von Schuldenzertifikaten oder durch das Angebot von Termineinlagen Überschussliquidität abbauen, ähnlich wie schon zur Sterilisierung des Securities Markets Program (SMP). Die damaligen Termineinlagen hatten jedoch nur eine einwöchige Laufzeit. Für einen stärkeren Liquiditätsentzug könnten längerfristige (und attraktiv verzinst) Termineinlagen angeboten werden.
- Die Einlagenfazilität könnte als risikolose Anlage bei attraktiver Verzinsung einen ähnlichen Effekt haben.
- Der Mindestreservesatz (Kapitel 2.2) könnte von derzeit einem Prozent wieder auf die vorher gültigen zwei Prozent angehoben werden. Damit würden ca. 100 Milliarden EUR an Liquidität entzogen werden.
- Die EZB könnte Aktiva wie Staatsanleihen und gedeckte Schuldverschreibungen, aber auch Goldreserven aus ihrem Bestand verkaufen.

7. Fazit und Ausblick

Die EZB hat mit ihren unkonventionellen Maßnahmen ihre Bilanz zwar stark ausgeweitet, dieses Geld ist aber bisher kaum in der Realwirtschaft angekommen. Das lag unter anderem auch daran, dass die Maßnahmen weniger auf eine konjunkturelle Belebung als darauf abzielten, die Finanzmärkte der Euroraumländer zu stabilisieren und insbesondere das Vertrauen in die Peripherieländer wieder herzustellen. Damit war die EZB erfolgreich – und zwar vor allem durch die Ankündigung, alles Erforderliche zu tun, um den Euro zu stützen.

Unbestreitbar sind die Risiken der EZB durch die Akzeptanz von weniger werthaltigen Sicherheiten bei der Liquiditätsversorgung der Geschäftsbanken und den Ankauf von Staatsanleihen gestiegen und wurden zu Risiken aller Mitgliedsländer. Verluste drohen daraus aber nur, wenn die Stabilisierung des Euroraums letztendlich doch scheitern sollte. Bei erfolgreicher Überwindung der Krise winken der EZB dagegen zusätzliche Einnahmen aus Kursgewinnen.

Das Inflationsrisiko ist zumindest für die Verbraucherpreise gering. Die EZB verfügt über ausreichend Ausstiegsoptionen, um im Fall nachhaltiger Stabilisierung des Euroraums und sich verbessernder Wirtschaftsentwicklung Liquidität aus dem Bankensektor abziehen zu können. Regionale oder auf bestimmte Vermögenmärkte begrenzte Inflationsprobleme sind dagegen durchaus möglich. Diese sind zwar teilweise bewusste Strategien der Krisenüberwindung und werden durch die Ertragsprobleme im Finanzsektor gefördert, können aber durchaus zu Quellen künftiger Krisen werden. Die EZB hat zu deren Bekämpfung aber weder das Mandat noch

die Instrumente – und sollte diese Aufgaben auch nicht zusätzlich bekommen. Damit sie ihre konjunkturelle Stabilisierungsfunktion wahrnehmen kann, ist sie aber auf eine funktionierende Finanzaufsicht und bessere Regulierung der Finanzmärkte sowie auf flankierende koordinierte Wirtschaftspolitik der Mitgliedsländer des Euroraums angewiesen.

Sollte sich die beobachtbare Stabilisierung der Finanz- und Kapitalmärkte durch das OMT-Programm als nachhaltig erweisen, müsste die EZB ihren Fokus stärker auf eine die Konjunktur unterstützende Geldpolitik legen. Neben einer weiteren Senkung des Leitzinses wäre dann auch dafür zu sorgen, dass die hohe Liquiditätsausstattung der Banken auch in der Realwirtschaft ankommt. Bisher verbleibt sie zum größten Teil im Bankensektor bzw. bei der EZB. Negative Einlagenzinsen für den gesamten Bankensektor möchte die EZB aus Furcht vor dadurch steigender Bargeldhaltung verständlicherweise vermeiden – aber für die Einlagenfazilität der EZB ist es eine Option, Anlagen der Geschäftsbanken bei der EZB unattraktiver zu machen.

