

Geldmarktsteuerung im Euroraum – quo vadis?

Hochschule der Deutschen Bundesbank, Schloss Hachenburg, 1. Juli 2014

**Dr. Joachim Nagel
Deutsche Bundesbank
Mitglied des Vorstandes**

Geldmarktsteuerung – Theoretische Grundlagen



- Vorrangiges Ziel des Eurosystems ist die **Gewährleistung von Preisniveaustabilität**.
- **Preisniveaustabilität** ist in der **Realwirtschaft** zu beobachten und wird durch den **monetären Sektor** beeinflusst.
- Im monetären Sektor spielen **Transmissionsprozesse** vom **Geldmarkt** zum **Kapitalmarkt** eine besondere Rolle.

Geldmarktsteuerung – Theoretische Grundlagen

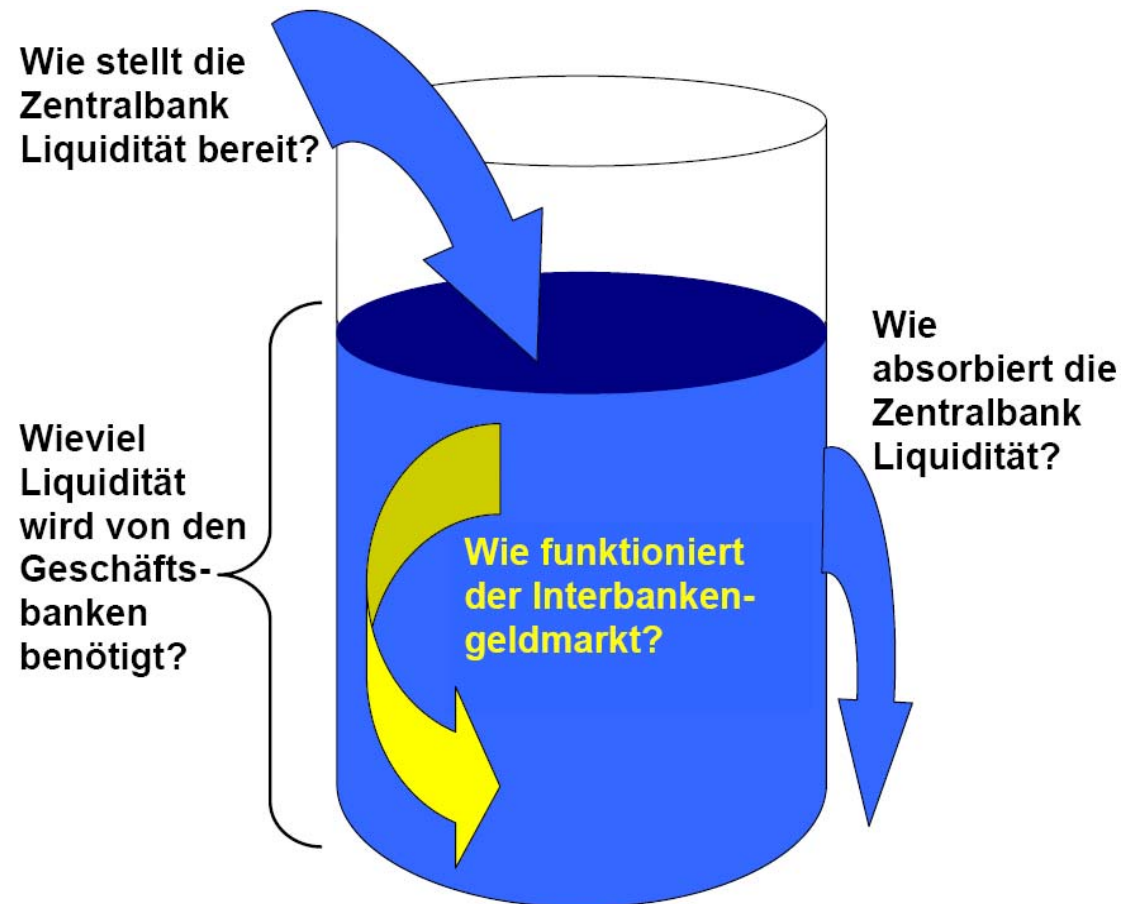
**Kernaufgabe der operativen
Geldpolitik → Geldmarktsteuerung**

Was ist der Interbankengeldmarkt?

**Warum fragen Banken
Zentralbankgeld nach?**

- Bargeld
- Mindestreserve
- Zahlungsverkehr →
Durchschnittsmindestreserve
- Risikofreier Vermögensgegenstand

**Rolle der Zentralbank am
Geldmarkt → Monopolist!**



Geldmarkt - Strukturelle Liquiditätsposition des Bankensystems

Vereinfachte Zentralbankbilanz des Eurosystems

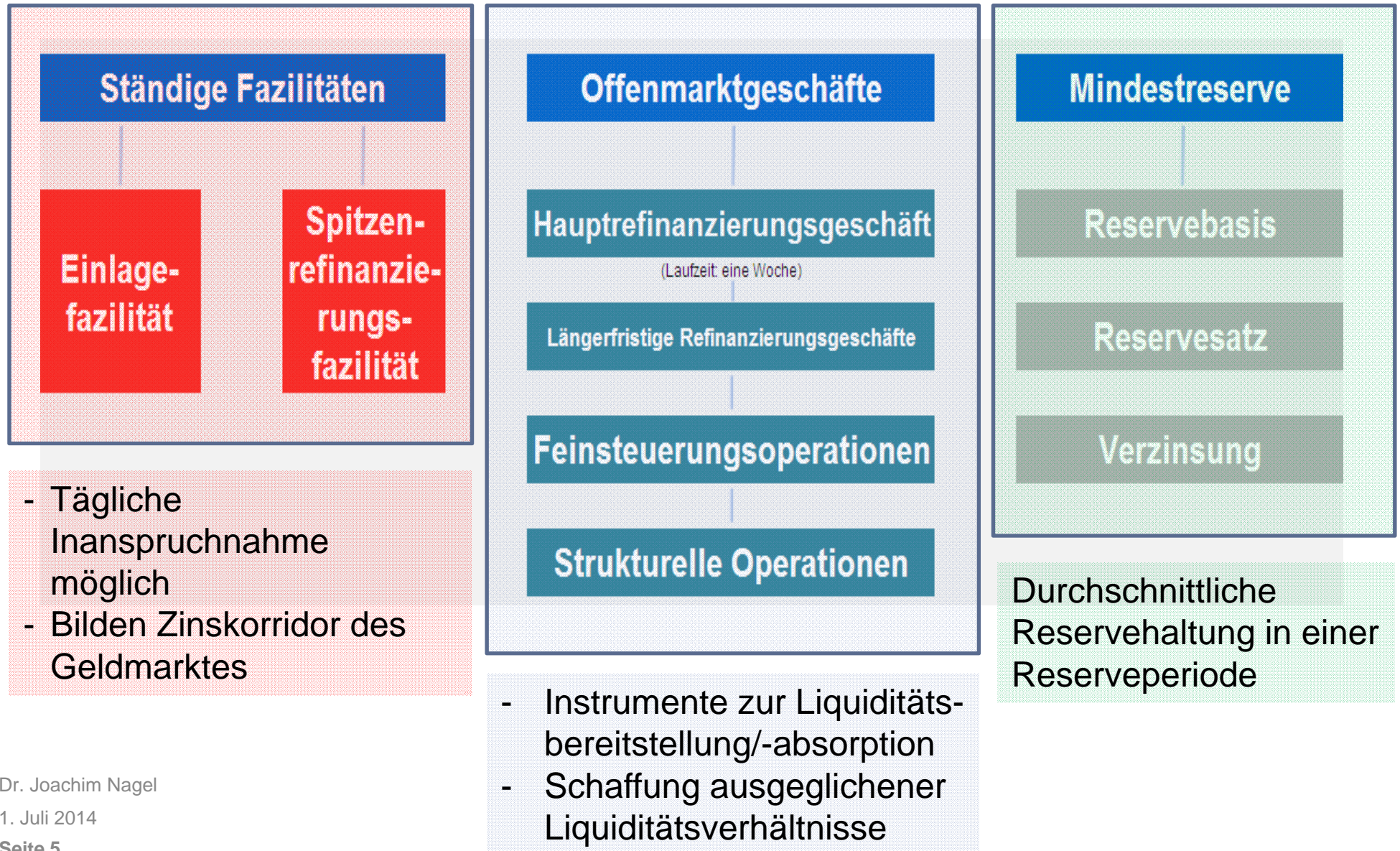
Strukturelles Liquiditätsdefizit

Aktiva	Passiva
Nicht-geldpolitische Aktiva der Notenbank (z. B. Währungsreserven; Wertpapiere; sonstiges)	Banknoten
Geldpolitische Operationen	Mindestreserveguthaben
	Überschussreserven (über MR hinausgehende Kontoguthaben)
	Sonstiges (z. B. Kapital)

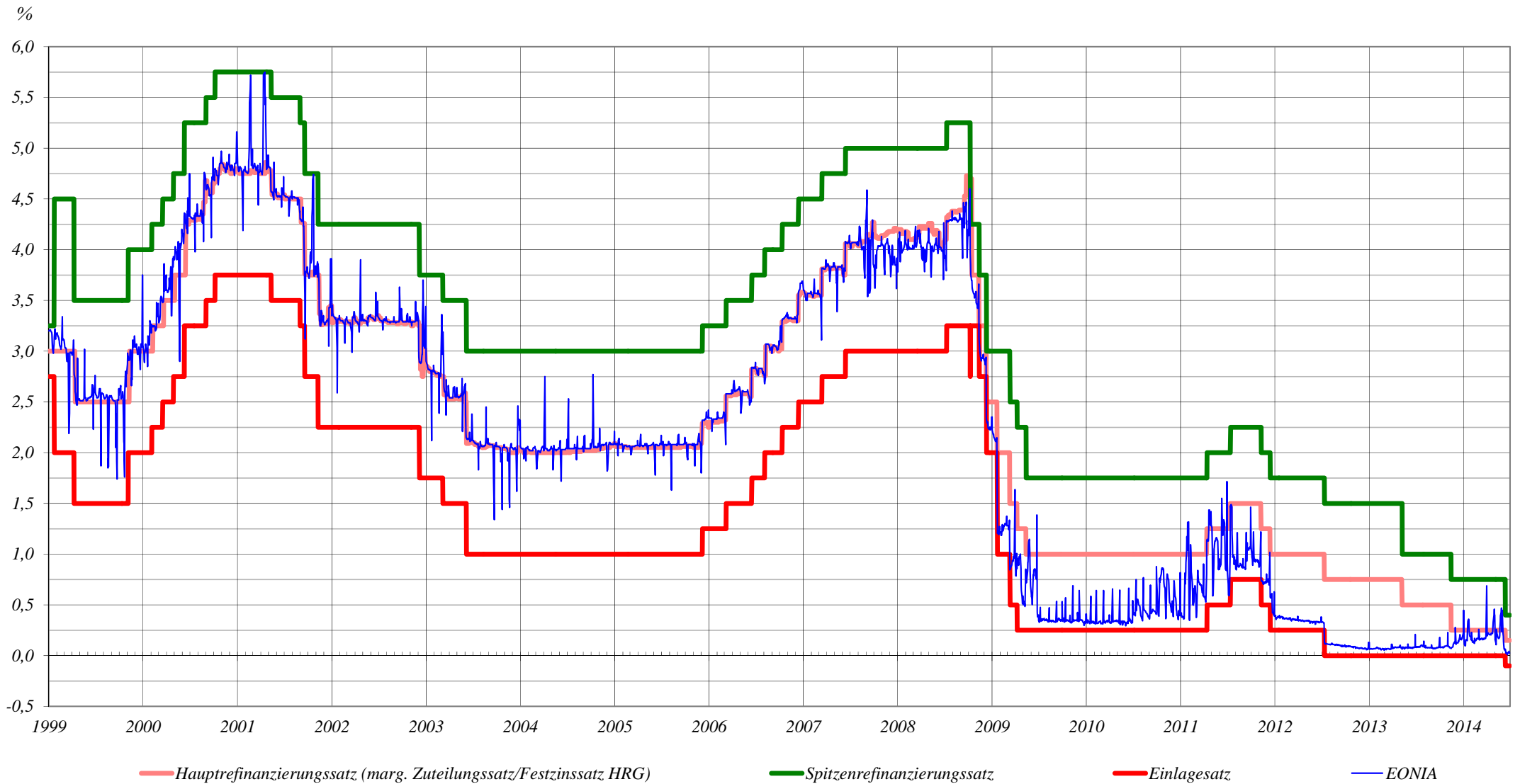
Strukturelles Liquiditätsdefizit des Bankensystems im Euroraum gegenüber dem Eurosystem

→ Defizit muss über geldpolitische Operationen gedeckt werden

Geldpolitisches Instrumentarium des Eurosystems zur Geldmarktsteuerung



Geldmarktsteuerung des Eurosystems – Leitzinsen und Tagesgeldsatz EONIA



1. Phase:

Geldmarktsteuerung im Euroraum

- bis zum Beginn der Finanzkrise im September 2008

Euro-Geldmarktsteuerung bis September 2008 (1/3)

Geldmarktsteuerung durch „Rationierung“ von Zentralbankliquidität

Operatives Ziel: Steuerung der kurzfristigen Geldmarktsätze (EONIA) in Nähe des Satzes des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (Leitzins)

