

Illing, Gerhard; König, Philipp Johann

Article

Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort

DIW Wochenbericht

Provided in Cooperation with:

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

Suggested Citation: Illing, Gerhard; König, Philipp Johann (2014) : Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 81, Iss. 24, pp. 541-554

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/98696>

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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

Die Europäische Zentralbank als Lender of Last Resort

Von Gerhard Illing und Philipp König

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im Zuge der europäischen Schuldenkrise in den vergangenen Jahren massiv an Bedeutung gewonnen. Der sich zuspitzende Verlauf der Krise vor allem in den südlichen Ländern des Euroraums zwang die EZB zu Maßnahmen, die die geldpolitischen Aktivitäten einer Notenbank während ruhigerer Zeiten weit überschritten – besonders in ihrer Funktion als Lender of Last Resort (Kreditgeber letzter Instanz). So stellte die EZB dem Bankensektor nahezu unbegrenzt Liquidität zur Verfügung und kaufte Staatsanleihen der Krisenländer. Schließlich folgte im Sommer des Jahres 2012 das Versprechen, im Rahmen ihres Mandats alles zu tun, um den Euro als gemeinsame Währung zu retten. Diese Ankündigung stabilisierte die Finanzmärkte und Krisenstaaten vorläufig. Dennoch ist die EZB im Vergleich zu anderen Notenbanken in ihren Aktivitäten gehemmt: Anders als etwa die US-amerikanische Federal Reserve hat die Europäische Zentralbank keinen institutionell verankerten fiskalischen Rückhalt. Ihre Maßnahmen sind daher durch die maximalen Verluste, die sie selbst schultern kann, begrenzt. Das bedeutet auch, dass sich die EZB in deutlich stärkerem Maße als andere Zentralbanken gegen etwaige finanzielle Risiken aus ihren geldpolitischen Geschäften absichern muss. Insbesondere während einer Krise schränkt dies ihren Handlungsspielraum bei der Erfüllung ihres Mandats – die Sicherung der Preisstabilität – ein. Darüber hinaus hat die EZB mit der Ankündigung, gegebenenfalls und gegen strikte Auflagen Staatsanleihen von Krisenländern des Euroraums zu erwerben, auch die Rolle eines Lender of Last Resort für Staaten übernommen. Sie sah sich dazu genötigt, da der Euroraum nicht über eine entsprechende Institution verfügte, die gleichermaßen in der Lage gewesen wäre, eine Zuspitzung der Krise und die Gefahr eines Auseinanderbrechens der Währungsunion zu vermeiden. Gleichzeitig ist jedoch fraglich, ob die EZB das Mandat für diese Rolle besitzt. Der Europäische Stabilitätsmechanismus wäre zwar grundsätzlich prädestiniert, in künftigen Krisen als Lender of Last Resort für Staaten aufzutreten, muss jedoch, um diese Funktion voll ausfüllen zu können, Zugang zu Krediten der EZB erhalten.

Der vorliegende Bericht erscheint als Teil einer Serie von Wochenberichten des DIW Berlin, die sich mit Elementen einer Strategie für eine institutionelle Neuordnung des Euroraums beschäftigt.¹

Die vorrangige Aufgabe der Europäischen Zentralbank² ist die Sicherung der Preisstabilität. Entscheidende Voraussetzungen dafür sind ein stabiles Banken- und Finanzsystem und damit einhergehend ein funktionierender geldpolitischer Transmissionskanal, da eine Zentralbank das allgemeine Preisniveau beziehungsweise die Inflationsrate nur indirekt kontrollieren kann.³ Preis- und Finanzstabilität⁴ sind also komplementäre Ziele: Ohne ein reibungslos funktionierendes Finanzsystem ist die Übertragung geldpolitischer Impulse nur schwer möglich; gleichzeitig ist eine stabile Preisentwicklung eine wesentliche Voraussetzung für die Verankerung von Preiserwartungen und die Preisbildung im Finanzsektor.⁵ Um Geschäftsbanken in einer Krise vor Zahlungsunfähigkeit und damit das Finanzsystem vor schwerwiegendem Schaden und Ansteckungseffek-

¹ Siehe Fichtner, F., Fratzscher, M., Podstawski, M. und Ulbricht, D. (2014): Den Euroraum zukunftsfähig machen. DIW Wochenbericht 24/2014.

² Im folgenden Text werden die Begriffe „EZB“ und „Eurosistem“ der Einfachheit halber synonym verwendet.

³ Mittels Festlegung ihrer Leitzinsen setzt eine Zentralbank den Preis, den Banken für das Ausleihen von Zentralbankgeld bezahlen müssen. Dadurch beeinflusst sie wiederum die Zinsen auf dem Interbankenmarkt; über Arbitragebeziehungen auf den Finanzmärkten wirken sich diese Zinsänderungen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve auch auf längerfristige Zinsen aus und beeinflussen schließlich Investitions-, Spar- und Konsumentscheidungen und somit auch Preis- und Lohnänderungen in der Volkswirtschaft.

⁴ Allgemein versteht man unter Finanzstabilität einen Zustand, in dem das Finanzsystem über Preissetzung, Allokation und das Management finanzieller Risiken (Liquiditätsrisiken, Kreditausfallrisiken, Zins- und Wechselkursrisiken etc.) eine weitgehend reibungslose Allokation realer Ressourcen ermöglicht, siehe Schinasi, G. (2004): Defining Financial Stability. IMF Working Paper, WP 04/187, Internationaler Währungsfond, Oktober 2004.

⁵ Hyman Minsky hat angeführt, dass Preisstabilität sogar zu Instabilität im Finanzsektor führen kann, wenn die durch höhere Preisstabilität induzierte geringere makroökonomische Volatilität als Reduktion der Risiken wahrgenommen wird und Finanzinstitute in der Folge ihre Risikoübernahme erhöhen. Dies sollte allerdings kein Argument sein, von einem Ziel stabiler Preise abzuweichen, sondern spricht eher für ein stärkeres Gewicht auf Finanzstabilität in der Zielfunktion der Zentralbank und zusätzliche makroprudenzielle Regulierung, siehe u. a. Goodhart, C. (2014): Lessons for Monetary Policy from the Euro Area Crisis. *Journal of Macroeconomics*, 39 (Part B).

ten zu bewahren, übt eine Zentralbank während einer Krise die Rolle des Lender of Last Resort (LLR) aus.⁶

Liquiditätskrisen und sich selbsterfüllende Erwartungen

Banken finanzieren langlaufende, illiquide und häufig nichtmarktfähige Anlagen mittels kurzlaufender, jederzeit zum Nennwert in das gesetzliche Zahlungsmittel umtauschbarer Verbindlichkeiten. Diese Bilanzstruktur macht Banken fragil, da ihr wirtschaftliches Überleben in besonderem Maße von den Erwartungen der Anleger abhängt: Solange diese davon ausgehen, dass eine Bank ihre Verbindlichkeiten stets erfüllen kann, besteht kein Anlass, Einlagen abzuziehen. Anders sieht es aus, wenn das Vertrauen plötzlich verloren geht und eine Insolvenz der Bank befürchtet wird. Da Geldinstitute üblicherweise nur einen geringen Teil ihrer Einlagen durch Barmittel oder schnell liquidierbare Anlagen decken, kann ein übermäßiger Abzug von Einlagen eine Bank tatsächlich in den Konkurs treiben. Folglich können sich Banken, entsprechend der Anlegererwartungen, in verschiedenen, sich selbsterfüllenden Gleichgewichten wiederfinden: In einem Gleichgewicht geraten sie nicht in Liquiditätsschwierigkeiten, in dem anderen werden sie selbst dann illiquide und bankrott, wenn sie normalerweise solvent gewesen wären.⁷

Ist eine Bank einem massiven Abzug ihrer Verbindlichkeiten ausgesetzt, so ist ihr meist auch der Zugang zum Interbankenmarkt, auf dem sich die Finanzinstitute gegenseitig Geld leihen, versperrt. In einer systemischen, also das ganze Bankensystem betreffenden, Krise kann der Interbankenmarkt unter Umständen sogar ganz zusammenbrechen. In solchen Fällen kann sich eine Bank nur noch durch den Verkauf ihrer Vermögenswerte, etwa Teile des Kreditportfolios, Liquidität beschaffen. Da sie solche Anlagen aber unter Umständen unterhalb der entsprechenden Fundament-

werte verkaufen muss, drohen erhebliche Verluste, die das Liquiditätsproblem der Bank zu einem Solvenzproblem verschärfen können. Veräußern mehrere Finanzinstitute gleichzeitig ähnliche Vermögenswerte, sinken die Preise und machen weitere Notverkäufe nötig – eine Abwärtsspirale entsteht.⁸

Eine Zentralbank als Lender of Last Resort

Die einzige Institution, die in einer solchen Abwärtsspirale noch in der Lage ist, die Nachfrage nach sicheren und liquiden Anlagen zu bedienen, den Bankensektor zu stützen und die Finanzstabilität wiederherzustellen, ist die Zentralbank in der Ausübung ihrer Funktion als Lender of Last Resort. Da eine Zentralbank, aufgrund des ihr übertragenen Monopols zur Ausgabe des gesetzlichen Zahlungsmittels, niemals in ihrer eigenen Währung zahlungsunfähig werden kann, ist sie in der Lage, durch die Bereitstellung zusätzlichen Zentralbankgeldes die Auswirkungen einer Bankenkrise zu mildern und das Eintreten eines „schlechten“ Gleichgewichts zu verhindern. Die LLR-Funktion leitet sich somit direkt ab aus der Übertragung des Monopols zur Emission des gesetzlichen Zahlungsmittels an die Zentralbank und der sich daraus ergebenden strukturellen Abhängigkeit des Bankensektors von der Zentralbank.