Sinnvoll wäre es auf jeden Fall, stärker dem Vorbild der Bank of England zu folgen: Diese stattet Geschäftsbanken im Rahmen des „Funding for Lending“-Programms³⁶ nur dann großzügig mit günstiger Liquidität aus, wenn sie im Gegenzug ihre Kreditvergabe ausweiten. Auch wenn dieses Programm ebenfalls nicht ohne Risiken ist und im Rahmen der Verlängerung des Programms diskutiert wird, wie dessen Wirkung noch verbessert werden kann, ist es ein sinnvoller Ansatz, mit Zentralbankgeld nicht nur den Bankensektor, sondern gleichzeitig die Realwirtschaft

36 <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Pages/FLS/default.aspx>.

zu stützen. Das würde auch Kritiker besänftigen, die in den derzeitigen Maßnahmen eine Rettung von Banken auf Kosten der Steuerzahler sehen.

Damit sich die Risiken in der EZB-Bilanz nicht manifestieren, muss den Peripherieländern ermöglicht werden, mit europäischer Hilfe aus ihren Schuldenproblemen „herauszuwachsen“. Dazu ist eine zügige politische Einigung vonnöten. Die langen Reaktionszeiten schlagen sich dagegen immer wieder in erzwungenen unkonventionellen Notfallmaßnahmen nieder. So zwangen Verzögerungen die griechische Zentralbank Mitte 2012, massiv vom Instrument der Emergency Liquidity Assistance (ELA) Gebrauch zu machen, um die Liquiditätsprobleme der Banken und (da diese die einzigen Käufer griechischer Schuldtitel waren) auch der Regierung in Athen zu mildern. In ähnlicher Weise griff die zypriotische Notenbank mithilfe der ELA ihren Banken mit zweistelligen Milliardenbeträgen unter die Arme. Das ist zwar teuer (die ELA-Kredite weisen in der Regel höhere Kosten auf als EZB-Refinanzierungen), aber eine Refinanzierungsalternative in Euro, die weitgehend in nationaler Kompetenz liegt, solange die EZB nicht auf ihr Veto-Recht zurückgreift.

Zudem wäre ein professionelleres Krisenmanagement hilfreich, bei dem nicht ständig neue Spielregeln³⁷ eingeführt werden, wie zuletzt beim Rettungspaket für Zypern vom März 2013, bei dem erstmalig auch Bankkunden an den Kosten der Rettung beteiligt wurden. So wie die Staatsanleihen der Peripherieländer nach dem Schuldenschnitt bei griechischen Staatsanleihen

unter Druck gerieten, werden nun deren Banken Mittelabflüsse zu verzeichnen haben. Mit der Beteiligung von Bankkunden wurde ein Präzedenzfall geschaffen, der die Sparer in den anderen Ländern der Euro-Peripherie verunsichert. Einen Bank Run in Portugal, Spanien oder Italien wird es vermutlich nicht geben. Es ist aber zu erwarten, dass (grenzüberschreitende) Umschichtungen von Bankguthaben angesichts der gerade mit viel Aufmerksamkeit getesteten 100.000 Euro-Einlagengrenze stattfinden werden. Damit wird sich die ohnehin schon schwierige Refinanzierungssituation der Banken in der Euro-Peripherie noch verschlechtern, während deutsche Banken vom Mittelzufluss profitieren dürften. Nicht nur zypriotische Banken werden somit eher mehr als weniger abhängig von der Notfall-Liquidität der EZB. Konnte die EZB am Markt für Euro-Staatsanleihen mit ihrem Versprechen noch für Beruhigung sorgen, dürfte ihr dies im Kundengeschäft der Banken schwer fallen.