Zur Erreichung des Ziels: **Liquiditätsangebot = Liquiditätsbedarf**

Bei dieser Gleichgewichtslösung sollte gelten:

kurzfristige Geldmarktsätze (EONIA) = Satz des Hauptrefinanzierungsgeschäftes

Voraussetzungen:

- funktionierender, nahezu vollkommener Interbankengeldmarkt
- **Möglichst genaue Ermittlung des Liquiditätsbedarfs**

Euro-Geldmarktsteuerung bis September 2008 (2/3)

Von Juni 2000 bis September 2008: Zuteilung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte als **Zinstender mit Mindestbietungssatz** („Leitzins“) und **begrenztem Zuteilungsvolumen**

Bis Juli 2007 (vor Beginn der „Liquiditätskrise“) herrschten folgende Liquiditäts- und Geldmarktbedingungen:

- pro Periode sehr geringe Überschussliquidität
- Liquiditätsausgleich zwischen den Kreditinstituten über den Geldmarkt
- Nur sporadische Inanspruchnahme der Ständigen Fazilitäten
- Wirksame Steuerung der kurzfristigen Geldmarktsätze durch das Eurosystem
- Bilanzsumme des Eurosystems relativ gering

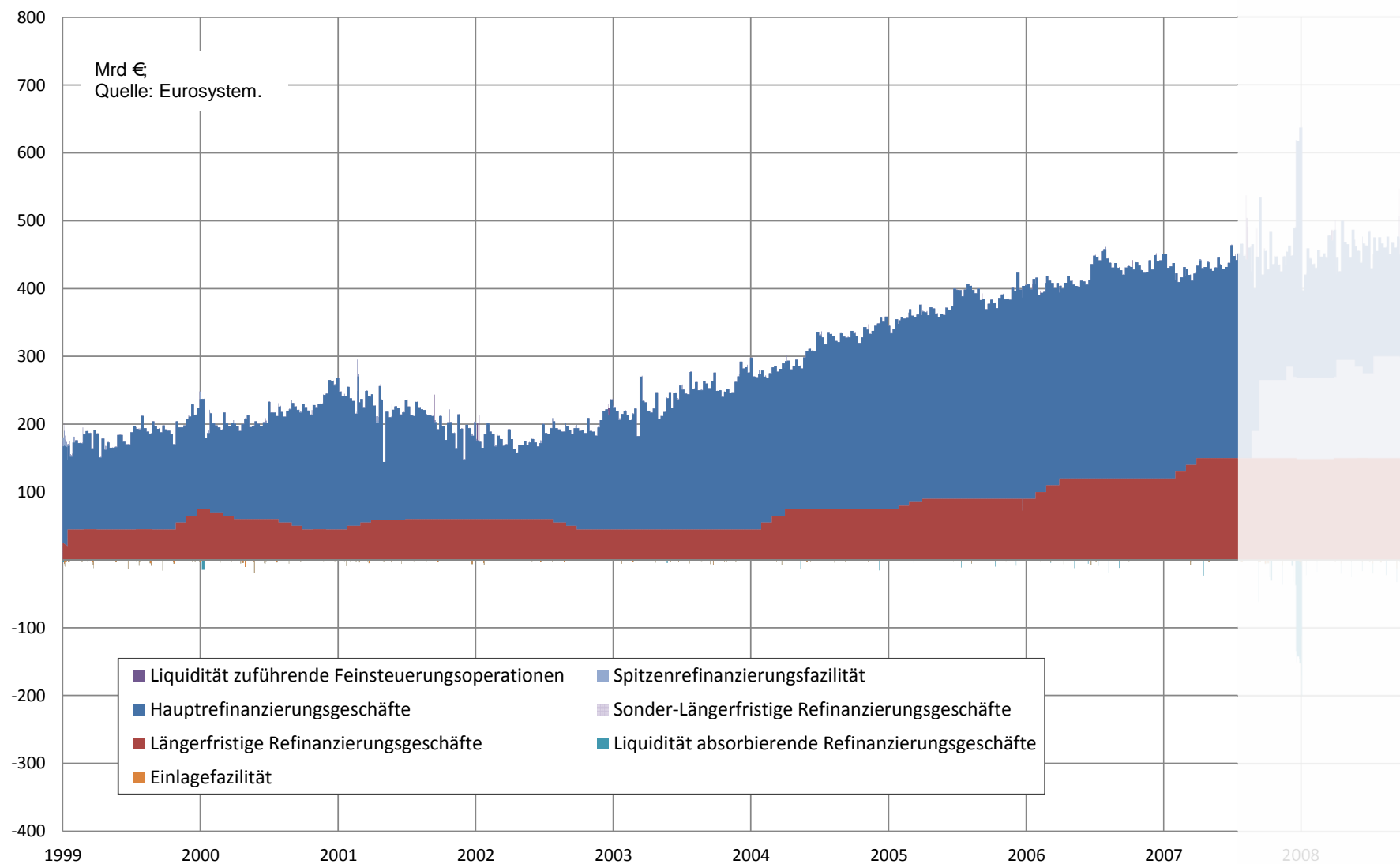
Euro-Geldmarktsteuerung bis September 2008 (3/3)

August 2007 bis September 2008: „Liquiditätskrise“ als Vorbotin der Finanzkrise

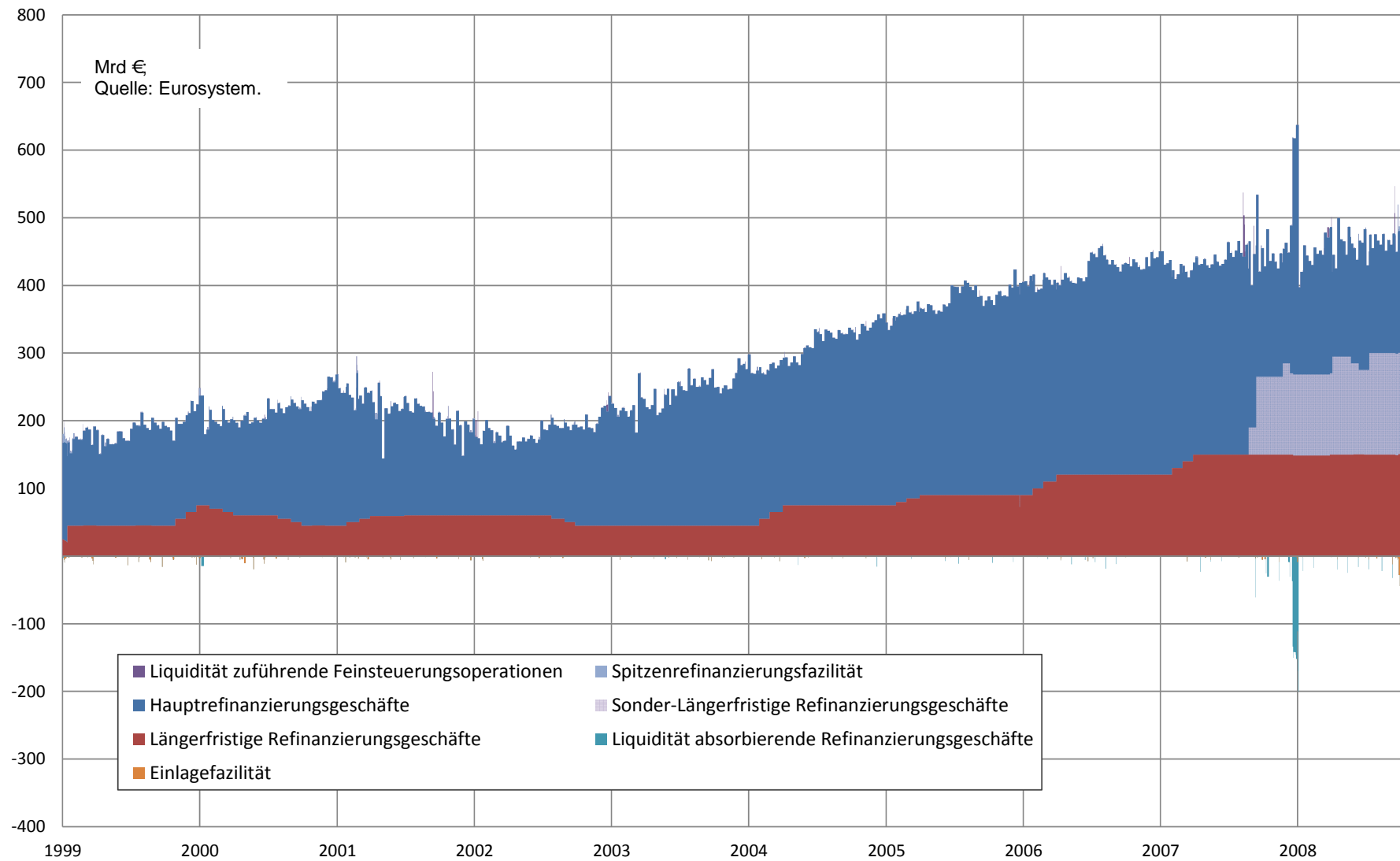
Gestiegenen Risikowahrnehmung führte für immer mehr Banken zu **schwierigerem Zugang zu Interbanken-Geldmarkt**. Die Folgen waren:

- Zahlreiche Banken zunehmend auf erfolgreiche Teilnahme an Refinanzierungsgeschäften angewiesen
- Höhere Gebotssätze für erfolgreiche Zuteilung notwendig, dadurch Anstieg der Zuteilungssätze
- Hinweise auf zunehmende Segmentierung am Interbanken-Geldmarkt
- Steigende Zinsdifferenzen zwischen besicherten und unbesicherten Geldmarktgeschäften
- Abschüsse unbesicherter Geschäfte in längeren Laufzeiten schwieriger

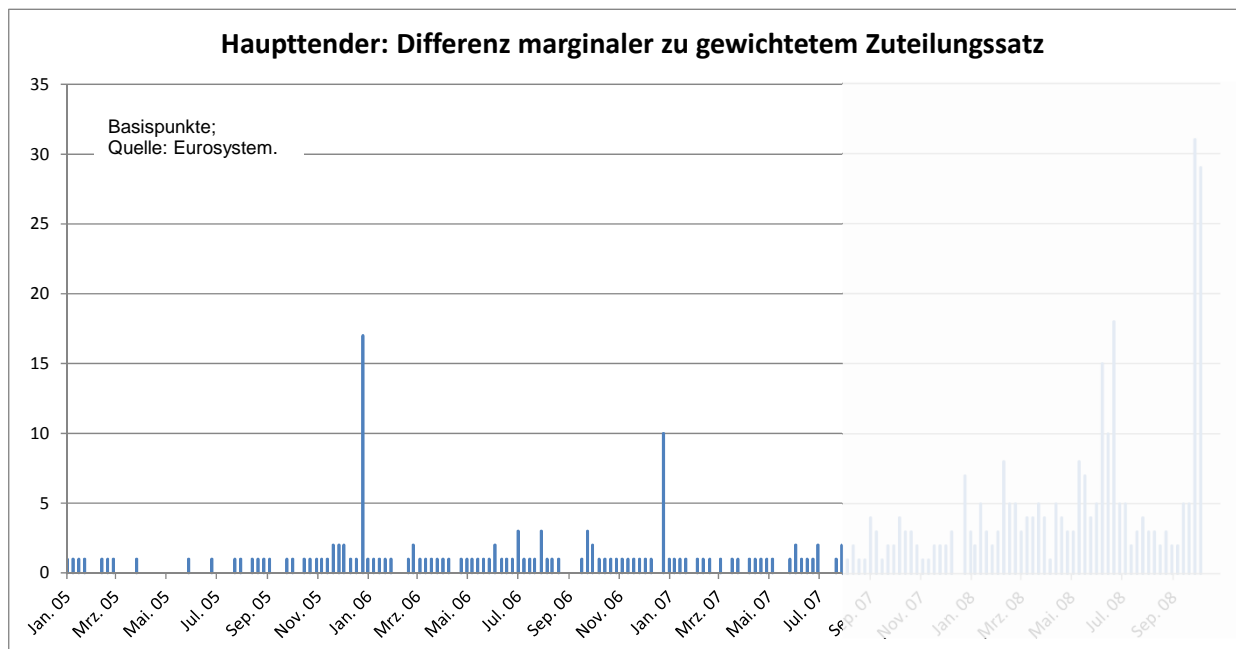
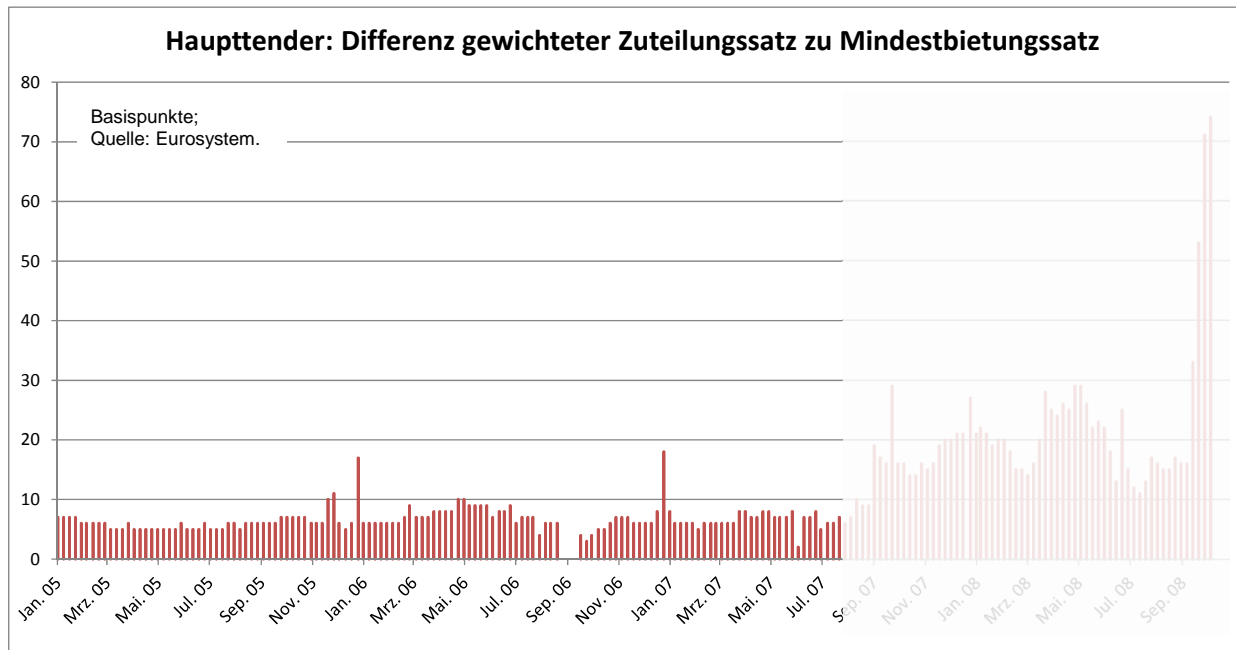
„Normale“ Liquiditätsbereitstellung bis Juli 2007 ...