Um ihren Geschäften nachgehen zu können, benötigen Banken immer ein Minimum an Zentralbankliquidität. Diese stellt eine Notenbank üblicherweise im Rahmen ihres Liquiditätsmanagements in ausreichender Menge bereit. In Zeiten ohne Finanzmarkturbulenzen genügt es, dem Geschäftsbankensektor genau so viel Zentralbankliquidität zur Verfügung zu stellen, wie dieser im Aggregat benötigt. Die Zuteilung der bereitgestellten Liquidität zwischen den einzelnen Banken wird dann dem Interbankenmarkt überlassen.⁹

Die LLR-Funktion der Zentralbank kann daher als Fortführung ihres Liquiditätsmanagements während einer Krise aufgefasst werden, wenn die Funktionsfähigkeit der üblicherweise zur geldpolitischen Implementierung genutzten Institutionen des Finanzsystems beeinträchtigt ist und die Gefahr individueller oder systemischer Liquiditätskrisen besteht. Der Übergang vom regulären Liquiditätsmanagement einer Zentralbank hin zur Ausübung der Funktion des Lender of Last Resort verläuft

⁶ Siehe Hawtrey, R. (1932): *The Art of Central Banking*. Frank Cass and Company Ltd., Oxford, 2. Aufl. (1962), 123.

⁷ Siehe Diamond, D. und Dybvig, P. (1983): *Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity*. *Journal of Political Economy*, 91, 401–419; Rochet, J.-C., Vives, X. (2004): *Coordination Failures and the Lender of Last Resort – Was Bagehot Right after all?* *Journal of the European Economic Association*, 6 (2), 1116–1147; Allen, F. und Gale, D. (????): *Understanding Financial Crises*. Clarendon Lectures in Finance, Oxford University Press. Bank-Runs von Kleinkunden, wie sie noch bis in die 1930er Jahre in den Industrieländern auftraten, können heute durch staatliche Einlagenversicherungen weitgehend unterbunden werden. Problematisch sind dagegen „elektronische Bank-Runs“, ausgelöst durch institutionelle Einleger, Geldmarktfonds oder andere Banken, die nicht durch staatliche Einlagensicherungen geschützt werden und deren Einlagen meist innerhalb einer sehr kurzen Zeitspanne abgezogen werden können; ein Beispiel ist der Fall der britischen Bank „Northern Rock“, geschildert in Shin, H.-S. (2009): *Reflections on Northern Rock: The Bank-Run that heralded the Global Financial Crisis*. *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1), 101–119.

⁸ Brunnermeier, M., Pedersen, L.H. (2009): *Market and Funding Liquidity*. *The Review of Financial Studies*, 22, 2201–2238; Morris, S., Shin, H.-S. (2004): *Liquidity Black Holes*. *Review of Finance*, 8 (1), 1–18; *Geneva Reports on the World Economy* 11 (2009): *The Fundamental Principles of Financial Regulation*. Centre for Economic Policy Research.

⁹ Siehe Bindseil, U. (2004): *Monetary Policy Implementation – Theory, Past and Present*. London; für eine kurze Übersicht auch Fratzscher, M., König, P., Lambert, C. (2013): *Liquiditätsmanagement des Eurosystems im Zeichen der Krise*. DIW Wochenbericht Nr. 44/2013.

somit im Gleichschritt mit den Entwicklungen einer Krise. Die wichtigsten Änderungen gegenüber Nicht-Krisenzeiten sind:

- Die Sicherung der Finanzstabilität erhält ein stärkeres Gewicht in der Zielfunktion der Zentralbank. Dass diese dem Bankensektor zur Sicherung der Finanzstabilität nun deutlich mehr Liquidität bereitstellt, dient letztlich der Preisstabilität. Was normalerweise höhere Inflationsraten verursachen könnte, ist während einer Finanzkrise gerade entscheidend, um Preisstabilität zu sichern.
- Das Liquiditätsmanagement hat einen weniger regelgebundenen Charakter, sondern unterliegt in größerem Ausmaß Ermessensentscheidungen der Zentralbank.
- Die finanziellen Risiken der Zentralbank steigen. Sie vergibt in zunehmendem Maße Kredite an solche Banken, die keinen Marktzugang mehr haben und ein höheres Ausfallrisiko darstellen. Darüber hinaus steigen während einer systemischen Krise ohnehin sämtliche Kreditausfallrisiken und die Korrelation zwischen Ausfallrisiken der Kreditnehmer und deren hinterlegter Sicherheiten. Ausgelöst durch unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen erweitert die Zentralbank zudem ihre Bilanz um zusätzliche Risikopositionen.¹⁰
- Die Zentralbank ersetzt in zunehmendem Maße den Interbankenmarkt. Da angeschlagene Kreditinstitute ihre Liquiditätsabflüsse nicht mehr über den Markt ausgleichen können, erhöhen sie ihre Kreditaufnahme bei der Zentralbank. Umgekehrt können die gesunden Banken ihre Liquiditätszuflüsse nicht weiterverleihen und legen sie bei der Zentralbank an, die somit sowohl die Angebots- als auch die Nachfrageseite ersetzt.¹¹

Maßnahmen der Europäischen Zentralbank während der Krise

Grundsätzlich können LLR-Maßnahmen danach unterschieden werden, ob sie die Zentralbank für alle Banken gleichermaßen zur Verfügung stellt oder gezielt auf eine Bank ausgerichtet.¹² Speziell auf einzelne Kreditinstitute ausgerichtete Maßnahmen werden häufig auch in Nichtkrisenzeiten bereitgestellt, um unerwartet auftretenden Liquiditätsproblemen einzelner Finanzinstitute begegnen zu können (Kasten 1). Wie die meisten anderen Zentralbanken zielte die EZB mit ihren Maß-

nahmen während der Krise vor allem auf den gesamten Bankensektor.

Sommer 2007 – Herbst 2008

Die erste Phase der Krise zwischen Sommer 2007 und Herbst 2008 war durch eine zunehmende Unsicherheit auf den Finanzmärkten und damit einhergehend steigenden Risikoprämien geprägt. Um etwaigen Liquiditätsschocks vorzubeugen, erhöhten die Banken im Euro-Raum ihre Liquiditätsreserven über das Mindestmaß hinaus und senkten so ihren Liquiditätsbedarf gegen Ende einer Reserveperiode¹³ (Abbildung 1). Die EZB reagierte darauf, indem sie überdurchschnittlich viel Liquidität zu Beginn der Reserveperioden bereitstellte, ohne jedoch die Gesamtmenge während der jeweiligen Perioden zu erhöhen. Zu Beginn des Jahres 2008 verlängerte die EZB zudem die durchschnittliche Laufzeit ihrer Refinanzierungsgeschäfte, wodurch die Unsicherheit über die künftig verfügbare Liquidität weiter sank.

Herbst 2008 – Frühjahr 2010

Mit dem Zusammenbruch der US-Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 verschärfte sich die Finanzmarktlage; die Kreditrisiko- und Liquiditätsprämien stiegen massiv an und die Interbankenmärkte brachen weltweit zusammen. Die EZB begegnete diesen Entwicklungen mit einem Maßnahmenpaket:

- Sie beschränkt die zur Verfügung gestellte Liquidität nicht mehr: Banken können sich seitdem bis zur Höhe ihrer verfügbaren zentralbankfähigen Sicherheiten Zentralbankgeld leihen. Über dieses Vollzuteilungsverfahren übernimmt die EZB eine Pufferfunktion für Schocks, die während normaler Zeiten der Markt auffangen würde. Das Vollzuteilungsverfahren ermöglicht einen erheblichen Aufbau an Überschussliquidität.¹⁴ Entsprechend erhöhte sich im Verlauf der Krise auch die Inanspruchnahme der EZB-Einlagefazilität, bei der die Banken ihr Geld sicher anlegen können, deutlich (Abbildung 2).

¹³ Die als Geschäftspartner des Eurosystems zugelassenen Banken müssen im Durchschnitt über einen bestimmten Zeitraum (sogenannte Reserveperiode) einen Mindestbetrag auf ihrem Zentralbankkonto vorhalten. Dieser beträgt gegenwärtig ein Prozent der Reservebasis, die aus den Einlagen der Institute ermittelt wird; siehe EZB (2012): The implementation of monetary policy in the euro area – General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures.

¹⁴ Mit dem Begriff „Überschussliquidität“ wird die Differenz aus der bereitgestellten Liquidität und der von den Banken im Durchschnitt einer Reserveperiode im Aggregat benötigten Liquidität bezeichnet. Letztere kann aus der Bilanz des Eurosystems berechnet werden als Differenz zwischen den aggregierten Offenmarktgeschäften und den durchschnittlichen Mindestreserven und den auf der Passivseite der EZB saldierten autonomen Faktoren (Liquiditätsverändernde Faktoren, die nicht der geldpolitischen Steuerung unterliegen). In Abbildung 2 spiegelt sich dies in einem Anstieg der Reservekonten und Einlagefazilität wider.

¹⁰ Siehe Bindseil, U., König, P. (2012): Target2 and the European Sovereign Debt Crisis. Kredit und Kapital, 45 (2), 135–174.

¹¹ Bindseil, U., König, P., ebd., 144 ff.

¹² Bindseil, U. (2007): Central bank financial crisis management – a practical perspective with risk management focus. Unveröffentlichtes Manuskript, www.wiwi.uni-frankfurt.de/professoren/wieland/vfs/papers2008/Bindseil.pdf.

Kasten 1

Emergency Liquidity Assistance (ELA)

Die Emergency Liquidity Assistance (ELA) stellt die bislang einzige und wichtigste Maßnahme der Europäischen Zentralbank dar, die gezielt auf die Liquiditätsbereitstellung für einzelne Banken ausgerichtet ist. Häufig wird die EZB-Funktion als Lender of Last Resort (LLR) mit der ELA gleichgesetzt.¹

Die Vergabe von ELA-Krediten geschieht, anders als bei sämtlichen anderen geldpolitischen Geschäften, ausschließlich durch die jeweilige nationale Zentralbank.² Diese Kredite richten sich im Prinzip nur an illiquide, aber solvente Banken. Über die jeweiligen Konditionen (Umfang, hinterlegte Sicherheiten, Risikoabschläge, Zins), zu denen ELA-Kredite vergeben werden, entscheiden in erster Linie nur die nationalen Zentralbanken, die folgerichtig auch alleine für die damit verbundenen Risiken haften; eine Risikoteilung entsprechend des Kapitalschlüssels der EZB, wie bei anderen geldpolitischen Geschäften, gibt es in diesem Fall nicht.