Die EZB kann der Politik durch Eingriffe an Geld- und Kapitalmärkten nur Zeit zum Handeln verschaffen und hat das schon mehrfach getan. Sie ist aber darauf angewiesen, dass diese Zeit auch genutzt wird. Zypern hat zudem schon gezeigt, dass die EZB nicht unbegrenzt bereit ist, die Rolle der Feuerwehr dauerhaft zu übernehmen. Sollte es nicht gelingen, die anstehenden Probleme auf europäischer Ebene politisch dauerhaft zu lösen, wird sich in der europäischen Geldpolitik eine zunehmende Desintegration zeigen, die auch die EZB dann nicht mehr ausgleichen kann.

37 Die Geschwindigkeit, mit der im Zuge der Eurokrise Paradigmen in Frage gestellt werden, ist erstaunlich. „Euro-Staatsanleihen sind sicher“ – mit Ausnahme von griechischen. „Bankeinlagen im Euroraum sind sicher“ – bis zu einer Grenze von 100.000 Euro. „Die EZB kauft keine Staatsanleihen“ – zumindest nicht am Primärmarkt. „In der europäischen Währungsunion gibt es keine Kapitalverkehrsbeschränkungen“ – außer in Zypern.

Literaturverzeichnis

- Batini, Nicoletta; Nelson, Edward 2002: The Lag from Monetary Policy Actions to Inflation: Friedman Revisited, in: *International Finance*, Bd. 4, Heft 3, S. 381-400.
- Bernanke, Ben S.; Gertler, Mark 1995: Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission, in: *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 9; Nr. 4, S. 27-48.
- Bernanke, Ben S.; Mihov, Ilian 1997: What Does the Bundesbank Target?, in: *European Economic Review*, Bd. 41, Heft 6, S. 1025-1053.
- Deutsche Bundesbank 2013: Gespräch zu Refinanzierungsfragen, Treffen mit der Kreditwirtschaft, Vortragsunterlagen vom 23.3.2013, Mimeo.
- Deutsche Bundesbank 2011: Die Entwicklung des TARGET2-Saldos der Bundesbank, in: *Monatsbericht*, März, S. 34-35.
- Diamond, Douglas W.; Dybvig, Philip H. 1983: Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity, in: *Journal of Political Economy*, Bd. 91, Nr. 3, S. 401-419.
- Dullien, Sebastian; Joebges, Heike 2011: Keine Angst vor EZB-Käufen von Staatsanleihen, Friedrich-Ebert-Stiftung, <http://library.fes.de/pdf-files/id/ipa/08692.pdf>.
- Dullien, Sebastian; Schwarzer, Daniela 2009: Fiskalpolitik im Euroraum: Reformbedarf und Reformoptionen, in: *WSI Mitteilungen*, S. 498-504.
- de Grauwe, Paul 2011: The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government Bond Markets?, CESifo Working Paper Nr. 3569, Category 7: Monetary Policy and International Finance, September.
- European Central Bank (ECB) 2013: Survey on the Access to Finance of Small and Medium-sized Enterprises in the Euro Area, October 2012-March 2013, April, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (EZB) 2012a: Monatsbericht, September, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (EZB) 2012b: Monatsbericht, November, Frankfurt am Main.
- Europäische Zentralbank (EZB) 2011: Die Geldpolitik der EZB 2011, Frankfurt am Main, <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011de.pdf>.
- Europäische Zentralbank (EZB) 2003: Pressemitteilung der EZB vom 8. Mai 2003, Frankfurt am Main.
- European Stability Mechanism (ESM) 2013: Financial Assistance, Spain, 5.2.2013, <http://www.esm.europa.eu/about/assistance/spain/>.
- The Federal Reserve Board 2011: The Federal Reserve System, Purposes and Functions, Chapter 2: Monetary Policy and the Economy, <http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>, last update: August 24, 2011.
- Friedman, Milton 1969: The Optimum Quantity of Money, in: *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Aldine Publishing Company, chapter 1, pp. 1-50.
- Gemeinschaftsdiagnose 2011: Europäische Schuldenkrise belastet deutsche Konjunktur, Dienstleistungsauftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie, Herbst.
- Grabau, Maik 2002: Debt Deflation. Eine theoretische Erweiterung und empirische Analyse der Theorie von Irving Fisher, *Volkswirtschaftliche Forschung und Entwicklung*, VVF Verlag, München.
- Grabau; Maik; Joebges, Heike 2012: Reflektieren die Target2-Salden das Verlustpotential der Deutschen Bundesbank? Eine kurze Darstellung der Intra-Eurosystem-Positionen.