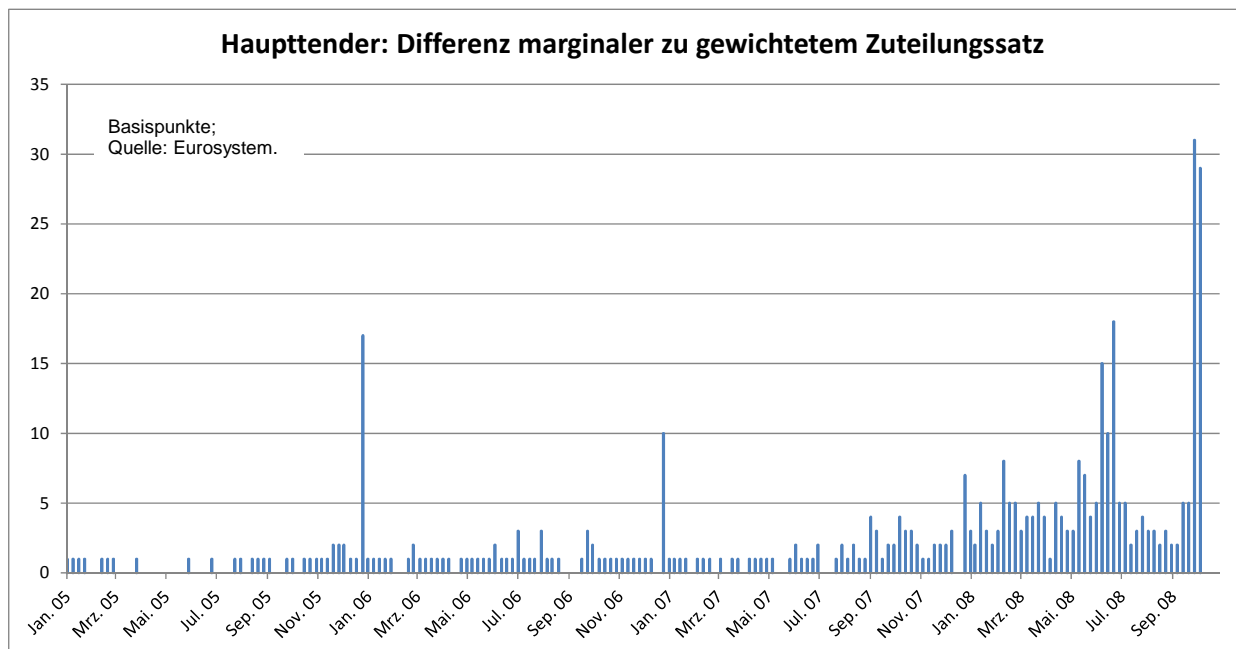
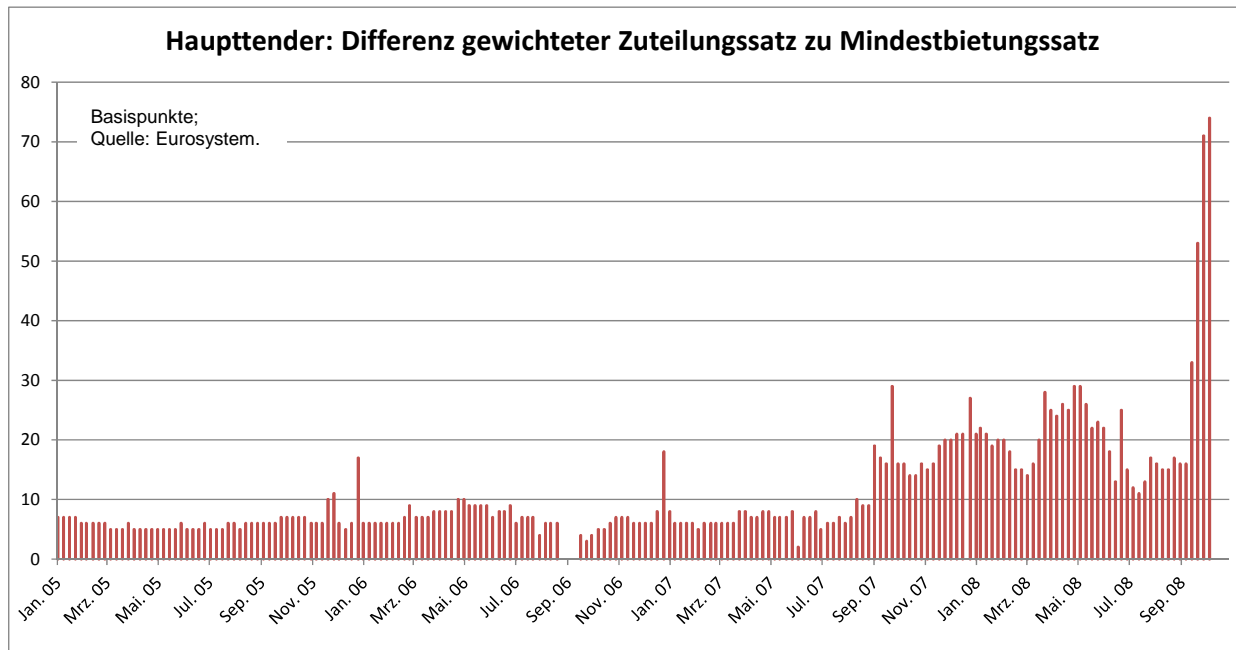
...sowie während der „Liquiditätskrise“ (bis September 2008)



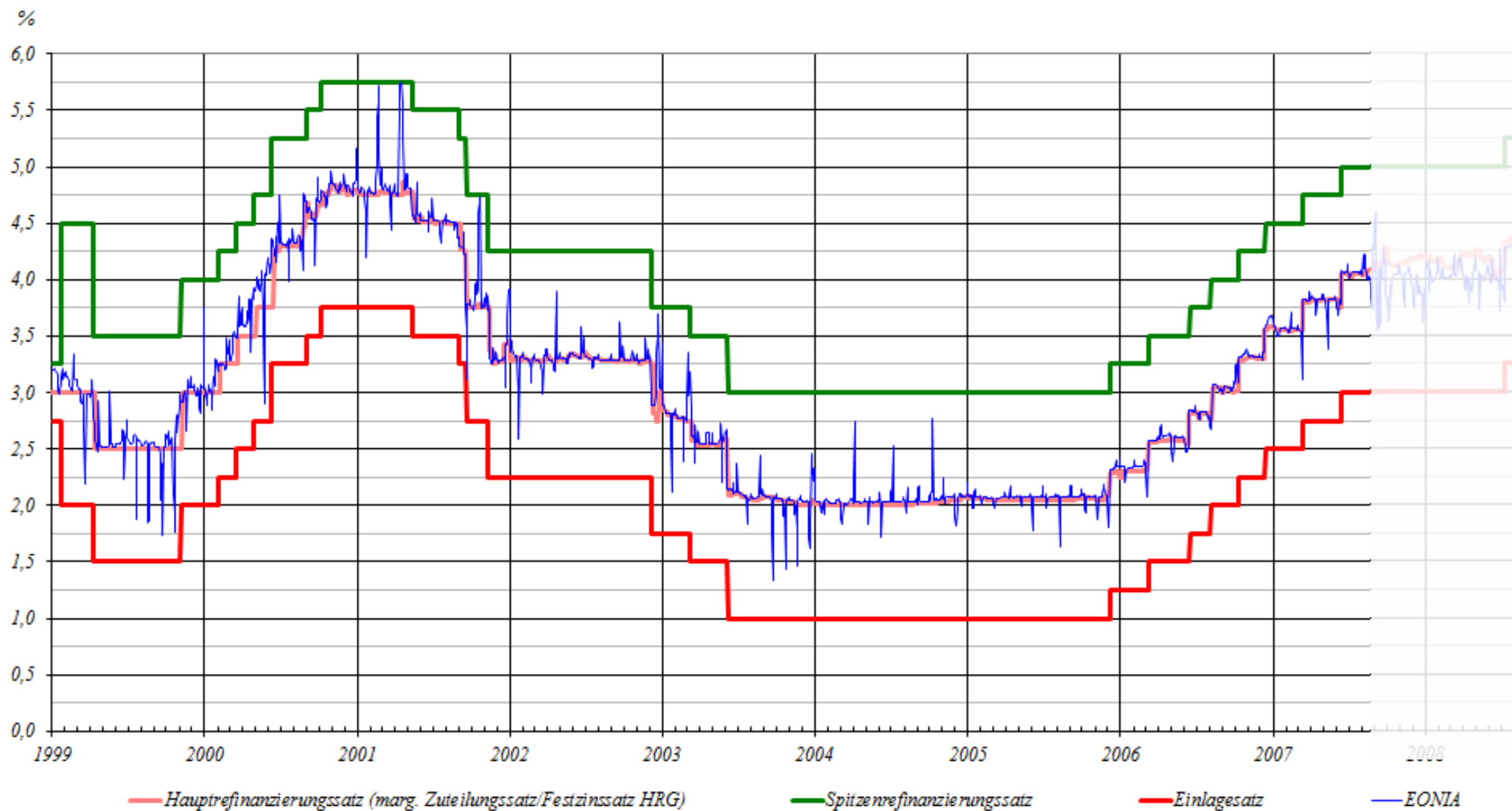
Entwicklung der Zuteilungssätze bis Juli 2007...



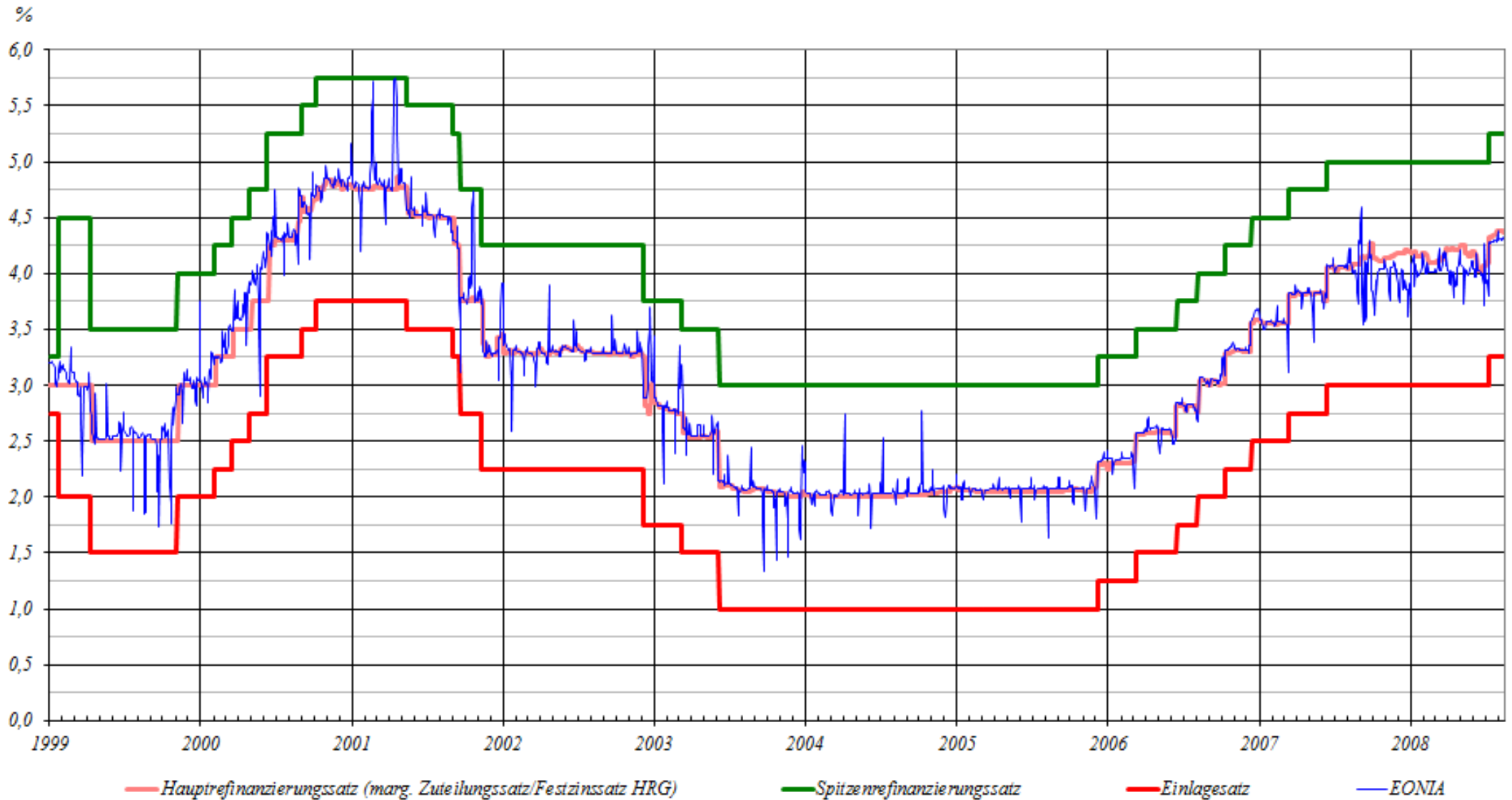
... und deutliche Anstiege während der „Liquiditätskrise“



EONIA bis Mitte 2007 nahe am Hauptrefinanzierungssatz...