Da die EZB bereits im Rahmen ihres normalen Liquiditätsmanagements die Spitzenrefinanzierungsfazilität bereitstellt, bei der Banken über Nacht jede gewünschte Menge an Liquidität erhalten können, solange sie über entsprechende zentralbankfähige Sicherheiten verfügen, wird eine Bank üblicherweise nur dann ELA-Kredite in Anspruch nehmen, wenn sie ihren Sicherheitenpool voll ausgeschöpft hat. Hier liegt ein wesentlicher Kritikpunkt dieser Operationen: Eine Bank, die ihre zentralbankfähigen Sicherheiten bereits vollständig ausgeschöpft hat, dürfte mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht nur ein Liquiditätsproblem haben, sondern tatsächlich auch ein Solvenzproblem. Letzteres würde wiederum in den Kompetenzbereich nationaler Aufsichtsbehörden und des Fiskus fallen und nicht in den Aufgabenbereich der nationalen Zentralbanken. Die ELA eröffnet somit einem Mitgliedstaat die Möglichkeit, die Lösung eines Solvenzproblems einer Bank zu verschleppen, indem das Land seine nationale Zentralbank in quasi-fiskalische Aufgaben drängt. Dieses Problem wird insbesondere dann relevant, wenn die Abwicklung einer Bank mit hohen fiskalischen Kosten behaftet ist, die den Staatshaushalt stark belasten würden. Zwar darf auch eine ELA-Vergabe nicht gegen das Verbot monetärer Staatsfinanzierung (Art. 123, AEUV) verstoßen, allerdings ist die Abgrenzung hier weitaus schwieriger als in anderen

Fällen³ und ein Missbrauch zum Zwecke monetärer Staatsfinanzierung nur schwer nachzuweisen. Hinzu kommt, dass die Vergabe von ELA-Krediten intransparent ist. Allgemein besteht kein Anspruch einer Bank auf deren Gewährung. Die EZB beziehungsweise die nationalen Zentralbanken verfolgen dabei das Konzept „konstruktiver Ambiguität (Mehrdeutigkeit)“: Es gibt keine expliziten Kriterien, wann und an wen ELA-Kredite vergeben werden. Dadurch soll einem etwaigen moralischen Risiko vorgebeugt werden, das eintreten würde, wenn Banken die ELA-Gewährung bereits *ex ante* antizipieren und sich folglich risikoreicher verhalten würden.⁴ Allerdings werden die meisten ELA-Vergaben trotzdem irgendwann bekannt, während Ablehnungen nicht an die Öffentlichkeit gelangen. Dies schwächt den Ansatz konstruktiver Ambiguität zur Vermeidung moralischen Risikos. Erst wenn tatsächlich transparent ist, dass ELA-Gesuche überhaupt abgelehnt werden können, kann sich eine Bank nicht mehr sicher sein, im Krisenfall tatsächlich Liquiditätshilfen zu bekommen.

Gleichzeitig untergräbt die Anwendung konstruktiver Ambiguität aber auch die Möglichkeit, über ein explizites Bekenntnis zur LLR-Funktion die Erwartungen der Marktteilnehmer zu steuern. Über den Erwartungskanal kann die Zentralbank wesentlich dazu beitragen, dass es erst gar nicht zur Entstehung eines „schlechten“ Gleichgewichts kommt, da Marktteilnehmer von vornherein wissen, dass Liquiditätsprobleme nicht auftreten können. Zwar ist nicht auszuschließen, dass die Existenz von ELA auch unter konstruktiver Ambiguität einen Einfluss auf die Erwartungen der Marktteilnehmer hat; allerdings vergibt die Zentralbank mit dieser Praxis die Möglichkeit, Erwartungen präzise zu steuern.

Aufgrund der Gefahr, für fiskalpolitische Zwecke missbraucht zu werden, und der mit ihr verbundenen Intransparenz ist die ELA-Fazilität daher kritisch zu bewerten. Die Frage, wie effektiv der Ansatz konstruktiver Mehrdeutigkeit zur Vermeidung eines potentiellen moralischen Risikos tatsächlich ist, ist bis jetzt nicht ausreichend geklärt.

Andererseits ist aber durchaus auch nachvollziehbar, warum die nationalen Zentralbanken und die EZB bislang an der

¹ So zum Beispiel Goodhart, C. (1999): Myths about the Lender of Last Resort. *International Finance* 2 (3), 339–360.

² Der Gouverneursrat der EZB kann ELA-Vergaben oberhalb einer Schwelle von zwei Milliarden Euro mit einer Zweidrittelmehrheit einschränken oder unterbinden.

³ Der offensichtlichste Fall monetärer Staatsfinanzierung wäre beispielsweise der Kauf von Staatsanleihen auf dem Primärmarkt durch die Zentralbank.

⁴ ECB (2008): *Monthly Bulletin: 10th Anniversary of the ECB*, 123.

gegenwärtigen Praxis festhalten.⁵ Zwischen dem Bestand an zentralbankfähigen Sicherheiten und der Insolvenz einer Bank besteht kein unmittelbarer Zusammenhang. Demzufolge hält sich die Zentralbank die Möglichkeit offen, eine illiquide Bank trotz eines erschöpften Sicherheitenpools zu stützen. Um Dritte aber vor Verlusten infolge einer fehlerhaften Vergabe von ELA-Krediten an insolvente Banken zu schützen, verbleibt das Risiko dieser Vergabe bei der entsprechenden nationalen Zentralbank. Daraus leitet sich dann ebenfalls ab, dass diese auch die entsprechenden Konditionen bestimmen können muss.

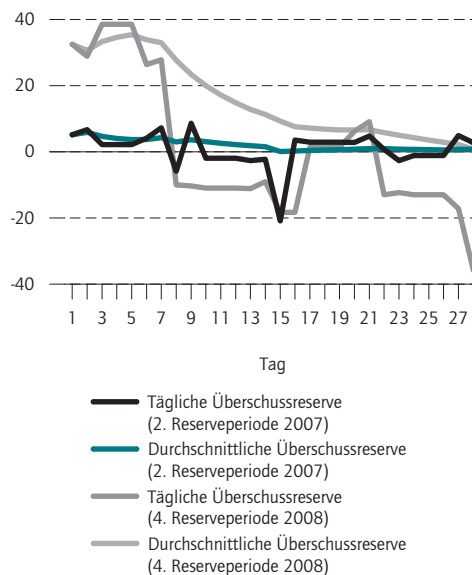
Trotzdem scheint es dringend nötig, die ELA-Praxis im Euroraum zu überdenken und neu zu ordnen. Erstens sollte die Transparenz der Vergaben erhöht werden – wenn dies nicht unmittelbar möglich ist, so sollten Vergaben und Ablehnungen wenigstens mit einer gewissen Verzögerung öffentlich gemacht werden. Zweitens sollte die ELA, wie alle anderen geldpolitischen Operationen auch, unter die Kontrolle der EZB gestellt werden, damit diese einem etwaigen Missbrauch vorbeugen kann. Dies impliziert auch, dass Risiken aus ELA entsprechend des Kapital-schlüssels geteilt werden. Drittens sollten bestimmte Regeln bereits vorab festgelegt werden – insbesondere die ELA-fähigen Sicherheiten und die entsprechenden Risikoabschläge. Der Sicherheitenrahmen kann durchaus breit angelegt sein. Allerdings würde eine Vorabfestlegung bessere Möglichkeiten bieten, Fälle von Insolvenz auszuschließen und gleichzeitig einen zusätzlichen Anreiz für Banken darstellen, sich vorsichtiger zu verhalten.

⁵ Während der Krise kam es in einer Reihe von Ländern zu einer starken Nutzung der ELA. Darunter Deutschland, Irland, Zypern und Griechenland, siehe: Unicredit Research (2012): Digging into ELA. Economic Special, May 2012, www.research.unicreditgroup.eu/DocsKey/economics_docs_2012_127006.ashx?KEY=C814Q131Ejqlm_1zIJDBJDmMnEO6thgFdPjpWWIIVc%3D&EXT=pdf oder Morgan Stanley Research (2010): Emergency Liquidity Provision in the Euro Area. November 2010, http://estatico.vozpopuli.com/upload/Luis_Rey/emergency-liquidity-assistance.pdf

Abbildung 1

Typische Überschussreservehaltung¹ vor und während der Krise

In Milliarden Euro



¹ Die Überschussreserve ist die Differenz zwischen Reservehaltung und Mindestreserve. Die dargestellten Reserveperioden haben eine Länge von jeweils 28 Tagen. Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Während der Finanzkrise erhöhten viele Banken ihre Liquiditätsreserven zu Beginn der Reserveperiode über das Mindestmaß hinaus.

