

Die schwierige Rückkehr der EZB zur Normalität: Ein Vorschlag

Trotz der eingeleiteten Normalisierung der Geldpolitik hält die Europäische Zentralbank (EZB) an ihrer Politik der Vollzuteilung fest. Die Nachfrage der teilnehmenden Banken nach Liquidität wird in vollem Umfang befriedigt. Die Ursache hierfür ist, dass einige Banken in ihrer Liquiditätsversorgung völlig von der EZB abhängen, da sie sich auf dem privaten Markt keine Liquidität verschaffen können. Das von uns vorgeschlagene Instrument zur Wiederbelebung des Repo-Marktes orientiert sich an der von der U.S. Federal Reserve eingeführten Term Securities Lending Facility. Es sollte eine Möglichkeit für Banken aus den Krisenstaaten geschaffen werden, sich sichere deutsche oder französische Staatsanleihen gegen unsichere griechische, irische oder portugiesische Staatsanleihen als Sicherheit zu leihen. Auf diese Weise könnte es gelingen, die Abhängigkeit dieser Banken von der unmittelbaren Kreditvergabe durch die EZB zu verringern und der EZB die Rückkehr zu einem normalen geldpolitischen Regime zu ermöglichen.

Mit ihrer Zinserhöhung im April dieses Jahres hat die EZB den Übergang zu einer Normalisierung der Geldpolitik eingeleitet. Marktteilnehmer erwarten weitere Zinsschritte für die Sommermonate. Im Zuge der Finanzkrise hatte die EZB ihre Zinsen bis auf 1% gesenkt und eine Reihe unkonventioneller Maßnahmen ergriffen.

Trotz dieser eingeleiteten Normalisierung hält die EZB an ihrer Politik der Vollzuteilung fest. Dies bedeutet, dass die EZB in ihren Hauptrefinanzierungsgeschäften nach wie vor die Nachfrage der teilnehmenden Banken nach Liquidität in vollem Umfang befriedigt. Die reichlich vorhandene Liquidität in der Eurozone kann ohne eine Abkehr von dieser Vollzuteilungspolitik nicht abgebaut werden.

Die EZB hat aber vor wenigen Tagen erst angekündigt, an dem Verfahren der Vollzuteilung bis mindestens Mitte Oktober festzuhalten. Die Ursache dafür liegt im Problem der »persistent bidders,« also Banken, die zu ihrer Liquiditätsversorgung völlig von der EZB abhängen, da sie sich auf dem privaten Markt keine Liquidität verschaffen können.

Die schwierige Rückkehr zur Normalität

Gegenwärtig sind die Banken in den Krisenländern Griechenland, Irland und Portugal in ihrer Liquiditätsversorgung unmittelbar von der EZB abhängig, da ihnen auf dem Interbankenmarkt niemand Kredit einräumen

möchte. Zum einen finden sie keine Gegenparteien für ungesicherte Kredite, da die hohen Bestände an Staatsanleihen ihrer Heimatländer in ihren Portfolios im Fall ihrer Entwertung, z.B. durch eine Umschuldung, eine Überschuldung wahrscheinlich machen. Zum anderen können sie eben diese Staatsanleihen aufgrund ihres hohen Ausfallrisikos auch nicht als Sicherheiten für Repo-Geschäfte einsetzen. Bei diesen Repo-Geschäften kauft der Kreditgeber dem Kreditnehmer die als Sicherheiten dienenden Wertpapiere mit einer Rückverkaufsvereinbarung zum Ablauf der Kreditlaufzeit ab. Die Differenz zwischen dem Kauf und Rückkaufpreis bestimmt den Zinssatz des Kreditgeschäfts. Sollte der Kreditnehmer in der Zwischenzeit insolvent werden, so behält der Kreditgeber die Anleihen und ist damit vor Verlusten geschützt, sofern diese Anleihen für ihn hinreichend sicher sind. Gerade dies ist aber bei den Anleihen der Krisenländer nicht mehr der Fall. Lediglich die EZB akzeptiert diese Papiere noch als Sicherheiten für die Zuteilung von Liquidität. Dieser Umstand ist einer der Gründe für die ablehnende Haltung der EZB gegenüber einer Umschuldung der Krisenstaaten. Die Umschuldung wäre als ein Kreditausfallereignis zu betrachten, und die EZB könnte nicht mehr länger diese Anleihen als Sicherheiten für die Liquiditätsversorgung der Bankensysteme in den Krisenstaaten akzeptieren. Den betroffenen Bankensystemen droht dann der Zusammenbruch.