... aber bereits höhere Volatilität ab August 2007



2. Phase:

**Geldmarktsteuerung im Euroraum während der Finanzkrise
bis zu den EZB-Ratsentscheidungen im Juni 2014**

Krisenbedingte Sondermaßnahmen des Eurosystems und Geldmarktsteuerung bis Juni 2014



Lockerung der Geldpolitik

**Zusammenbruch
des Geldmarktes verhindern**

**Sicherstellung des
geldpolitischen
Transmissionsmechanismus**

Reaktionen des Eurosystems auf die Finanz- und Staatsschuldenkrise seit 2008 bis zur EZBR-Sitzung im Juni 2014 (1/2)

Geldpolitische Lockerung

- Signifikante **Senkungen des Leitzinses**
- **Verengung des Zinskorridors**
- **Absenkung des Satzes der Einlagefazilität auf (zunächst) 0%**
- **Geldpolitische Ankaufprogramme für gedeckte Schuldverschreibungen**
- **Laufzeitausweitung** der Offenmarktgeschäfte **auf bis zu 3 Jahre**
- **„Forward Guidance“**

Reaktionen des Eurosystems auf die Finanz- und Staatsschuldenkrise seit 2008 bis zur EZBR-Sitzung im Juni 2014 (2/2)

Zusammenbruch des Geldmarktes verhindern:

- **Vollzuteilung in allen Liquidität bereitstellenden Offenmarktgeschäften**
- Zusatzangebot an Refinanzierungsgeschäften
- Temporäre **Ausweitung des Sicherheitenrahmens**
- **Bereitstellung von Fremdwährungs-Liquidität**
- Temporäre Reduzierung des Mindestreservesatzes

Entgegenwirken von Spannungen, die Transmissionsprozess beeinträchtigen

- **Securities Markets Programme (SMP)**: Interventionen an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet
- Bereitschaft, unter bestimmten Bedingungen ex-ante unlimitiert **geldpolitische Outright-Geschäfte („OMTs“)** durchzuführen

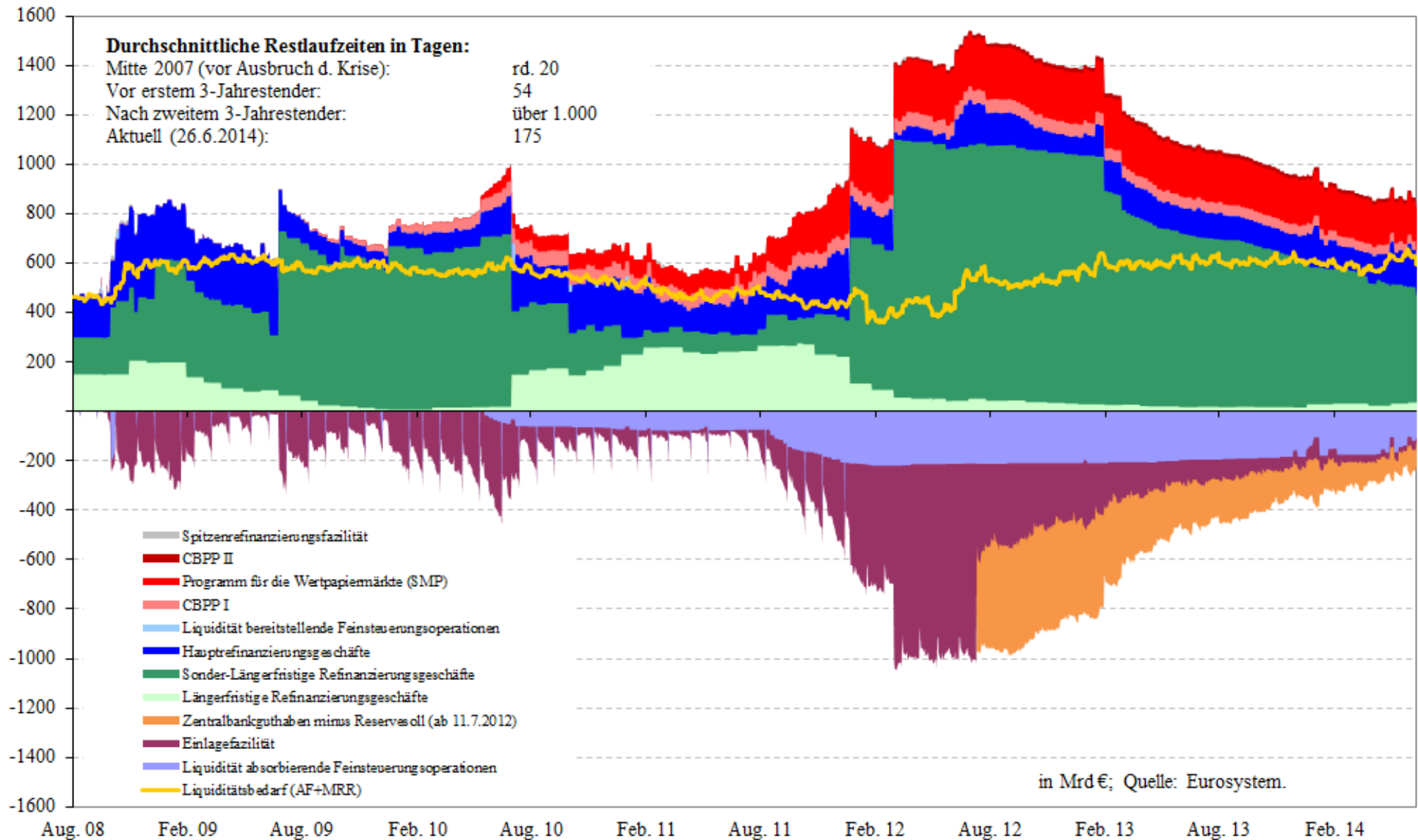
Geldmarktsteuerung im Zeitraum September 2008 bis Juni 2014

Wechsel vom Zinstenderfahren zur Vollzuteilung mit Festzinssatz bei den liquiditätsbereitstellenden Tenderoperationen

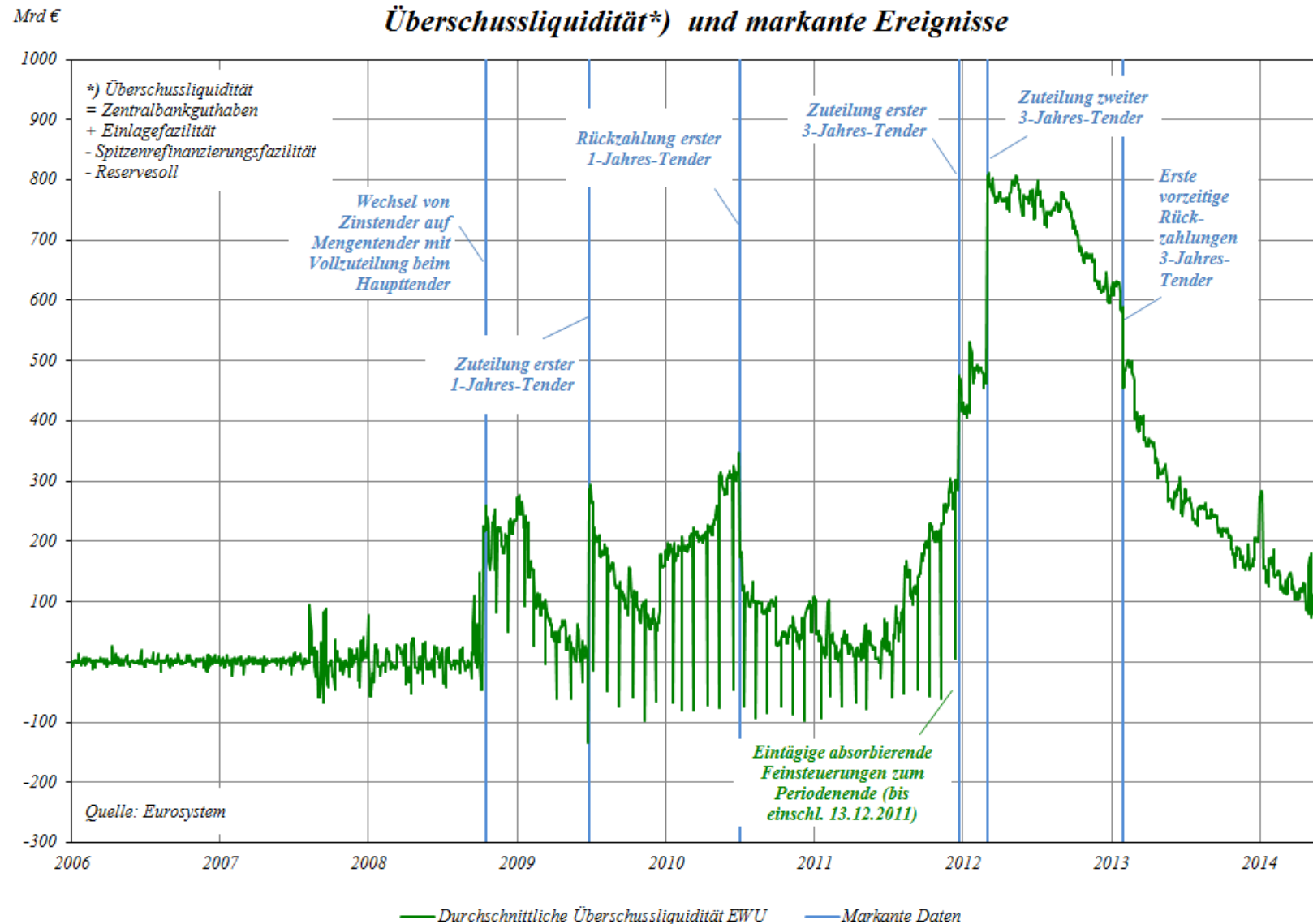
Folgen für die Liquiditätssteuerung:

- Höhe der Liquiditätsbereitstellung allein nach Maßgabe der Kreditinstitute
- Zum Teil starker Anstieg der Überschussliquidität und ihrer Volatilität
- Kurzfristige Zinssätze sanken deutlich unter den Hauptrefinanzierungssatz und orientierten sich meist am Satz der Einlagefazilität
- Deutliche Verbilligung der Zentralbankrefinanzierung
- Segmentierung zwischen Kreditinstituten, die auf Zentralbankrefinanzierung angewiesen sind, und solchen, die sich günstig am Geldmarkt refinanzieren können