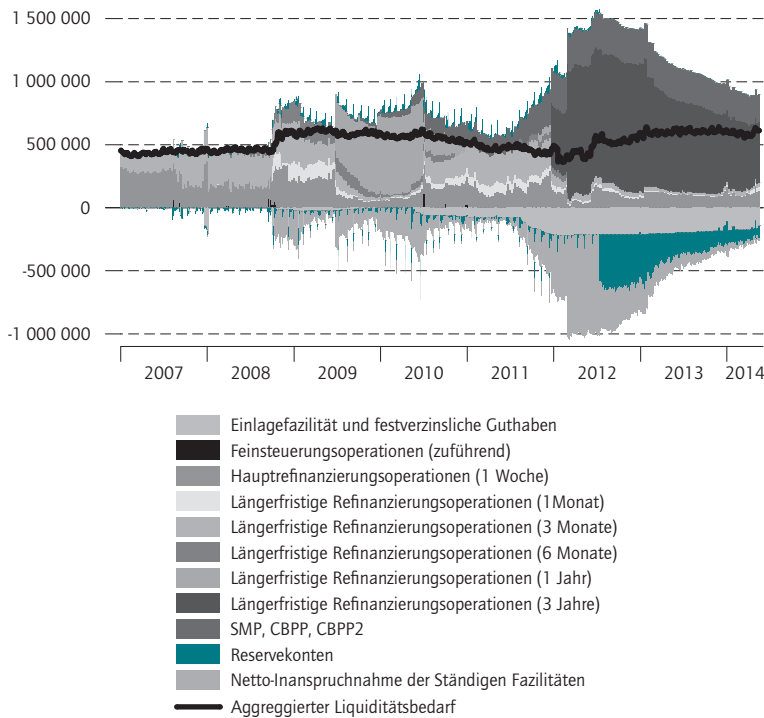
- Die EZB verlängerte die durchschnittliche Laufzeit geldpolitischer Geschäfte, indem sie zusätzliche Geschäfte zu Laufzeiten von sechs Monaten und einem Jahr einführte. Dadurch sank die Unsicherheit der Banken über die zukünftig verfügbare Liquidität.
- Im Rahmen von Kooperationen mit anderen Zentralbanken stellte die EZB den Banken des Euroraums Fremdwährungsliquidität bereit.
- Die Liste der Sicherheiten, die Banken bei der EZB hinterlegen können, wurde ausgeweitet. Dadurch senkte die EZB die Liquiditätsprämien zusätzlicher Klassen von Vermögenswerten und vergrößerte die potentielle Verfügbarkeit von Liquidität (Abbildung 3).
- Schließlich kaufte die EZB Pfandbriefe (CBP-Programm), um die Finanzierungsbedingungen in diesem für Banken bedeutenden Marktsegment zu verbessern (Abbildung 4).¹⁵

¹⁵ EZB (2010): The ECB's response to the financial crisis. Monthly Bulletin, Oktober 2010, 59-74.

Abbildung 2

Geldpolitische Geschäfte der Europäischen Zentralbank

In Milliarden Euro (liquiditätsabsorbierende Operationen mit negativem Vorzeichen)



Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die EZB stellt den Banken vor allem seit 2012 deutlich mehr Liquidität bereit.

Die nachlassenden Spannungen auf den Finanzmärkten veranlassten die EZB Ende des Jahres 2009 dazu, sich langsam wieder dem üblichen Liquiditätsmanagement anzunähern: Fremdwährungsliquidität stellte sie nicht länger bereit, zusätzliche längerfristige Refinanzierungsgeschäfte wurden nicht mehr aufgelegt und die Vollzuteilung zum festen Zinssatz in den regulären dreimonatigen Operationen aufgehoben.

Seit Frühjahr 2010

Im Frühjahr 2010 verschärfte sich die Krise im Euro-Raum jedoch erneut und entwickelte sich nun zu einer Schuldenkrise des privaten und öffentlichen Sektors. Dabei verstärkten sich insbesondere Probleme der Staaten und Banken gegenseitig: Die hohen Kursverluste der Staatsanleihen der Krisenländer als Folge steigender Risikoprämien setzten die jeweiligen heimischen Banken unter Druck, da diese hohe Bestände heimischer Staatsanleihen hielten; die Probleme im Bankensektor wiederum belasteten die nationalen Haushalte,

vor allem durch hohe Garantieverprechen der Regierungen. In der Folge fragmentierten sich die Finanzmärkte zusehends entlang nationaler Grenzen innerhalb des Euroraums. Die von der EZB bereitgestellte Liquidität – ganz im Sinne der Funktion als Lender of Last Resort – wurde nun zunehmend von Banken nachgefragt, die in den Krisenländern Griechenland, Irland, Portugal, Spanien, Italien und Zypern beheimatet waren, während die überschüssige Liquidität insbesondere den Banken in Deutschland, Finnland, Luxemburg und den Niederlanden zufluss (Abbildung 5). Bereits im Jahr 2010 verwarf die EZB ihre Rückkehr zum normalen Liquiditätsmanagement und führte noch weitergehende Maßnahmen ein:

- Die durchschnittliche Laufzeit der Refinanzierungsgeschäfte verlängerte die EZB durch neue Geschäfte mit drei-, sechs-, und sogar zwölf- und 36-monatiger Laufzeit erneut. Die Operationen mit 36-monatiger Laufzeit wurden zudem erstmals mit einer Rückzahlungsoption ausgestattet, sodass Banken nicht benötigte Liquidität vorzeitig zurückgeben konnten (Abbildung 2).
- Darüber hinaus führte die EZB auch die Vollzuteilung in diesen Geschäften wieder ein und beschloss explizit, diese über einen längeren Zeitraum (aktuell bis mindestens Juli 2015) beizubehalten.¹⁶
- Erneut gewährte die EZB über Kooperationen mit der amerikanischen Notenbank den Banken im Euro-Raum günstige Dollarliquidität.
- Im Rahmen des Securities Market Programme (SMP) kaufte die EZB Staatsanleihen der Krisenländer auf dem Sekundärmarkt und reagierte so auf Störungen des geldpolitischen Übertragungskanal durch übermäßig hohe Anleihezinsen (Abbildung 4).
- Schließlich legte die Zentralbank ein zweites Programm zum Erwerb von Pfandbriefen (CBP-Programm 2) mit einem Volumen von bis zu 40 Milliarden Euro auf. Aufgrund des geringen Angebots an EZB-fähigen Pfandbriefen wurde das Programm aber bereits bei einem Volumen von gut 16 Milliarden Euro beendet (Abbildung 4).¹⁷

EZB hat schwachen fiskalischen Rückhalt

Die Krisenmaßnahmen, die die EZB im Rahmen ihrer Funktion als Lender of Last Resort einsetzt(e), überschreiten die Grenzen ihrer Zentralbanktätigkeit in Nichtkrisenzeiten. Dies wirft grundsätzlichere Fragen auf. Welchen Prinzipien sollen Zentralbanken bei der Ausübung der LLR-Funktion folgen? Wonach soll die Kreditvergabe ausgerichtet werden? Und wie soll die

¹⁶ Draghi, M. (2013): Introductory Statement to ECB press conference, 7. November 2013, www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is131107.en.html.

¹⁷ Siehe Pressemitteilung der EZB vom 31.10.2012, www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr121031_1.en.html

Zentralbank auf die steigenden Risiken ihrer Maßnahmen reagieren – das heißt, wie soll sie die Risikoabschläge auf die Vermögenswerte festlegen, die zur Besicherung ihrer Kredite hinterlegt werden?

Die Prinzipien, an denen sich die Zentralbanken auch in der aktuellen Krise orientiert haben, wurden maßgeblich bereits im 19. Jahrhundert von den britischen Ökonomen Henry Thornton und Walter Bagehot formuliert.¹⁸ Letzterer betonte vor allem die Notwendigkeit, Zentralbankgeld zur Beseitigung einer Panik so freigiebig wie möglich zur Verfügung zu stellen¹⁹ – im Fall der EZB spiegelt sich dieses Prinzip insbesondere im Vollzuteilungsverfahren und den bereitgestellten Fremdwährungskrediten wider.

Darüber hinaus forderte Bagehot, dass Hilfen nur an illiquide, aber solvente Banken vergeben werden sollten.²⁰ In der Praxis ist diese exakte Abgrenzung aber nahezu unmöglich, da bei Finanzinstituten mit Liquiditätsproblemen immer auch der Verdacht einer drohenden Insolvenz im Raum steht.²¹ Unterscheiden könnte die Zentralbank laut Bagehot aber dennoch, indem sie Liquidität nur gegen Sicherheiten vergibt, die in normalen Zeiten marktfähig sind. Problematisch an dieser Abgrenzung ist allerdings, dass ein wesentlicher Teil des Bankgeschäfts Investitionen in nichtmarktfähige Anlagen erfordert. Ferner ist es bei einem diversifizierten Portfolio kaum möglich, von der Überlebensfähigkeit einzelner Anlagen auf die Solvenz der Bank zu schließen, die sich ja gerade aus dem gesamten Portfolio ableitet.

Daher dienen die Sicherheiten vielmehr dazu, zum einen das finanzielle Risiko der Zentralbank zu senken; zum anderen kann eine Ausweitung des Sicherheitenrahmens auch helfen, Liquiditätsprämien in be-

¹⁸ Eine Sammlung wichtiger Schriften zum LLR findet sich in Goodhart, C., Illing, G. (Hrsg.) (2002): *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort: A Reader*. Oxford University Press; Thornton, H. (1802) *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. London; Bagehot, W. (1999 [1873]): *Lombard Street – A Description of the Money Market*. New York.

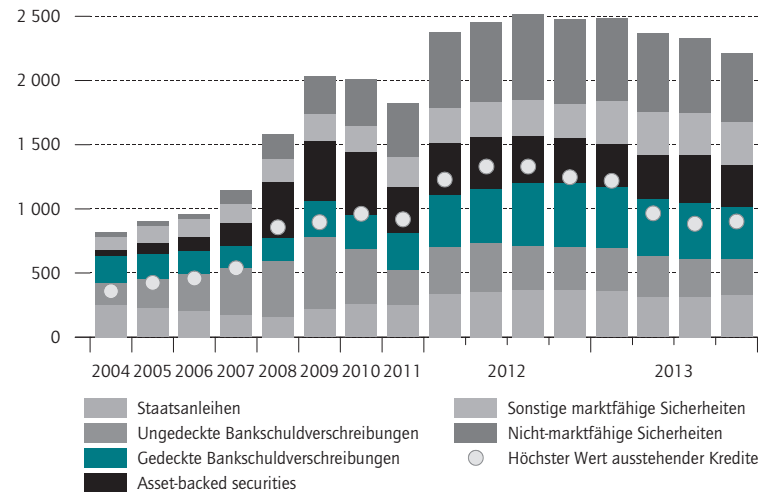
¹⁹ Ebd., 196.