Martin Mandler*



Peter Tillmann**

* PD Dr. Martin Mandler ist wissenschaftlicher Assistent am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Justus-Liebig-Universität Gießen.

** Prof. Dr. Peter Tillmann ist Professor für Monetäre Ökonomik am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Justus-Liebig-Universität Gießen.

Die EZB steckt also in einem Dilemma: Solange den Banken in den Krisenländern zur Liquiditätsversorgung allein der Zugang zur EZB offensteht ist es für die EZB sehr schwierig, die Politik der Vollzuteilung zu beenden. Genau das ist aber ein wichtiges Element im Übergang zu einer »normalen« Geldpolitik nach der Finanzmarktkrise. Die durch die Krisenmaßnahmen reichlich geschaffene Liquidität muss jetzt schrittweise zurückgeführt werden. Es ist folglich von entscheidender Bedeutung, den Banken aus den Krisenländern wieder einen Zugang zum Interbankenmarkt zu verschaffen und die Vollzuteilungspolitik auslaufen zu lassen.

Das Hauptaugenmerk sollte dabei auf der Wiedereingliederung der »persistent bidders« in den Repo-Markt liegen. Dies war übrigens auch ein Ziel des Securities Markets Programme (SMP), innerhalb dessen die EZB seit über einem Jahr Staatsanleihen der Krisenländer auf dem Sekundärmarkt aufkaufte. Dadurch sollten diese Anleihen wieder als Sicherheiten für Repo-Kredite akzeptabel gemacht werden. Bekanntermaßen ist dies nicht gelungen. Stattdessen hält die EZB nun in beträchtlicher Höhe Anleihen der Krisenländer von zweifelhaftem Wert.

Ein Vorschlag

Das von uns vorgeschlagene Instrument zur Wiederbelebung des Repo-Marktes orientiert sich an der von der U.S. Federal Reserve (Fed) 2008 eingeführten Term Securities Lending Facility (TSLF). In diesem Programm verleiht die Fed an Finanzintermediäre im Rahmen einer Auktion gegen eine Gebühr U.S. Staatsanleihen. Diese Staatsanleihen können von den Instituten anschließend als Sicherheiten für Repo-Kredite benutzt werden. Für die geliehenen Anleihen werden der Fed Wertpapiere geringerer Qualität als Sicherheit übertragen. Dabei werden diese Wertpapiere mit einem Risikoabschlag (haircut) bewertet. Die Untergrenze für diese Gebühr wird dabei von der Federal Reserve so gesetzt, dass eine Beteiligung an der Auktion nur für Finanzinstitute interessant ist, die sich keine hochwertigen Sicherheiten auf dem privaten Markt verschaffen können. Effektiv können die Finanzinstitute durch das TSLF (temporär) Sicherheiten geringerer Qualität – die auf dem Repo-Markt nicht mehr als Sicherheiten akzeptiert werden, wie z.B. Wertpapiere aus verbrieften Hypothekarkrediten – gegen solche von höherer Qualität eintauschen und damit wieder auf dem Interbankenmarkt aktiv werden.

Übertragen auf den Euroraum würde dies bedeuten, eine Möglichkeit für Banken aus den Krisenstaaten zu schaffen, sich sichere deutsche oder französische Staatsanleihen gegen unsichere griechische, irische oder portugiesische Staatsanleihen als Sicherheit zu leihen. Mit diesen, für Repo-Geschäfte akzeptierten Sicherheiten, können sie dann

an den Interbankenmarkt zurückzukehren. Auf diese Weise könnte es gelingen, die Abhängigkeit dieser Banken von der unmittelbaren Kreditvergabe durch die EZB zu verringern und der EZB die Rückkehr zu einem normalen geldpolitischen Regime zu ermöglichen.

Da die EZB im Unterschied zur Federal Reserve selbst über keinen Bestand an hochwertigen Staatspapieren verfügt, müsste sie sich diese leihen oder erwerben, was aufgrund der hohen Liquidität auf diesem Markt jedoch keine großen Kursausschläge verursachen würde. Die durch den Kauf der Wertpapiere erhöhte Liquidität könnte die EZB durch geringere Zuteilungen in ihren Refinanzierungsgeschäften neutralisieren.