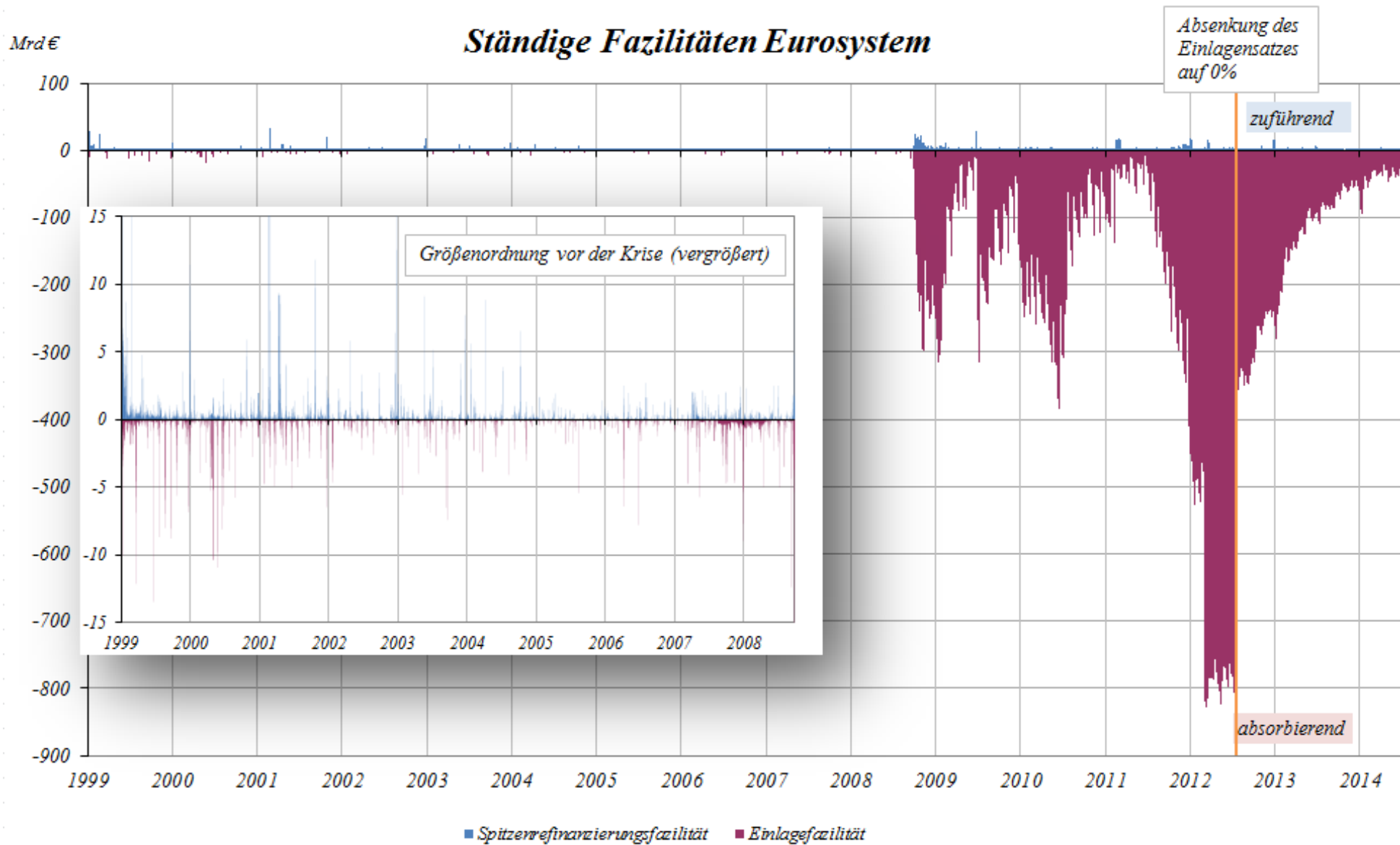
Krisenbedingte Liquiditätsbereitstellung – geldpolitische Operationen des Eurosystems



Überschussliquidität als zusätzliche Liquiditätsversorgung durch das Eurosystem – über den rechnerischen Bedarf hinaus

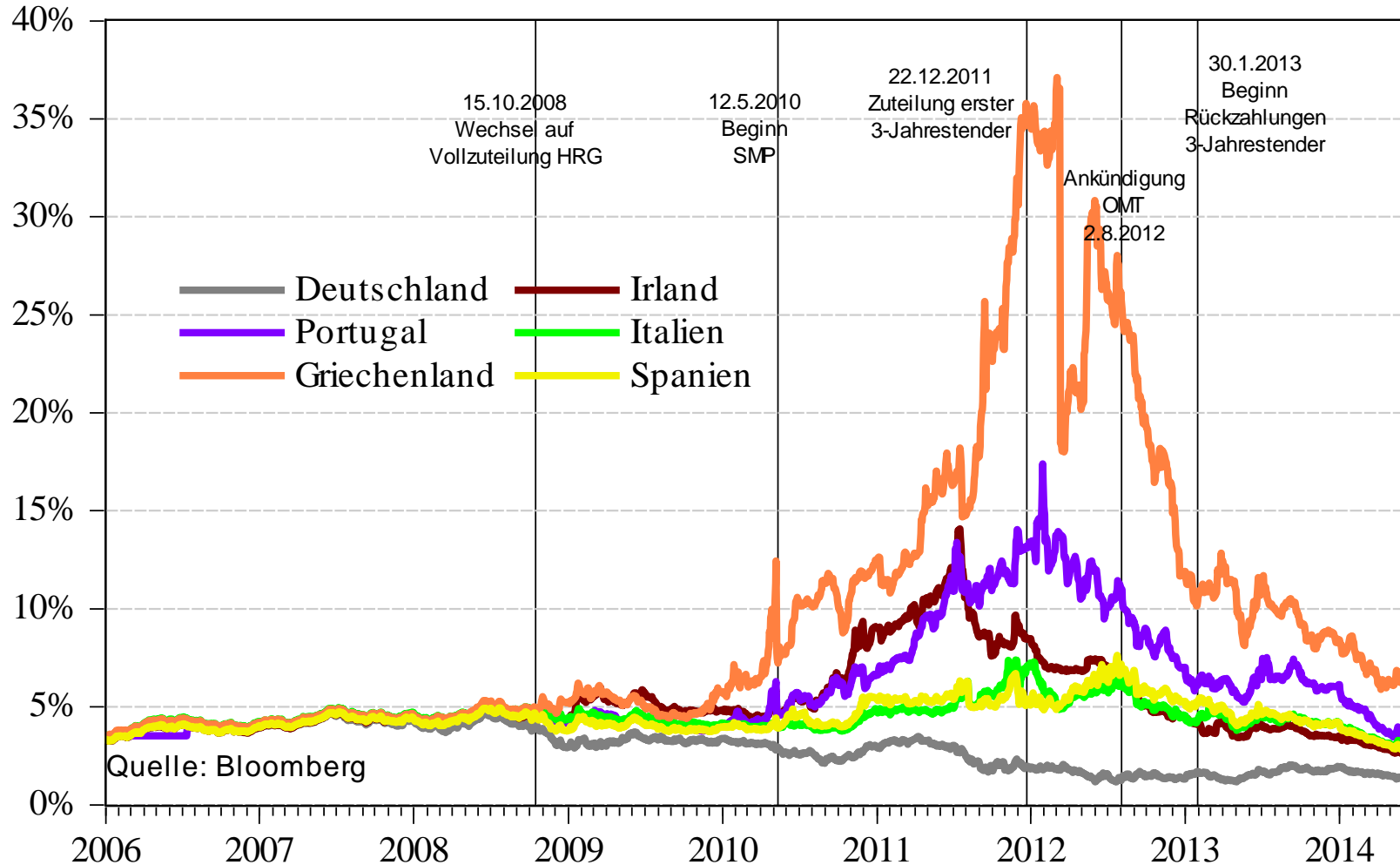


Überschüssige Liquidität spiegelt sich in der Nutzung der Einlagefazilität wider



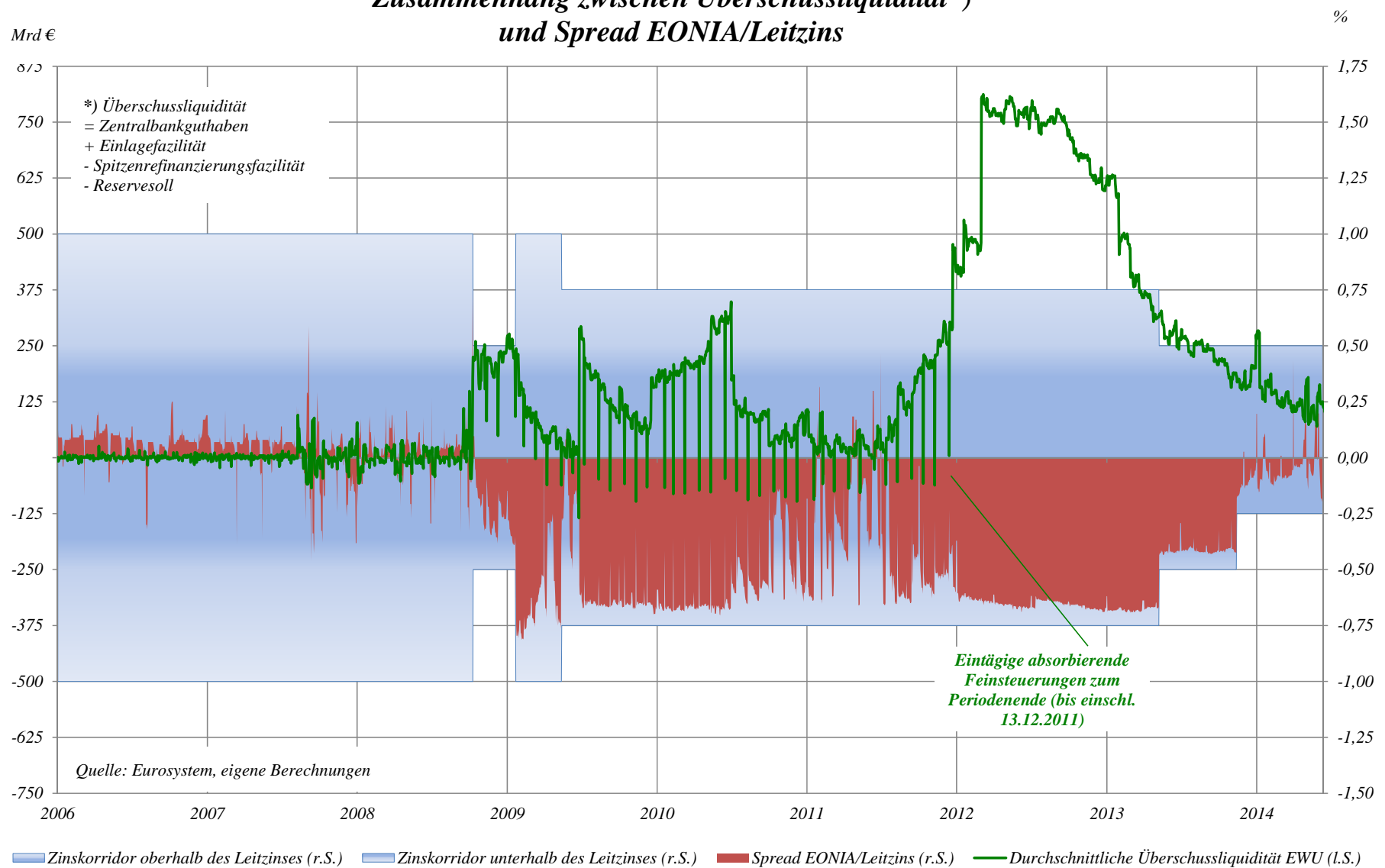
Geldpolitische Sondermaßnahmen mit Folgewirkungen für andere Marktsegmente

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



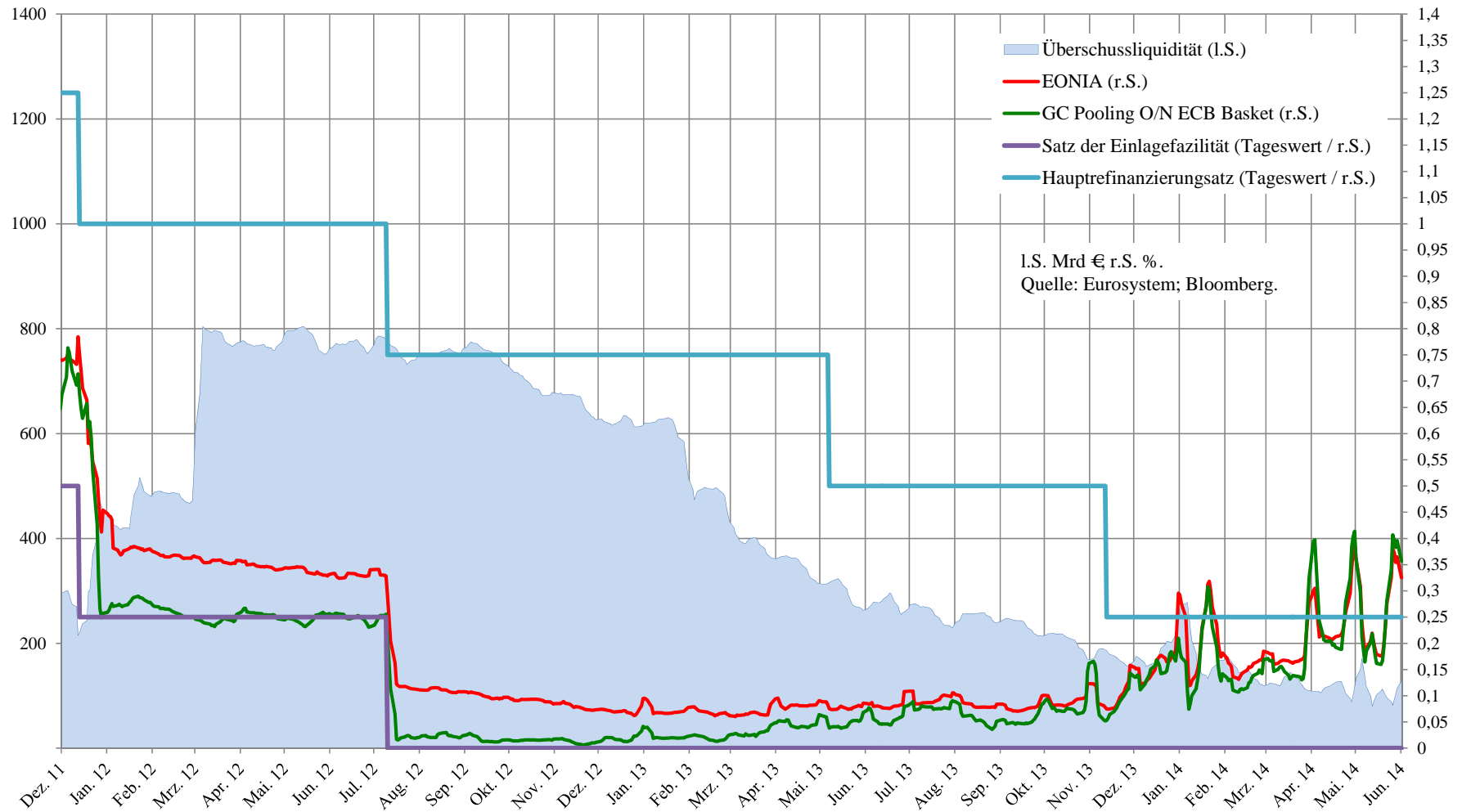
Einlagesatz als Richtgröße bei hoher Überschussliquidität