²⁰ Darüber hinaus wird häufig argumentiert, Bagehot habe zusätzlich gefordert, dass Banken einen Strafzins zahlen sollten, damit moralische Risiken vermieden werden können. Dies ist allerdings nur eingeschränkt richtig. Bagehot verlangte zwar, dass ein hoher Zins auf zusätzliche Liquidität gezahlt werden sollte, jedoch zielt seine Begründung nicht auf die Vermeidung moralischer Risiken. Bagehot entwickelte seine Ideen zur Zeit des Goldstandards. Liquiditätsinjektionen bargen somit die Gefahr, die Golddeckung zu reduzieren und Abflüsse von Gold ins Ausland auszulösen. Ein hoher Zins im Inland konnte diesen „external drain“ verhindern. In einem Fiatgeldsystem ist dies nicht mehr notwendig. Zudem wollte Bagehot den Marktmechanismus so weit als möglich aufrechterhalten. Insbesondere wollte er Anreize zur übermäßigen Hortung von Liquidität aus Vorsichtsgründen senken. Auf den Fall einer systemischen Krise, die in einem Zusammenbruch des Interbankenmarkts mündet, ist dies jedoch nicht anwendbar. Folglich nahmen die Zentralbanken während der Krise auch Abstand davon, höhere Zinsen auf zusätzliche Hilfsliquidität zu erheben.

²¹ Goodhart, C. (2002): *Myths about the Lender of Last Resort*. In: Goodhart, C., Illing, G. (2002), a.a.O.

Abbildung 3

Bei der Europäischen Zentralbank hinterlegte Sicherheiten
In Milliarden Euro



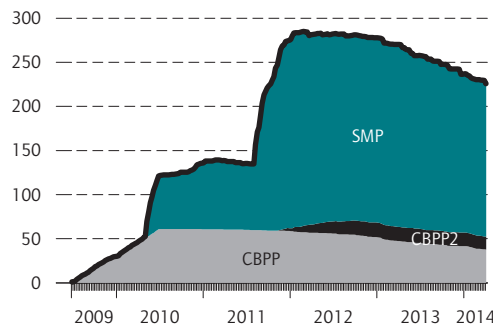
Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die EZB akzeptiert seit der Krise insbesondere deutlich mehr nicht-marktfähige Sicherheiten.

Abbildung 4

Wertpapierkaufprogramme der Europäischen Zentralbank
In Milliarden Euro



Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen des DIW Berlin.

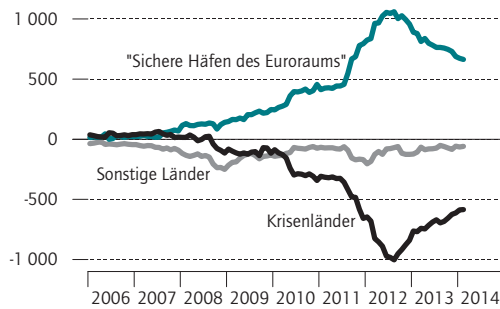
© DIW Berlin 2014

Im Jahr 2009 kaufte die EZB erstmals Pfandbriefe, mit dem SMP-Programm dann ab 2010 auch Staatsanleihen.

Abbildung 5

Targetsalden¹ der Nationalen Notenbanken

In Milliarden Euro



¹ Ein negativer (positiver) Targetsaldo spiegelt Netto-Abflüsse (-Zuflüsse) von Zentralbankliquidität in (aus) andere(n) Länder(n) des Programms wider. „Sichere Häfen des Euroraums“ sind Deutschland, Luxemburg, die Niederlande und Finnland, „Krisenländer“ sind Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien und Zypern. Quellen: Nationale Zentralbanken; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Da das Kapital aus den Krisenländern in die sicheren Häfen strömt, akkumulieren die nationalen Zentralbanken der Krisenländer stark negative und die der sicheren Häfen positive Targetsalden.

stimmten Finanzmarktsegmenten zu reduzieren und so die Finanzierungsbedingungen der Finanzinstitute zu stabilisieren.

Trotz potentieller Verlustrisiken für die Zentralbank formulierte Bagehot daher mit dem sogenannten Trägheitsprinzip eine Minimalanforderung an die Reaktion der Zentralbank: Verschärfte sie ihre Besicherungsstandards während einer Krise im gleichen Ausmaß wie private Institute, würde sie die Liquidität zusätzlich verknappt und damit zu einer Verschlimmerung der Krise beitragen.²²

Bei der Festlegung angemessener Risikoabschläge auf die hinterlegten Sicherheiten zur Verringerung etwaiger Verlustrisiken der Zentralbank besteht das Kernproblem in Schwankungen der Marktpreise für riskante Vermögenswerte, die unabhängig von den Schwankungen der zugrunde liegenden Fundamentaldaten sind: Im Fall von Panikverkäufen verfällt der Marktpreis drastisch;²³ gelingt es dagegen durch Stützungsmaßnahmen, Panikverkäufe zu stoppen, stabilisiert sich der Marktpreis auf einem weitaus höheren, normalen Gleichgewichtsniveau. Daher sollten Risiko-

abschläge auf Sicherheiten nicht am Marktpreis während einer Panik, sondern am Marktpreis nach einer Normalisierung ausgerichtet werden. Einschätzungen über diese Preise können sich im Nachhinein jedoch als falsch erweisen. Selbst bei drastischen Abschlägen auf den Wert der Sicherheiten besteht also die Gefahr von Verlusten. Paradoxerweise kann eine zu konservative Risikoeinschätzung mit hohen Abschlägen auf Sicherheiten sogar größere Verluste herbeiführen, wenn zu zögerliche Interventionen eine Erholung verhindern und sich in der Folge das „schlechte“ Gleichgewicht einstellt. Gelingt es dagegen durch die Bereitschaft zu potentiell unbegrenzter Intervention, eine systemische Krise zu verhindern, können infolge der Rettungsaktion Gewinne erzielt werden, sofern Vermögenswerte in der Krise zu unterbewerteten Preisen gekauft wurden.

Eine besonders bedeutende Frage ist trotzdem, wie mit etwaigen Verlusten aus den Aktivitäten der Zentralbank als Lender of Last Resort umgegangen wird.²⁴ Ihre Fähigkeit, als solcher zu fungieren, wird begrenzt durch die maximalen Verluste, die sie auf sich nehmen kann. Weil solche Verluste letztlich immer der Steuerzahler tragen muss – sei es in Form reduzierter Einnahmen aus Notenbankgewinnen (Seignorage) oder in Form einer Rekapitalisierung der Zentralbank – kommt es auf eine klare Aufteilung der Entscheidungskompetenzen zwischen Fiskus und Zentralbank an. Jede geldpolitische Maßnahme erzeugt letztlich fiskalische Wirkungen; damit die Zentralbank das Preisniveau effektiv kontrollieren kann, muss den fiskalischen Wirkungen ihrer Maßnahmen durch entsprechende Reaktionen begegnet werden.

Insbesondere LLR-Aktivitäten bewegen sich zwangsläufig an der Nahtstelle zwischen Geld- und Fiskalpolitik. Eine klare Trennung zwischen geldpolitischen Aufgaben und fiskalischen Risiken ist aber nur dann möglich, wenn die Übernahme eventuell auftretender Verluste durch demokratisch legitimierte Garantien der Fiskalbehörden abgedeckt ist.²⁵

Ein solcher fiskalischer Rückhalt ist die Voraussetzung für „monetäre Dominanz“ – die Fähigkeit einer Zentralbank, unbeschadet eventueller Risiken ihrer Aktivitäten langfristig ihr Mandat zu erfüllen (Kasten 2). Gerade an diesem Punkt weist der Euroraum eine Schwäche

²² Bindseil, U. (2009): Central Bank Financial Crisis Management. In: Bindseil, U., Gonzalez, R., Tabakis, Z. (2009): Risk Management for Central Banks and other Public Investors. Cambridge.

²³ Brunnermeier, M., Pedersen, L. H. (2009), a. a. O.

²⁴ Zwar bestehen auch in normalen Zeiten etwaige Verlustrisiken für die Zentralbank aus der Vergabe von Refinanzierungskrediten, jedoch sind diese üblicherweise sehr niedrig, da Zentralbanken normalerweise sehr konservativ hinsichtlich ihrer Risikoübernahme sind.

²⁵ Um die Durchführung unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen reibungslos zu ermöglichen, hat beispielsweise das britische Finanzministerium Anfang 2012 der Bank of England gegenüber eine entsprechende Garantieerklärung abgegeben.

Kasten 2

Monetäre vs. fiskalische Dominanz

Anleihen eines Zentralstaates sind keinem nominalen Ausfallrisiko ausgesetzt, weil sie prinzipiell in unbegrenzter Menge ausgegeben werden können.¹ Aus Sicht der Zentralbank beinhalten sie somit kein Insolvenzrisiko. Für den Anleger besteht allerdings die Gefahr der realen Entwertung im Fall einer Monetarisierung der Staatsschuld. Agiert die Zentralbank als Lender of Last Resort (LLR), dann versucht sie zunächst, das Risiko einer deflationären Spirale zu senken, die durch die Flucht privater Anleger in sichere Vermögenswerte ausgelöst werden würde. Eine etwaige langfristige Inflationsgefahr besteht nur dann, wenn die Zentralbank keinen hinreichenden „fiskalischen Rückhalt“ hat – wenn ihr also die explizite Zusicherung eines Staates fehlt, potentielle Verlustrisiken der Zentralbank zu übernehmen und diese Verluste durch künftige Haushaltsüberschüsse abzudecken. Ein fiskalischer Rückhalt ist somit die Voraussetzung dafür, dass „monetäre Dominanz“ – also das Primat der Zentralbank für Preisstabilität – trotz fiskalischer Risiken infolge ihrer LLR-Geschäfte sichergestellt ist. Solange im Euroraum keine zentrale Instanz mit hinreichender Steuerhoheit existiert, ist jede Regelung der Lastenverteilung mit enormen Koordinationsproblemen verbunden.