- Gros, Daniel; Alcidi, Cinzia; Giovannini, Alessandro 2012: Central Banks in Times of Crisis: The FED vs. the ECB, CEPS Policy Brief, Nr. 276, 11 July.
- Horn, Gustav; Lindner, Fabian; Sturn, Simon; Tober, Silke; Truger, Achim; Will, Henner 2011: Herausforderungen für die Wirtschaftspolitik 2011. Der Euroraum in Trümmern?, IMK Report Nr. 59, Januar, http://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_59_2011.pdf.
- Illing, Gerhard 2011: Zentralbanken im Griff der Finanzmärkte. Umfassende Regulierung als Voraussetzung für eine effiziente Geldpolitik, Friedrich-Ebert-Stiftung, WISO Diskurs, Bonn.
- International Monetary Fund (IMF) 2008: World Economic Outlook, Herbst, Washington, D.C.
- International Monetary Fund (IMF) 2009: Global Financial Stability Report, Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk, April.
- Joebges, Heike; Lindner, Fabian; Niechoj, Torsten 2010: Mit dem Export aus der Krise? Deutschland im Euroraumvergleich, IMK Report Nr. 53, August.
- Joebges, Heike; Logeay, Camille 2012: Deutschlands Anteil an Stabilitätsproblemen im Euroraum, in: Sauer, Thomas (Hrsg.): Die Zukunft der Währungsunion: Kritische Analysen, Metropolis Verlag.
- Krämer, Hagen 2010: Der Konstruktionsfehler des Euro-Stabilitätspaktes, in: Wirtschaftsdienst, Heft 6, S. 379-384.
- Lipponer, A.; Ulbrich, J. 2011: Salden im Zahlungssystem Target2 – ein Problem?; in: ifo Schnelldienst 16/2011, 64. Jahrgang, S. 69-72.
- Meltzer, Allen H. 1995: Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetary Perspective, in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 9; Nr. 4, S. 49-72.
- Mishkin, Frederic 2007: The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 8. Auflage, Pearson/Addison Wesley, Boston et al.
- Mishkin, Frederic 1995: Symposium on the Monetary Transmission Mechanism; in: Journal of Economic Perspectives, Bd. 9, Nr. 4, S. 3-10.
- Obstfeld, Maurice 1986: Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises, in: American Economic Review, Bd. 76, S. 72-81.
- Pisany-Ferry, Jean; Wolff, Guntram B. 2012: Propping up Europe? Bruegel Policy Contribution, Issue 2012/07, April, http://www.bruegel.org/uploads/herder_image/pad_126_178_pc_2012_07.pdf.jpg.
- Ruckriegel, Karlheinz; Schleicher, Bettina; Seitz, Franz 2000: Die Rolle der Mindestreserve im Eurosystem, in: Wirtschaftsdienst, Heft 5, S. 314-320.
- Sinn, Hans-Werner; Wollmershäuser, Timo 2011: Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB, in: ifo Schnelldienst, Sonderausgabe, 24. Juni, <http://www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1206574.pdf>.
- Schuberth, Helene 2009: Geldpolitik und Finanzkrise – Die Bedeutung nicht-konventioneller geldpolitischer Maßnahmen, in: WSI Mitteilungen, Heft 9, http://www.boeckler.de/wsimit_2009_09_schuberth.pdf.
- van Rixtel, Adrian; Gasperini, Gabriele 2013: Financial Crisis and Bank Funding: Recent Experience in the Euro Area, BIS Working Paper no. 406.
- Wyplosz, Charles 2012: ECB's Outright Monetary Transactions, Note Requested by the European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs, Directorate General For Internal Policies, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/NT/2012-05, PE 492.450, Draft.