Zusammenhang zwischen Überschussliquidität*)
und Spread EONIA/Leitzins

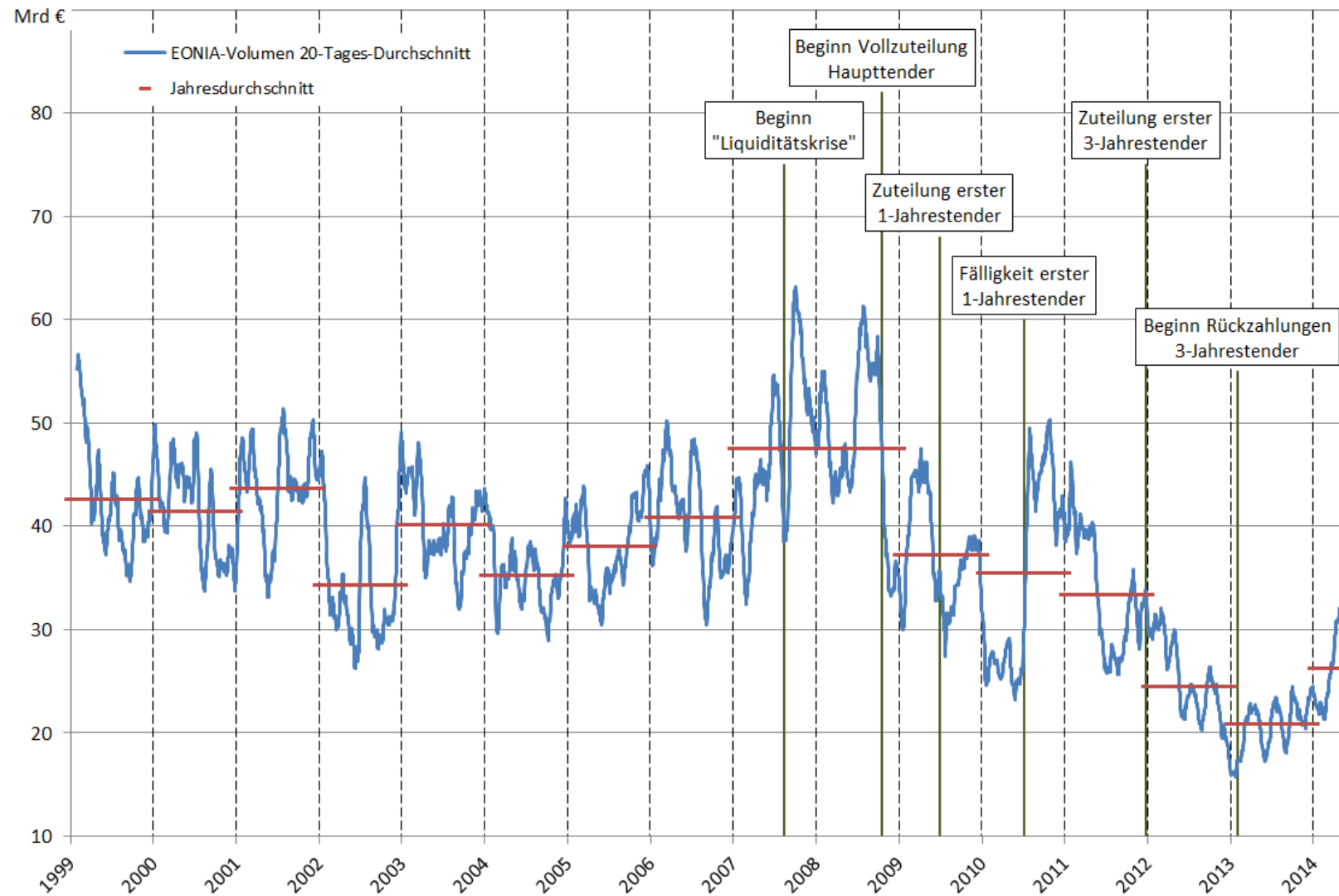


Reaktionen auf die geldpolitischen Beschlüsse des Eurosystems – Überschussliquidität und Geldmarktzinsen

Überschussliquidität und Geldmarktzinse (gleitende 5-Tages-Durchschnitte)

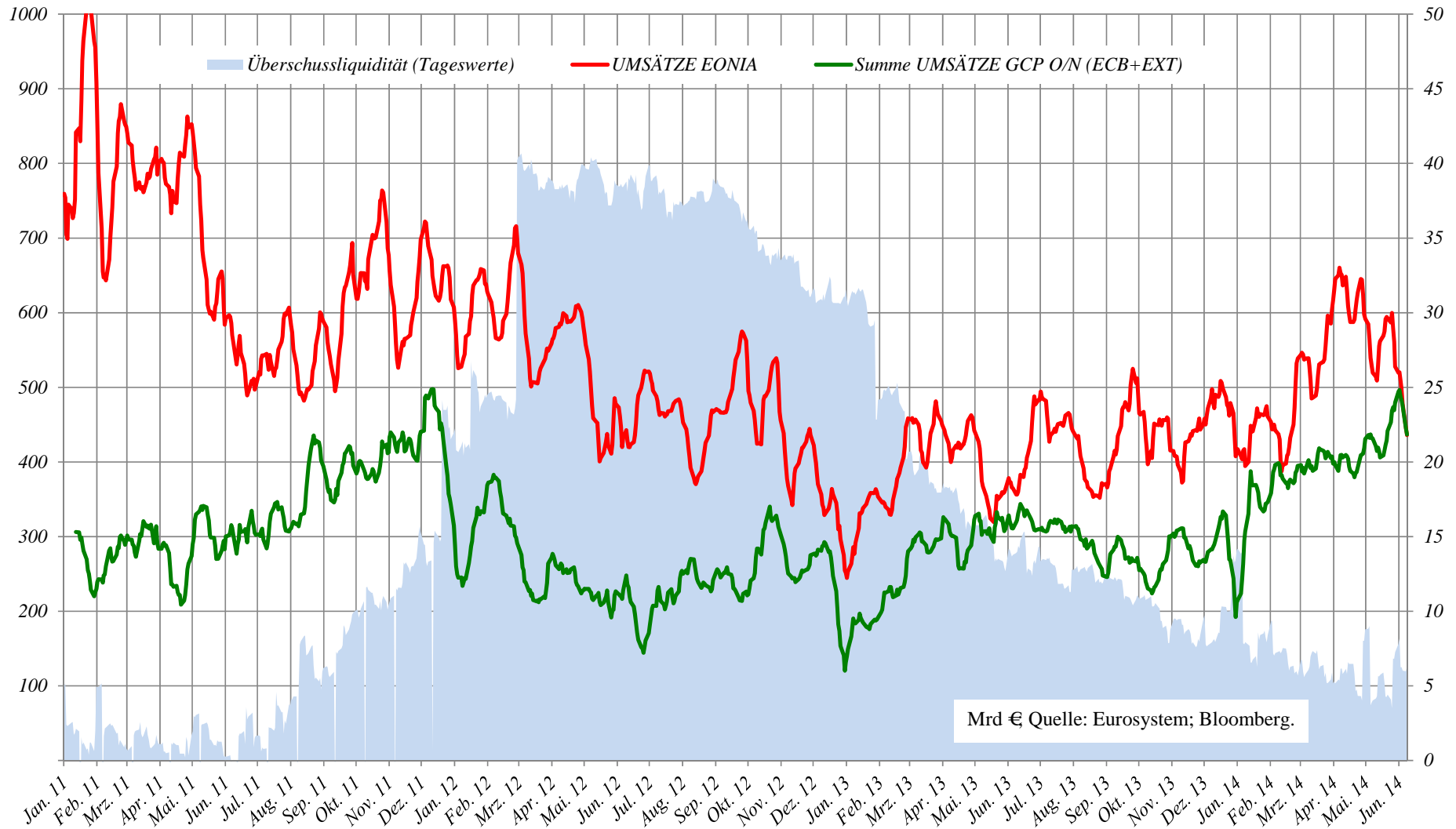


EONIA-Umsätze durch hohe Überschussliquidität rückläufig, jüngst Anstieg beobachtbar



Auch bei den besicherten Tagesgeldumsätzen Anstiege in den vergangenen Monaten sichtbar

Überschussliquidität und Geldmarktumsätze (gleitende 10-Tages-Durchschnitte)



3. Phase:

Geldmarktsteuerung im Euroraum – quo vadis?

EZB-Ratsentscheidungen im Juni 2014 und (mögliche) Folgen

EZBR-Beschlüsse vom 5. Juni 2014

- Erweiterung konventioneller und unkonventioneller Maßnahmen

Zinsentscheid: Negativer Einlagesatz und Rückkehr zu symmetrischem Korridor

Hauptrefinanzierungssatz sinkt von 0,25% auf 0,15%

Spitzenrefinanzierungssatz sinkt von 0,75% auf 0,4%

Einlagesatz sinkt von 0,0% auf -0,1%

Weitere (Sonder-)Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe:

Verstärkung der „Forward Guidance“

Vollzuteilung in den regulären MROs und 3-Monats-LTROs wird bis mindestens Ende 2016 verlängert; Sterilisierung des SMP-Liquiditätseffekts wird ausgesetzt (Liquiditätsvolumen rd. 165 Mrd €)

Gezielte Refinanzierungsgeschäfte (*targeted* LTROs)

Banken erhalten zinsgünstige langfristige Kredite mit einer Laufzeit von etwa vier Jahren, sofern sie Kredite an den nicht-finanziellen privaten Sektor vergeben (ohne Wohnungsbaukredite an private Haushalte)

Erweiterung des geldpolitischen Sicherheitenrahmens verlängert

Bestehende temporäre Ausweitung des geldpolitischen Sicherheitenrahmens wird mindestens bis Ende 2018 beibehalten

ABS-Ankäufe (falls nötig!)

Eventuelles Ankaufprogramm für einfache, transparente und real unterlegte Verbriefungen wird weiter vorbereitet

EZBR-Beschlüsse vom 5. Juni 2014

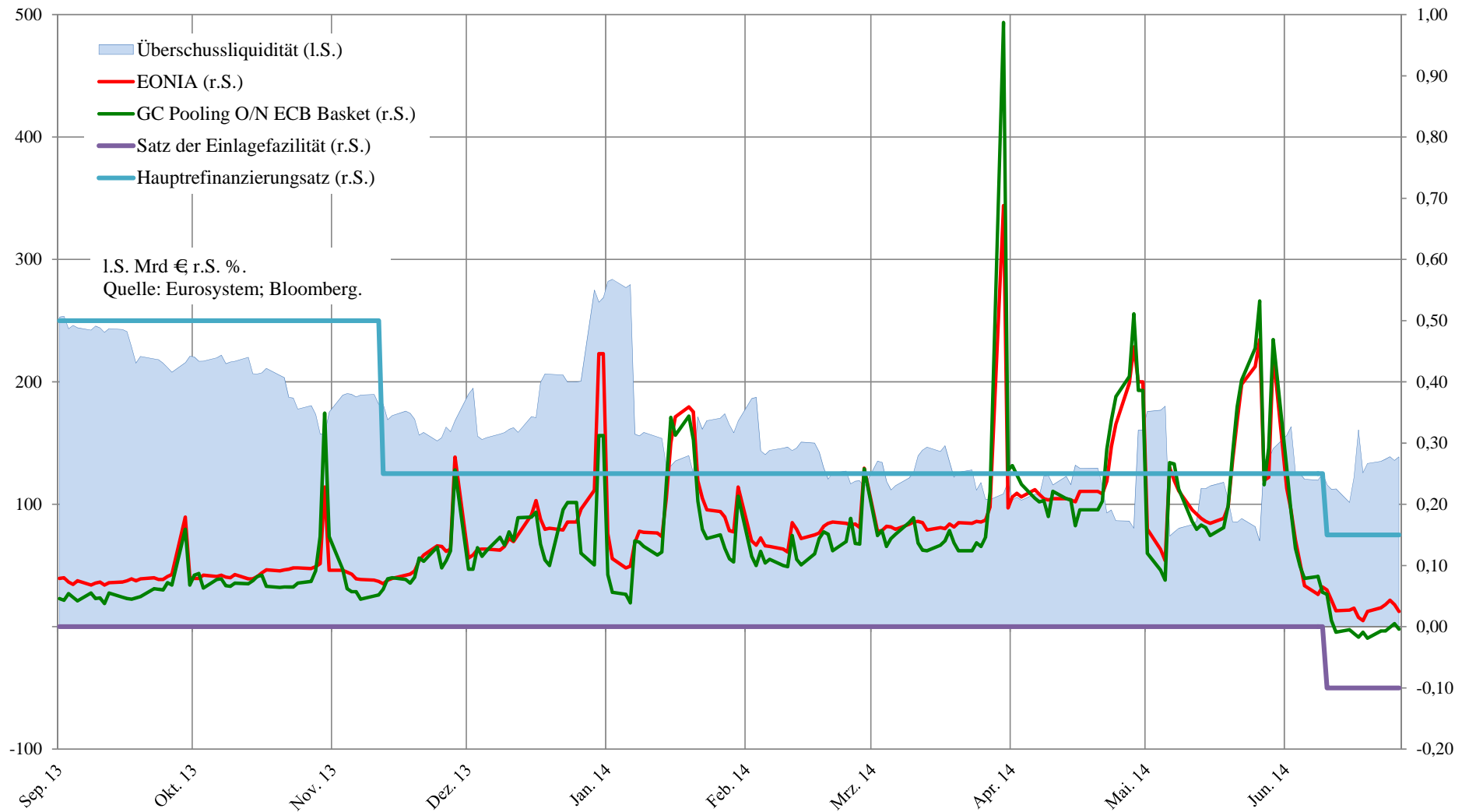
- Ausgestaltung der targeted LTROs

Bereits kommunizierte Modalitäten:

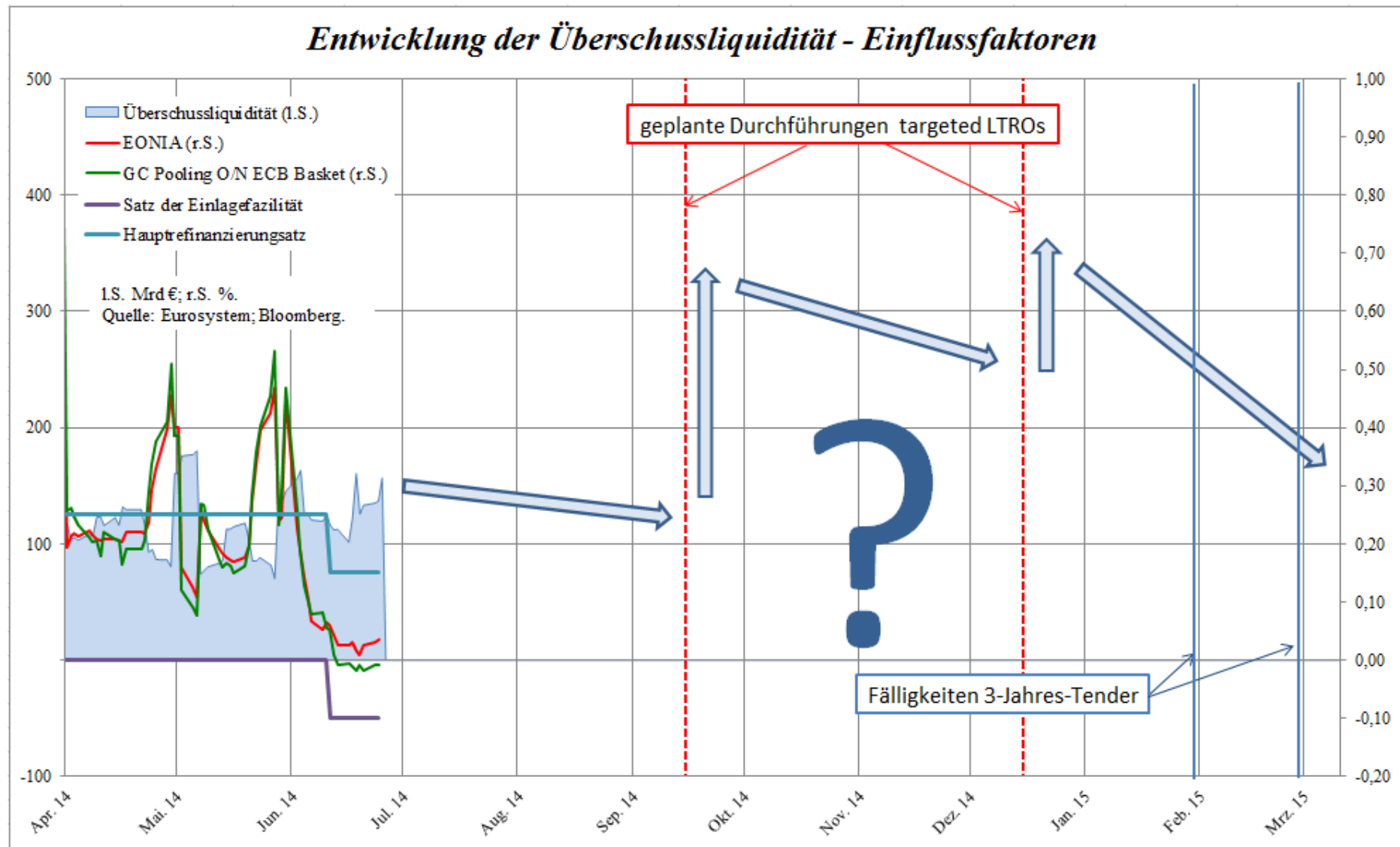
Anzahl	Acht Geschäfte (zwei Tender im September und Dezember 2014, sechs Tender vierteljährlich zwischen März 2015 und Juni 2016).
Laufzeit	Bis zu vier Jahren (gemeinsames Laufzeitende aller Tender im September 2018).
Verzinsung	Bei Zuteilung eines Geschäfts gültiger MRO-Satz zzgl. eines festen Aufschlags von 10 Basispunkten. Keine Indexierung über die Laufzeit.
Volumen	<ul style="list-style-type: none">– Anfängliche Mittel („<i>initial allowance</i>“) i. H. v. max. 7% des Betrags ihrer am 30. April 2014 ausstehenden anrechenbaren Kredite, nur abrufbar in den ersten beiden Tendern im Herbst 2014.– Zusätzliche Mittel („<i>additional allowance</i>“) abrufbar in den Tendern ab Anfang 2015 i. H.v. max. dem Dreifachen der über eine Referenzgröße („<i>benchmark</i>“) hinausgehenden Nettokreditvergabe zwischen dem 30. April 2014 und den Stichtagen für die Zuteilung; Referenzgröße abhängig von der Entwicklung der Kreditvergabe in den 12 Monaten vor dem 30. April 2014.
Vorzeitige Rückzahlungen	<ul style="list-style-type: none">– Freiwillige Rückzahlungen für jedes Geschäft erstmals nach 24 Monaten, danach halbjährlich.– Verpflichtende Rückzahlung im September 2016, falls Nettoneukreditvergabe zwischen dem 1. Mai 2014 und dem 30. April 2016 unterhalb des Referenzwertes verbleibt.

Bisherige Entwicklung der Tagesgeldsätze

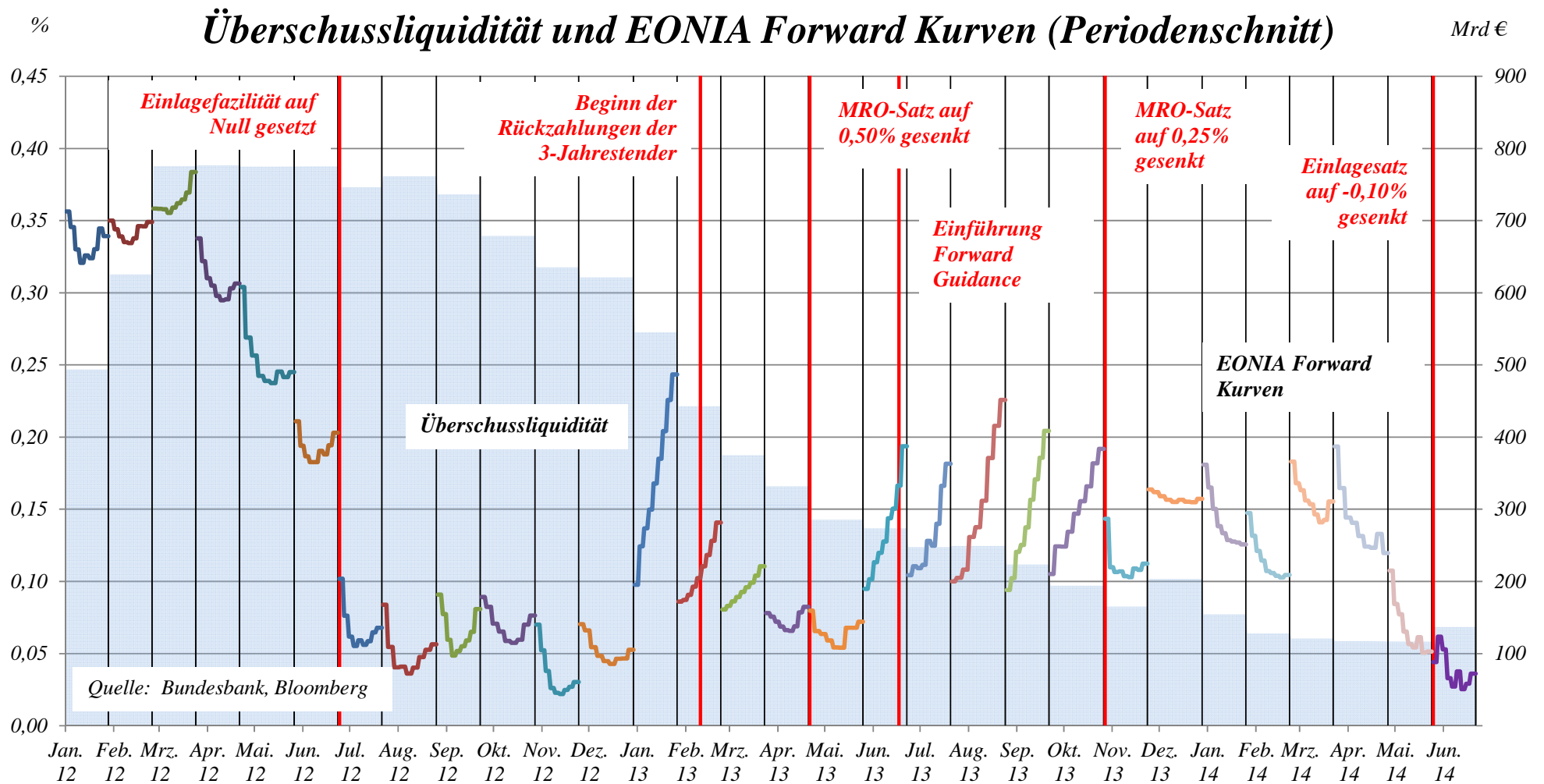
Überschussliquidität und Geldmarktsätze (Tageswerte)



Überschussliquidität und Tagesgeld – quo vadis?



Zinserwartungen und Überschusliquidität



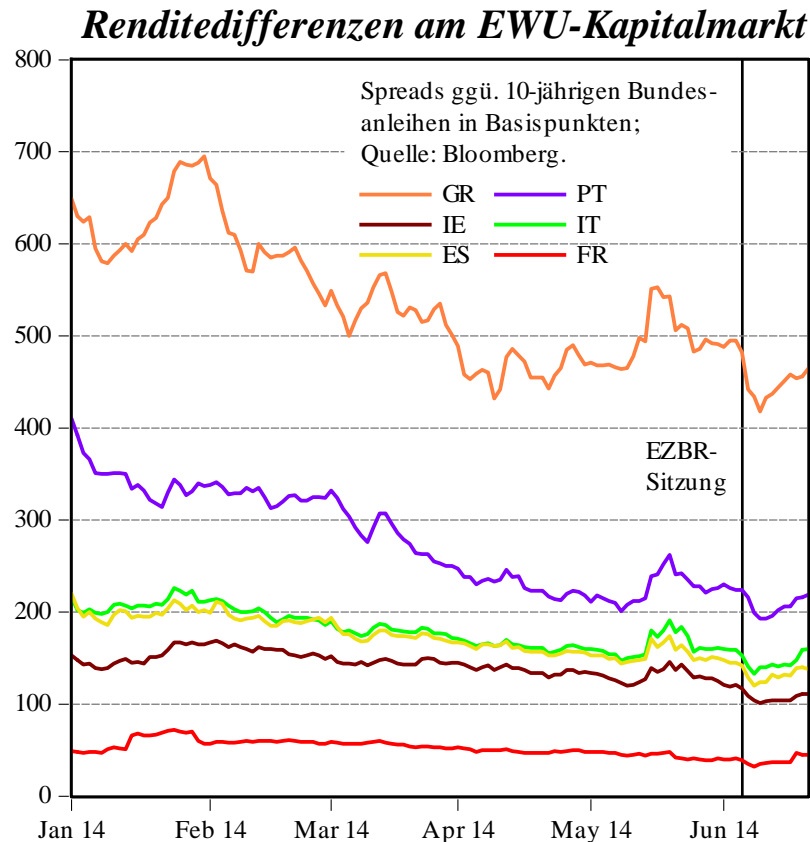
Hinweis: Kurve MP Juni/Juli 2014 auf Basis der ersten elf Handelstage

Fazit

- Liquiditätsbereitstellende geldpolitische Sondermaßnahmen haben die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems in der Krise gewährleistet
- **Maßnahmen** waren insgesamt durchaus **begründet**
- Allerdings sind **damit** auch erhebliche **negative Anreize verbunden**
- **Derzeit Abkehr von** krisenbedingten **Sondermaßnahmen nicht absehbar**
- Perspektivisch stellt sich die **Frage, inwieweit** das **Eurosystem** durch Finanzierung der Banken über den rechnerischen Bedarf hinaus **in den Wettbewerb** zwischen den Kreditinstituten **eingreifen darf**