Besteht dagegen ein Regime fiskalischer Dominanz, muss sich die Zentralbank letztlich den fiskalischen Erfordernissen des Staates anpassen. Eine Verschuldung in nominalen Größen ermöglicht die Option einer Überraschungsinflation, um negative Ausgabenschocks ohne einen explizit erklärten Staatsbankrott abzufedern. Die reale Belastung der Nominalverschuldung wird dann durch einen Anstieg des Preisniveaus gesenkt. Der Fiskaltheorie des Preisniveaus zufolge kann eine entsprechende Anpassung des Preisniveaus unter bestimmten Bedingungen sogar durchaus wohlfahrtsoptimal sein.²

Im Euroraum wurden allerdings explizit institutionelle Regelungen mit der Absicht eingeführt, den Weg einer fiskalischen Dominanz auszuschließen: Die Europäische Zentralbank ist als unabhängige Institution mit der Sicherung der Preisstabilität

betraut. Das Verbot monetärer Staatsfinanzierung durch den Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB auf dem Primärmarkt³ soll ein Regime monetärer Dominanz sicherstellen und damit die Option einer Finanzierung der Staatshaushalte durch Geldschöpfung verhindern.

Bei der Konzeption des Eurosystems wurde jedoch darauf verzichtet, die Regeln für den fiskalischen Rückhalt der EZB klar zu definieren.⁴ Dies basierte auf der naiven monetaristischen Vorstellung, Preisniveau und Inflation würden allein von Niveau und Wachstum der Geldmenge bestimmt. Moderne geldtheoretische Ansätze zeigen jedoch, dass Preisstabilität nicht nur von der Geldmengenentwicklung, sondern entscheidend auch von den Erwartungen über den zukünftigen Pfad der Staatsausgaben bestimmt wird. Nur mit angemessenem Rückhalt kann die Zentralbank in Krisensituationen effizient und handlungsfähig die Funktion des Lender of Last Resort übernehmen, ohne damit langfristig das Ziel der Preisstabilität zu gefährden.⁵

Man könnte den Verzicht auf explizite Regeln für einen fiskalischen Rückhalt auch als Versuch einer glaubwürdigen Festlegung interpretieren, in keinem Fall als LLR aufzutreten, um die mit jedem Versicherungsmechanismus verbundenen Probleme moralischer Risiken für Finanzmärkte und Staatshaushalte grundsätzlich auszuschließen. Als langfristige Lösung des Konflikts zwischen monetärer und fiskalischer Dominanz würde solch ein Mechanismus allerdings zu kurz greifen. Im Gegenteil: Agiert die Zentralbank angesichts der Komplexität des Koordinationsproblems in Krisensituationen zu zögerlich, steigt die Gefahr einer weiteren Verschärfung der Krise und erhöht damit letztlich die Wahrscheinlichkeit eines abrupten Wechsels hin zu einem Regime fiskalischer Dominanz.

3 Artikel 123 AEUV

4 Zwar sehen die Regelungen der EZB vor, dass sämtliche Gewinne und Verluste aus den geldpolitischen Aktivitäten entsprechend des Kapitalschlüssels geteilt werden sollen. Allerdings ist nicht klar geregelt, inwiefern die jeweiligen Staaten bei etwaigen eigenkapitalaufzehrenden Verlusten die nationalen Zentralbanken beziehungsweise die Europäische Zentralbank rekaptalisieren müssen.

5 Sims, C. (2013): Paper Money. *American Economic Review*, 103 (2), 563–584.

1 Siehe dazu auch Kasten 1 dieses Berichts.

2 Leeper, E., Zhou, X. (2013): Inflation's Role in Optimal Monetary-Fiscal Policy. NBER Working Paper Nr. 19686, November 2013.

in seiner institutionellen Konstruktion auf. Der fiskalische Rückhalt der EZB ist nicht eindeutig definiert. Dieser würde eine explizite fiskalische Koordination der Mitgliedstaaten erfordern, insbesondere für Zeiten, in denen die Maastricht-Kriterien allgemein gelockert werden (etwa während einer Krise). Eine solche fiskali-

sche Koordination ist in den Verträgen zur Währungsunion nicht angelegt. Damit entspricht die vertraglich festgelegte Unabhängigkeit eher einer vollständigen Trennung der EZB von den Fiskalbehörden des Euroraums. Tatsächlich unabhängig ist eine Zentralbank mit einem eindeutigen makroökonomischen Mandat

aber nur, wenn sie *alle* notwendigen Maßnahmen ergreifen kann, um ihrem Mandat gerecht zu werden.²⁶

Das Fehlen eines solchen fiskalischen Rückhalts schlägt sich bereits in normalen Zeiten in der Struktur der EZB-Bilanz nieder, da diese nicht Teil des Haushalts eines einzelnen Staates ist. Folglich muss sich die EZB gegen eigenkapitalverringernde Schocks selbst absichern. Deshalb weist ihre Bilanz üblicherweise einen relativ großen Anteil an Fremdwährungsanlagen auf, wodurch ihr Portfolio besser diversifiziert und ein Mindestwert ihrer Geldbasis garantiert wird. Im Gegensatz dazu stehen zum Beispiel in der Bilanz der amerikanischen Federal Reserve in normalen Zeiten dem Notenumlauf und der Reservehaltung fast ausschließlich kurzlaufende Staatsanleihen gegenüber. Dies spiegelt die Tatsache wider, dass etwaige Verluste immer zweifelsfrei durch die amerikanische Regierung getragen werden; wobei aufgrund ihrer Bilanzstruktur das Risiko, durch ungünstige Vermögenspreisentwicklungen Verluste zu erleiden, ohnehin kaum besteht.²⁷

Euroraum ist anfällig für sich selbsterfüllende Krisen

Die Anfälligkeit von Banken für sich selbsterfüllende Liquiditätsprobleme entsteht aus der spezifischen Struktur des Bankgeschäfts. Banken verpflichten sich, ihre Verbindlichkeiten jederzeit zum Nennwert in das gesetzliche Zahlungsmittel umzutauschen, können dies aber selbst nicht schaffen. Somit sind sie in einer Krise auf die Bereitschaft der Notenbank angewiesen, zusätzliche Liquidität bereitzustellen und als Lender of Last Resort zu fungieren.

Analog dazu besteht auch für Staaten, die sich in einer Währung verschuldet haben, die sie selbst nicht schaffen können, ebenfalls die Gefahr, eine Liquiditätskrise aufgrund sich selbsterfüllender Erwartungen zu erleben. Umgekehrt besteht diese Gefahr gerade nicht für Staaten, die in ihrer eigenen Währung verschuldet sind, zum Beispiel die Vereinigten Staaten oder das Vereinigte Königreich. Die Anleihen des Zentralstaates gelten in diesem Fall als sichere Anleihen, da kein *nominales* Ausfallrisiko besteht (Kasten 3). Im Krisenfall kann der Staat die Währung, in der er sich verschuldet hat, in unbegrenzter Höhe schaffen. Im Gegensatz dazu zeichnet sich der Euroraum dadurch aus, dass die einzelnen Mitgliedsländer in einer Währung verschuldet sind, die ganz bewusst dem Zugriff der einzelnen Regierungen entzogen ist – ihre Staatsanleihen sollen einem expli-

ziten Ausfallrisiko unterliegen.²⁸ In einer Krise erhöhen Anleger üblicherweise ihre Nachfrage nach sicheren Anlagen. Während sie in Ländern, die ihre eigene Währung schaffen können, in Anleihen des Zentralstaates investieren, flüchten sie im Euroraum gerade nur in Anleihen der Länder, die gut dastehen und keine Stützungsmaßnahmen benötigen.

Diese spezifische Konstruktion macht den Euroraum anfällig für Ansteckungseffekte und sich selbsterfüllende Erwartungen. Rechnen die Kapitalmärkte damit, dass ein Staat dank hoher Wachstumsraten seine Schuldenquote nachhaltig senken kann, fordern sie nur geringe Risikoaufschläge auf die Zinsen. Die niedrigen Zinslasten lassen den Staaten Spielraum für eine aktive Wachstumspolitik, die eine rasche Erholung ermöglicht. Die Erwartungen bestätigen sich von selbst. Umgekehrt besteht aber auch die Gefahr einer sich selbst erfüllenden negativen Spirale: Weckt eine aktuell hohe Schuldenquote die Angst vor einem Schuldenschnitt, steigt die Risikoprämie für Staatsschulden am Kapitalmarkt. Damit erhöht sich die Schuldenlast weiter. Auf diese Weise kann eine gefährliche Dynamik entstehen, die die Solvenz des Staates gefährdet. Offensichtlich können also wieder verschiedene, sich selbsterfüllende Gleichgewichte auftreten, von denen eines eindeutig schlechter ist als das andere. Bei gleichen Fundamentaldaten kann sich, je nach Erwartungen der Finanzmärkte, entweder das gute oder das schlechte Gleichgewicht einstellen. In letzterem Fall kann der Zinssatz nicht die Aufgabe erfüllen, als markträumender Preis eine effiziente Allokation sicherzustellen.²⁹

Angeregt von Erfahrungen aus der Schuldenkrise in Lateinamerika zeigte der argentinische Wirtschaftswissenschaftler Guillermo Calvo, dass multiple Gleichgewichte gerade dann ein Problem darstellen, wenn – im Zusammenspiel zwischen Zentralbank und Fiskalbehörde – Unsicherheit über den zukünftigen Pfad der Wirtschaftspolitik besteht.³⁰ Die Überlegungen Calvos lassen sich auf die Schuldenkrise im Euroraum übertragen. Eine einfache Grafik illustriert die Grundidee (Abbildung 6):³¹ Die Linie C stellt die (als konstant unterstellten) Kosten eines Staatsbankrotts dar. Sie entste-

²⁶ Sims, C. (1999): The Precarious Fiscal Foundations of EMU. *De Economist*, 147 (4), 415–436.