Die Autorin und der Autor

Dr. Heike Joebges

ist Professorin für Volkswirtschaftslehre mit dem Schwerpunkt International Economics an der HTW Berlin.

Dr. Maik Grabau

ist Abteilungsdirektor im Bereich Risikomanagement und Kapitalmärkte des Deutschen Sparkassen- und Giroverbands (DSGV). Er vertritt in diesem Beitrag seine persönliche Meinung.



Neuere Veröffentlichungen der Abteilung Wirtschafts- und Sozialpolitik

Wirtschaftspolitik

Wirtschaftspolitische Ideen und finanzpolitische Praxis in Deutschland – Ist die Schuldenbremse (der Fiskalpakt) die Ultima Ratio?

WISO Diskurs

Wirtschaftspolitik

Austerität und Einkommensverteilung in Europa: Kohäsion trotz Wachstumsschwäche

WISO direkt

Wirtschaftspolitik

**Demografie und Wachstum in Deutschland
Perspektiven für wirtschaftlichen und sozialen Fortschritt**

WISO Diskurs

Außenwirtschaft

Eurokrise: Die Ungleichheit wächst wieder in Europa

WISO direkt

Nachhaltige Strukturpolitik

Perspektiven der Wirtschaftsförderung für den Kultur- und Kreativsektor

WISO Diskurs

Europäische Wirtschafts- und Sozialpolitik

Staatsgläubigerpanik ist keine Eurokrise!

WISO direkt

Steuerpolitik

Für einen produktiven und solide finanzierten Staat – Einnahmen und Dienstleistungsstaat stärken

WISO direkt

Arbeitskreis Mittelstand

Reformperspektiven im deutschen Kammerwesen

WISO direkt

Gesprächskreis Verbraucherpolitik

**Was nützt die Verbraucherpolitik den Verbrauchern?
Plädoyer für eine systematische Evidenzbasierung der Verbraucherpolitik**

WISO direkt

Arbeitskreis Innovative Verkehrspolitik

Frühzeitige Bürgerbeteiligung für eine effizientere Verkehrsinfrastrukturplanung

WISO Diskurs

Arbeitskreis Stadtentwicklung, Bau und Wohnen

Das Programm Soziale Stadt – Kluge Städtebauförderung für die Zukunft der Städte

WISO Diskurs

Gesprächskreis Sozialpolitik

Mehr als Minutenpflege – Was brauchen ältere Menschen, um ein selbstbestimmtes Leben in ihrer eigenen Häuslichkeit zu führen?

WISO Diskurs

Gesprächskreis Sozialpolitik

Soziale Gesundheitswirtschaft – Impulse für mehr Wohlstand

WISO Diskurs

Gesprächskreis Arbeit und Qualifizierung

**Weiterbildungsbeteiligung
Anforderungen an eine Arbeitsversicherung**

WISO Diskurs

Gesprächskreis Arbeit und Qualifizierung

Wie lässt sich ein Anspruch auf Weiterbildung rechtlich gestalten?

Rechtliche Instrumente im Arbeits- und Sozialrecht

WISO Diskurs

Arbeitskreis Arbeit-Betrieb-Politik

Die Praxistauglichkeit finanzieller Mitarbeiterbeteiligung verbessern

Gestaltungsoptionen für Sondervermögen

WISO Diskurs

Arbeitskreis Dienstleistungen

Gesellschaftlich notwendige Dienstleistungen – soziale Innovationen denken lernen

WISO Diskurs

Gesprächskreis Migration und Integration

Interkulturelle Öffnung in Kommunen und Verbänden

WISO Diskurs

Gesprächskreis Migration und Integration

Sozialraumorientierung und Interkulturalität in der Sozialen Arbeit

WISO Diskurs

Volltexte dieser Veröffentlichungen finden Sie bei uns im Internet unter

www.fes.de/wiso