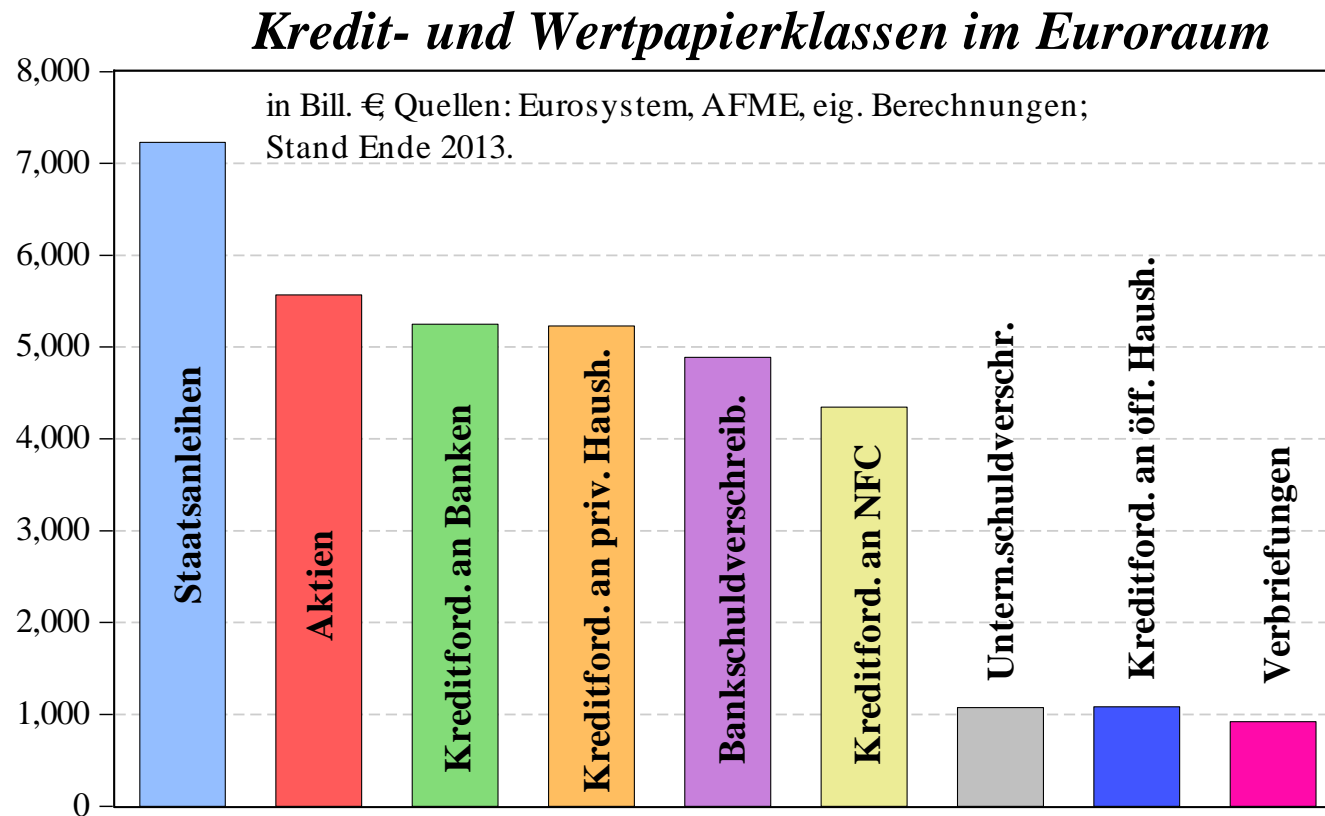
- **Normalisierung am Geldmarkt muss unterstützen werden** – auch für die **Reduktion bestehender Ineffizienzen** im Banken- und Finanzsystem durch den Wettbewerb und **Verbesserung der Wachstumsperspektiven im Euroraum**

Exkurs: Reaktionen auf die geldpolitischen Beschlüsse des Eurosystems



		Vorkrisen-niveau (30.10.09)	Maximum 2011/2012	Aktuell	Änd. seit 04.06.2014
2 Jahre	GR	12	37,751		
	IE	49	2,203	25	-18
	PT	-8	2,083	84	-26
	ES	15	671	56	-9
	IT	23	720	64	-6
	BE	5	461	6	-4
	FR	5	152	9	-5
	AT	5	154	6	-2
DE (in %)		1.30%	1.91%	0.04%	-0.02%
10 Jahre	GR	143	3,581	465	-31
	IE	147	1,143	111	-10
	PT	56	1,560	219	-5
	ES	57	639	138	-7
	IT	70	553	160	+1
	BE	40	360	46	-7
	FR	31	190	45	+4
	AT	35	185	31	-5
DE (in %)		3.24%	3.49%	1.34%	-0.09%

Exkurs: Assetankäufe? Ein Größenvergleich ...

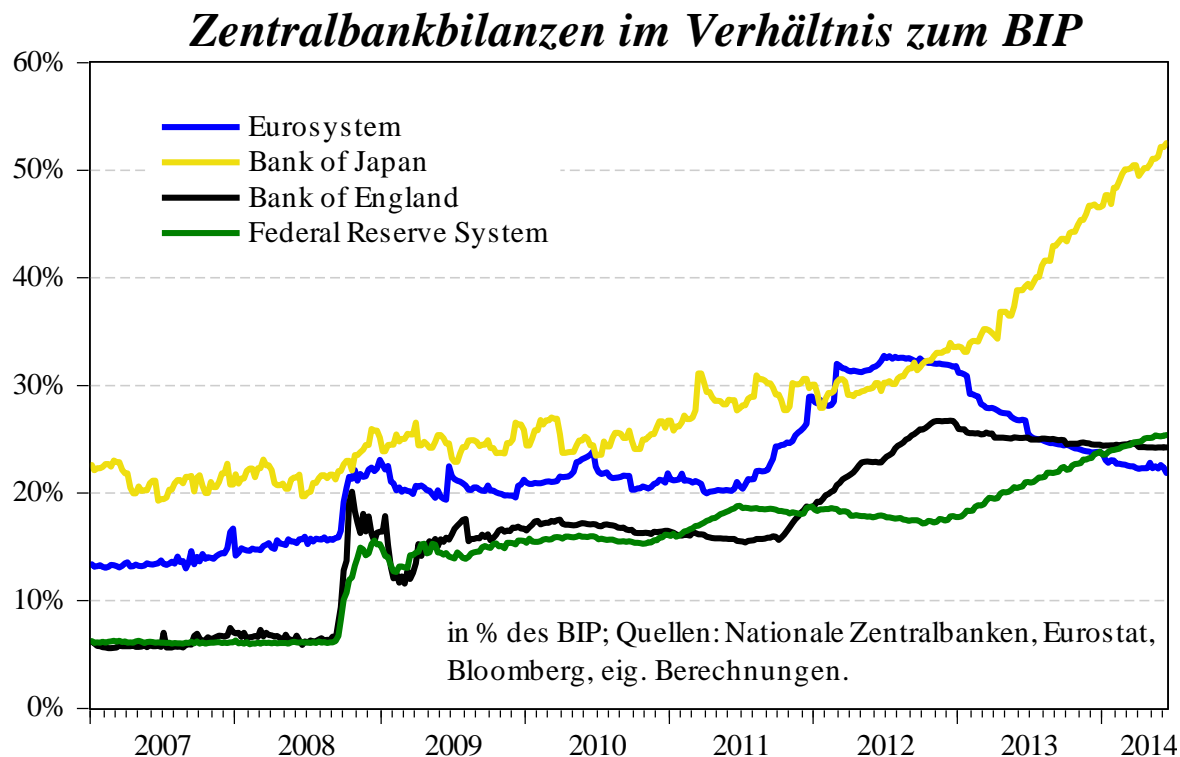


Nachrichtlich:

Aggregierte Bilanz der Banken im Euroraum: 30,4 Bill. € (konsolidiert 24,6 Bill. €)

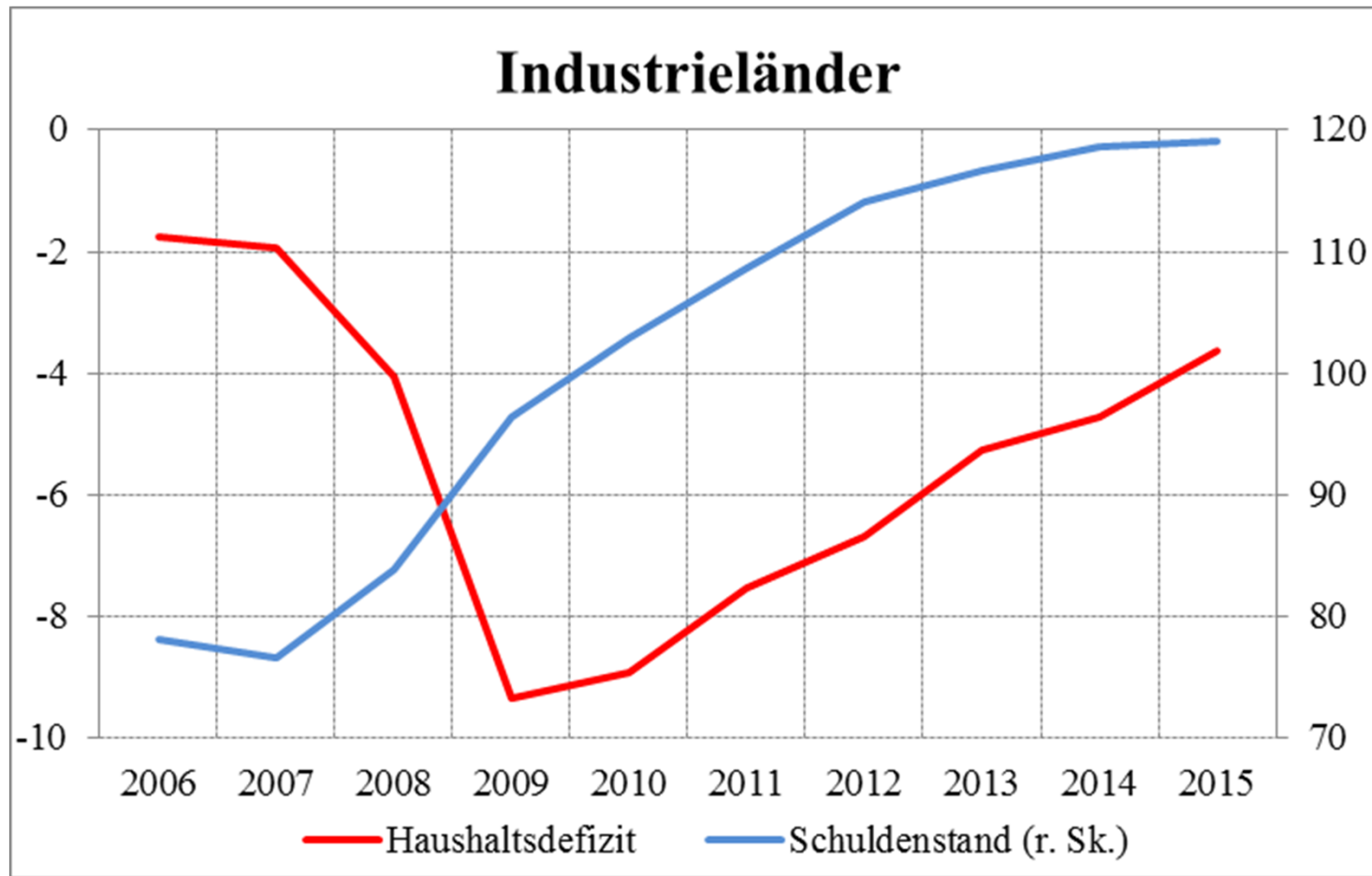
Aggregierte Bilanz des Eurosystems: 4,1 Bill. € (konsolidiert 2,3 Bill. €)

Exkurs: Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen im Spiegel der Bilanz



Zentralbanken/Jahresbeginn	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Aktuell	Faktor
Federal Reserve System (in Mrd \$)	874	894	2.266	2.237	2.423	2.928	2.909	4.033	4.341	5,1
Eurosystem (in Mrd €)	1.151	1.501	2.043	1.852	2.004	2.736	3.018	2.285	2.124	1,8
Bank of Japan (in Bio ¥)	116	106	128	124	127	141	158	223	256	2,2
Bank of England (in Mrd £)	86	102	238	238	247	290	410	402	403	4,7

Exkurs: „Fiskalpolitik der Industrieländer auf dem richtigen Weg, jedoch weitere Anstrengungen erforderlich“



Gewichteter Durchschnitt auf Basis des BIP von 2005 und der Kaufkraftparitäten von Australien, Österreich, Belgien, Kanada, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Griechenland, Irland, Italien, Japan, den Niederlanden, Neuseeland, Norwegen, Portugal, Spanien, Schweden, Schweiz, Großbritannien und den Vereinigten Staaten. Zahlen für 2014 und 2015 Projektionen.

Exkurs: „Fortschritte bei der Reduzierung der Haushaltsdefizite, Schuldenstände dennoch auf Rekordniveau“