Ein großer Vorteil dieses Vorschlags ist, dass ein solches Programm keinen Einfluss auf die von der EZB dem Bankensystem insgesamt zur Verfügung gestellte Liquidität hat. Im Unterschied zum gegenwärtigen Politikregime kommt es nämlich nicht zum Kauf von Staatsanleihen durch die EZB gegen Zentralbankguthaben oder zu direkten Krediten gegen Sicherheiten. Damit entfällt auch die Notwendigkeit, die Liquiditätseffekte beim Kauf von Anleihen im Rahmen des SMP bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften zu sterilisieren. Die EZB könnte die Liquiditätsversorgung in der Eurozone und damit ihre Zinspolitik wieder am Ziel der Sicherung der Preisstabilität ausrichten und wäre nicht länger dabei durch ihre Bemühungen zur Stabilisierung der Bankensysteme der Krisenländer behindert.

Natürlich birgt dieses Vorgehen eine Verlustgefahr für die EZB in sich. Sollten die am Programm teilnehmenden Banken insolvent werden, was wahrscheinlich im Fall einer Insolvenz eines der Krisenstaaten eintreten würde, so behielte die EZB die nun erheblich entwerteten Anleihen des betroffenen Staates in ihrem Portfolio. Verglichen mit der gegenwärtigen Situation, in der die EZB eben diese Anleihen als Sicherheiten für direkte Kredite an die Banken akzeptiert, ist das Verlustrisiko jedoch keinesfalls höher.

Als im Mai 2010 die Interbankenmärkte der Krisenländer praktisch ausgetrocknet waren, griff die EZB neben der unmittelbaren Liquiditätsversorgung der Banken auch zum Mittel des direkten Aufkaufs der Wertpapiere der Krisenstaaten. Wie von uns an anderer Stelle ausgeführt¹, ging mit diesem Aufkaufprogramm ein Ressourcentransfer einher, wenn die EZB höhere als die dem tatsächlichen Ausfallrisiko angemessenen Preise für diese Anleihen bezahlt hat. Dieser Ressourcentransfer kam in erster Linie den unmittelbaren Verkäufern dieser Anleihen zu gute. Insbesondere französischen Banken ist es so beispielsweise gelungen, ihre Bestände an griechischen Staatsanleihen mit – wenn über-

¹ M. Mandler und P. Tillmann, »Das Securities Markets Programme der EZB: Ein Ressourcentransfer durch die Hintertür?«, *ifo Schnelldienst* 63(21), 2010, 8–10.

haupt – nur geringen Verlusten an die EZB weiterzureichen. Von der vorübergehenden Stabilisierung der Anleihekurse durch das Aufkaufprogramm der EZB profitiert haben aber auch Investoren, die die Staatsanleihen der Krisenländer zuvor günstig von jenen Anlegern übernommen haben, die sie z.B. aufgrund der Herabstufung ihrer Ratings aus regulatorischen Gründen verkaufen mussten.

Ein an die TSLF angelehntes Programm würde es der EZB erlauben, sich darauf zu konzentrieren, den Interbankenmarkt funktionsfähig zu halten. Ein Ressourcentransfer könnte vermieden werden. Eine verdeckte Rekapitalisierung von Banken durch Anleihekäufe zu überhöhten Preisen ist nicht die Aufgabe der Geldpolitik. Deshalb dürfen die Anleihen der Krisenstaaten lediglich zu einer risikoangepassten Bewertung als Sicherheiten akzeptiert werden.

Fazit

Zusammengefasst ist das Verlustrisiko des vorgeschlagenen Programms für die EZB nicht höher als bei der von ihr zurzeit praktizierten Politik einer direkten Kreditvergabe an die Banken in den Krisenländern und dem direkten Aufkauf unsicherer Staatsanleihen. Auf der anderen Seite ist dagegen die Wahrscheinlichkeit wesentlich höher, griechischen, irischen und portugiesischen Banken wieder den Zugang zu Interbankenkrediten zu verschaffen und die Funktionsfähigkeit des Geldmarktes im Euroraum zumindest teilweise wieder herzustellen.

Während der Finanzkrise waren zweifellos unkonventionelle Schritte erforderlich, die unter regulären Bedingungen nicht zum Maßnahmenkatalog von Zentralbankern gehören. Getrieben von der Notwendigkeit, die für die Effektivität der Geldpolitik wichtige Funktionsfähigkeit der Interbankenmärkte während der Staatsschuldenkrise sicherzustellen, hat sich die EZB aber in eine problematische Situation begeben. Diese Politikmaßnahmen haben nicht nur erhebliche Verlustrisiken für das Eurosystem mit sich gebracht, sondern behindern auch die Rückkehr zu einer »normalen« Geldpolitik. Um diese Herausforderung zu bewältigen, sollte auch über eine Anpassung des Instrumentariums der EZB diskutiert werden.