²⁷ Sims, C. (2001): Fiscal Aspects of Central Bank Independence. CEifo Working Paper Series, 547.

²⁸ Sims, C. (2012): Gaps in the Institutional Structure of the Euro Area. *Banque de France, Financial Stability Review*, 16, April 2012, 217–223.

²⁹ Empirische Evidenz für die Existenz multipler Gleichgewichte im Euroraum findet sich u.a. in Gärtner, M., Griesbach, B. (2012): Rating agencies, self-fulfilling prophecy and multiple equilibria? An empirical model of the European sovereign debt crisis 2009–2011. University of St. Gallen, School of Economics and Political Science, Working Paper 1215 oder De Grauwe, P., Ji, C. (2012): Self-Fulfilling Crises in the Eurozone. An Empirical Test. The Australian National University, CAMA Working Papers, 2012–37.

³⁰ Calvo, G. (1988): Servicing the Public Debt: The Role of Expectations. *American Economic Review* 78, 647–661.

³¹ Die Darstellung entstammt De Grauwe, P. (2012): The Governance of a Fragile Eurozone. *Australian Economic Review* 45, 255–268.

Kasten 3

Risiken der Zentralbank aus LLR-Aktivitäten: Die Rolle sicherer Anleihen

In fast allen Geldsystemen moderner Industrieländer spielen Anleihen des eigenen Zentralstaates mit kurzfristiger Laufzeit eine zentrale Rolle als sichere Anleihen. Im Gegensatz dazu werden bei Offenmarktgeschäften üblicherweise Anleihen einzelner Bundesstaaten gar nicht verwendet. Sowohl die US-amerikanische Notenbank als auch die Bank of England halten in normalen Zeiten fast ausschließlich Anleihen ihrer Zentralregierung. Diese gelten deshalb als völlig sicher, weil sie zum einen in der eigenen Währung ausgegeben werden und zum anderen durch die gegenwärtigen und zukünftigen Steuereinnahmen des gesamten Zentralstaates gedeckt sind. Da sie (prinzipiell) in unbegrenzter Menge emittiert werden können, sind sie keinem nominalen Bankrottrisiko ausgesetzt.

Im Euroraum existieren vergleichbare Anleihen bislang jedoch nicht. Die Anleihen der einzelnen Nationalstaaten sind bewusst einem expliziten Ausfallrisiko ausgesetzt. Die am Kapitalmarkt geforderten Risikoaufschläge sollen disziplinierend wirken und Anreize für eine solide Haushaltspolitik geben. Die Disziplinierungs- und Signalfunktion der Marktpreise wird jedoch verzerrt, wenn Ansteckungseffekte zu einer Situation multipler Gleichgewichte führen. Es ist empirisch nur schwer möglich abzuschätzen, inwieweit ein Anstieg der beobachteten Risikoaufschläge die Folge solcher Ansteckungseffekte oder aber tatsächlich das Resultat eines fundamental begründeten höheren Kreditrisikos ist. Solange sichere Anleihen eines Zentralstaates im Euroraum nicht verfügbar sind, muss die Europäische Zentralbank von Fall zu Fall Ermessensentscheidungen treffen, ob und zu welchen Abschlägen sie bereit ist, die Anleihen einzelner Mitgliedstaaten als Sicherheit zu akzeptieren oder im Rahmen von endgültigen Käufen zu erwerben.

Dies hat zwangsläufig Einfluss auf die disziplinierende Funktion von Marktpreisen. Erwarten die Marktteilnehmer beispielsweise, dass die EZB die Risikoabschläge für Anleihen

bestimmter Staaten ändert, schlägt sich dies sofort in den entsprechenden Marktzinsen und damit auch im Haushalt der entsprechenden Staaten nieder. Das Problem lässt sich auch nicht dadurch umgehen, dass die am Kapitalmarkt beobachteten Abschläge als Richtwert verwendet werden. Im Fall multipler Gleichgewichte kommt es zwangsläufig zu Rückkoppelungseffekten, weil Kapitalmarktpreise auch die Erwartungen über die Reaktion der Zentralbank beinhalten. Vergleichbares gilt auch für Bestrebungen, im Finanzsektor risikogewichtete Eigenkapitalanforderungen für Staatsanleihen vorzuschreiben. Ignorieren diese Anforderungen potentielle Instabilitäten, die von diesen Rückkoppelungseffekten ausgehen, besteht die Gefahr, dass solche Risikogewichte nicht als Stabilisator des europäischen Bankensystems wirken, sondern den Teufelskreis zwischen der Staatsverschuldung einzelner Nationalstaaten und der Verschuldung ihres jeweiligen Finanzsektors im Krisenfall noch weiter verschärfen.

Ein vernünftiges Design der Geldpolitik würde in den Markt für regionale Staatsanleihen gar nicht erst eingreifen, sondern sich – vergleichbar dem Arrangement der US-amerikanischen Federal Reserve (Fed) – auf den Markt für sichere Anleihen des Zentralstaates beschränken. Solange solche Anleihen nicht verfügbar sind, könnten Sicherheiten beispielsweise in Form „synthetischer Euro-Anleihen“ (Anleihen aus einem Portfolio aller Nationalstaaten, gewichtet mit dem jeweiligen Anteil am Bruttoinlandsprodukt des gesamten Euroraums) diese Funktion übernehmen. Sie würden schon allein aufgrund ihrer Konstruktion die entsprechenden Anreize im Finanzsektor schaffen, ein wohl diversifiziertes Portfolio an Anleihen des gesamten Euroraums zu halten. Aktuell erschwert das Fehlen sicherer Anleihen die Aktivitäten der Zentralbank, als Lender of Last Resort zu agieren, und schränkt ihre Möglichkeiten, unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen, stark ein.

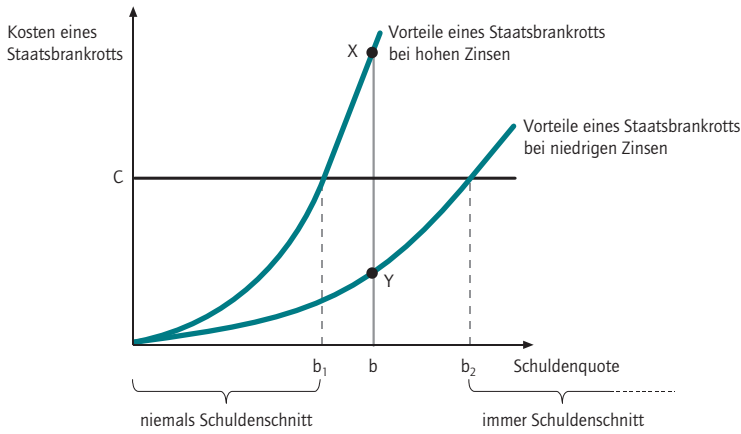
hen, wenn die Wirtschaftsaktivität nach einem Schuldenmoratorium stark einbricht und der Zugang zum internationalen Kapitalmarkt eingeschränkt ist. Umgekehrt steigen mit zunehmender Schuldenquote die potentiellen Vorteile eines Schuldenschnitts: Weil der Staat seine Altschulden nicht mehr bedient, kann er die Ressourcen für andere Zwecke nutzen. Ein Schuldenschnitt erfolgt immer dann, wenn die Vorteile die Kosten übersteigen.

Bei hohen Kapitalmarktzinsen steigen die Vorteile eines Staatsbankrotts mit steigender Schuldenquote rasch an (die durch Punkt X verlaufende Kurve). Sind die Zinsen

am Kapitalmarkt dagegen niedrig, steigt die Kurve nur langsam an (die durch Punkt Y verlaufende Kurve). Im Fall niedriger Schuldenquoten lohnt sich ein Schuldenschnitt deshalb in keinem Fall. Bei sehr hohen Schuldenquoten kommt es dagegen immer zu einem Schuldenschnitt. In einem mittleren Bereich, zum Beispiel bei der Schuldenquote b , sind jedoch zwei Gleichgewichte möglich: Ist die Zinsbelastung am Kapitalmarkt hoch (Punkt X), dann erfolgt ein Schuldenschnitt; bleibt sie dagegen niedrig (Punkt Y), werden die Schulden bedient. In diesem Fall multipler Gleichgewichte versagt die disziplinierende Funktion der Kapitalmärkte: Statt Anreize zum raschen Abbau der Verschuldung zu set-

Abbildung 6

Kosten und Nutzen eines Staatsbankrotts



Quelle: Darstellung des DIW Berlin, basierend auf De Grauwe, P. (2012): *The Governance of a Fragile Eurozone*. *Australian Economic Review*, 45, 255–268.

© DIW Berlin 2014

Im Fall niedriger Zinsen „lohnt“ sich ein Schuldenschnitt erst bei deutlich höheren Schuldenquoten als im Fall hoher Zinsen.

zen, führt die Forderung nach hohen Zinsen zu einem sich selbsterfüllenden Schuldenschnitt.

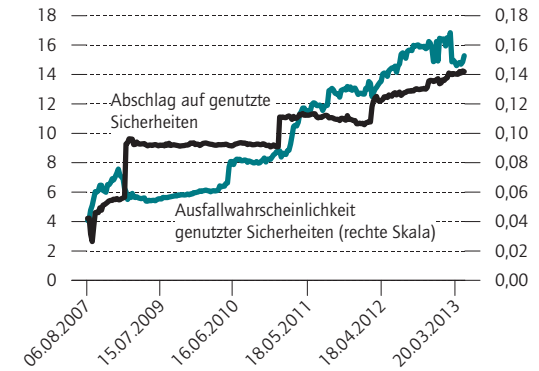
Die zugrundeliegenden Fundamentaldaten bestimmen nicht mehr alleine das Marktergebnis – welches Gleichgewicht tatsächlich erreicht wird, hängt vielmehr von den Erwartungen über die künftige Politik ab, die selbst wiederum stark von den Kapitalmärkten bestimmt wird: Die Erwartungen der Kapitalmarktteilnehmer über den zukünftigen Politikpfad haben starken Einfluss darauf, welcher Pfad letztlich realisiert werden kann. Stimmungsumschwünge können einen abrupten Wechsel zwischen den Gleichgewichten auslösen. In solchen Situationen kann es leicht zu Ansteckungseffekten zwischen verschiedenen Staaten kommen. Das Auftreten eines schlechten Gleichgewichts in einem Land schlägt sich dann auch in veränderten Einschätzungen der internationalen Kapitalmärkte über die Situation eines dritten Landes nieder.

Empirische Studien zeigen die Relevanz solcher Ansteckungseffekte. So lässt sich beispielsweise zeigen, dass Herabstufungen staatlicher Bonität durch Rating-Agenturen mit einem statistisch signifikanten Anstieg der Zinsen dritter Staaten einhergehen, der durch Fundamentalfaktoren alleine nicht zu erklären ist. Für Heraufstufungen lässt sich ein entsprechender Effekt dagegen nicht nachweisen.³²

³² Siehe Böninghausen, Benjamin, B., Zabel, M. (2014): *Credit Ratings and Cross-Border Bond Market Spillovers*. LMU Munich Economic Discussion Papers.

Abbildung 7

Risikoabschläge und Ausfallwahrscheinlichkeiten
Durchschnittswerte in Prozent



Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht Juli 2013.

© DIW Berlin 2014

Während der Krise stieg die Ausfallwahrscheinlichkeit der hinterlegten Sicherheiten, gleichzeitig erhöhte die EZB die Risikoabschläge.

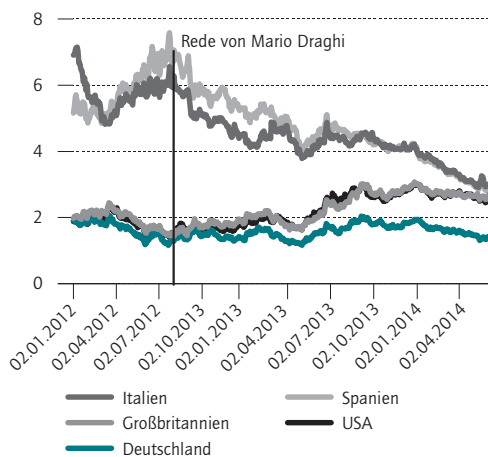
Die EZB als Lender of Last Resort für Staaten im Euroraum?

Beim Ausbruch der Krise waren im Euroraum keine institutionellen Mechanismen verfügbar, um derartige Ansteckungseffekte in den Griff zu bekommen. Als sich die Kapitalabflüsse aus Griechenland, Irland und Portugal auf die weitaus größeren Volkswirtschaften Italien und Spanien ausdehnten und die Furcht vor einem Auseinanderbrechen des gesamten Währungsraums zu einer rapiden Zunahme der Abflüsse führte, verfügten weder die fiskalischen noch die geldpolitischen Instanzen über geeignete Instrumente, um die negative Spirale sich selbsterfüllender Erwartungen an den Finanzmärkten zu durchbrechen – vor allem, weil die Aufteilung potentieller Lasten und die mit der Inanspruchnahme verknüpften Bedingungen nicht klar geregelt waren. In dieser Situation war die EZB die einzige Institution im Euroraum, die schnell genug handeln konnte, um als Lender of Last Resort entsprechende Maßnahmen zu ergreifen und das Vertrauen wiederherzustellen. Dabei zeigte sich deutlich, dass die Effektivität der EZB durch den fehlenden fiskalischen Rückhalt, der die Risiken aus ihrer Funktion als Lender of Last Resort ebenso übernimmt wie aus der Abwicklung von Banken, stark beeinträchtigt war. Die Bereitschaft der EZB, entsprechende Risiken einzugehen, war gehemmt, genauso wie die Durchschlagskraft ihrer Stützungsaktionen insgesamt. Dies verdeutlichten unter anderem die erhöhten Risikoabschläge, die jede Ausweitung des Sicherheitenrahmens begleitete (Ab-

Abbildung 8

Rendite auf Staatsanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren

In Prozent



Quelle: Thomson Reuters.

© DIW Berlin 2014

Die Ankündigung des EZB-Präsidenten, alles für die Eurorettung tun zu wollen, beruhigte die Märkte. Italien und Spanien mussten fortan deutlich weniger Zinsen zahlen.

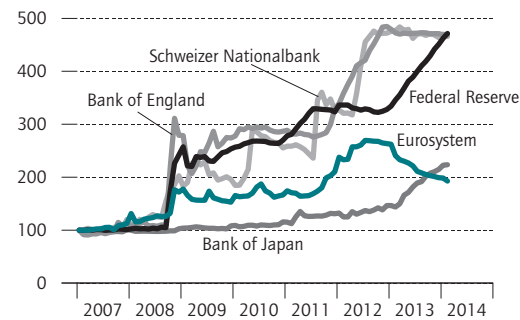
bildung 7). Ein weiteres Beispiel ist der recht begrenzte Erfolg der EZB-Ankäufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt im Rahmen des Securities Market Programme: Durch die Ankündigung, diese Käufe eng zu begrenzen und baldmöglichst einzustellen, fehlte es an der Glaubwürdigkeit, dass alles Notwendige getan würde, um den Zusammenbruch der Währungsunion zu verhindern. Da die EZB zusätzlich noch die Erwartungen der Märkte bestätigte, auf keinen Fall einen Schuldenschnitt für von ihr gehaltene Anleihen zu akzeptieren, stieg mit jedem Ankauf das Ausfallrisiko für sämtliche noch privat gehaltenen Anleihen. Dies könnte den eigentlich gewünschten Effekt – eine Reduzierung des von den Finanzmärkten erwarteten Ausfallrisikos bei Investitionen in die Staatsanleihen der Krisenländer – ins Gegenteil verkehrt und zu einem weiteren Anstieg der Risikoprämien geführt haben. Hätte die EZB im Fall von Griechenland einen Schuldenschnitt akzeptiert, hätten die entsprechenden Verluste durch die Steuerzahler der Mitgliedsländer getragen werden müssen. Dies hätte eine entsprechende fiskalische Koordination erfordert, um etwaige inflationäre Konsequenzen zu vermeiden. Zum Zeitpunkt des griechischen Schuldenschnitts wollte die EZB dieses Wagnis offenbar nicht eingehen.

Erst das OMT-Programm (Outright Monetary Transactions), bei dessen Ankündigung EZB-Präsident Mario

Abbildung 9

Ausweitung der Zentralbankbilanzen

Index, 2007=100



Quellen: Europäische Zentralbank; Federal Reserve; Bank of England; Bank of Japan; Schweizer Nationalbank; Thomson Reuters Datastream; Berechnungen des DIW Berlin.

© DIW Berlin 2014

Die EZB hat ihre Bilanz während der Krise deutlich weniger stark ausgeweitet als andere große Notenbanken.

Draghi im Sommer 2012 erklärte, im Rahmen des geldpolitischen Mandats alles zu tun, um den Euro zu retten, erfüllte die Voraussetzungen, um die Bedrohung durch ein sich selbsterfüllendes schlechtes Gleichgewicht abzuwenden. Die EZB erklärte dabei, dass sie Verluste aus einem etwaigen Schuldenschnitt akzeptieren würde.³³ Implizit versuchte sie so, ihre „monetäre Dominanz“ sicherzustellen. Das OMT war deshalb – obschon eine bislang rein verbale Intervention – kurzfristig sehr erfolgreich. Zwar bleibt strittig, in welchem Umfang der starke Anstieg der Zinsspreizungen während der Krise tatsächlich auf das Risiko eines Auseinanderbrechens des Euro oder auf individuelle Fundamentalfaktoren zurückzuführen ist. Allerdings liefert die Entwicklung der Zinssätze nach Einführung dieses Programms ein starkes Indiz für dessen Erfolg: Hätte sich die Wirkung des OMT-Programms auf eine reine Umverteilung fundamentaler Risiken von den Peripheriestaaten hin zu den Kernstaaten beschränkt, hätte der Rückgang der Zinsen in den Krisenländern mit einem entsprechend starken Anstieg in den Kernländern des Euroraums einhergehen müssen. Tatsächlich blieben jedoch die langfristigen Zinsen für deutsche Staatsanleihen deutlich unter denen der USA und Großbritanniens (Abbildung 8). Der Rückgang der Zinsen spricht mithin dafür, dass die Ursache der starken Zinsdifferenzen maßgeblich auch in einer mit multiplen Gleichgewichten verbundenen Erwartungsspirale lag.

³³ Siehe ECB (2012): Pressemitteilung der EZB vom 6.9.2012.

Im erst späten Einsatz des OMT-Programms während der Krise zeigt sich aber erneut der strukturelle Konstruktionsfehler des Euroraums und die mit ihm verbundenen ineffizienten Verzögerungen bei Aktivitäten der Europäischen Zentralbank als Lender of Last Resort. Das aktuelle institutionelle Design verstärkte zunächst die Tendenz der EZB, zurückhaltend und zaghaft zu agieren. Dies gilt ganz generell für die Bereitschaft, unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen zu ergreifen. So war etwa die Ausweitung der Zentralbankbilanz im Euro-Raum seit Ausbruch der Finanzkrise wesentlich schwächer als in anderen von der Krise betroffenen Ländern (Abbildung 9).

Fazit

Die insbesondere in Deutschland heftig geführten Kontroversen um die Geldpolitik – beispielsweise um etwaige Verluste der Europäischen Zentralbank („EZB als Bad Bank“³⁴) oder die Legitimität des OMT-Programms – lassen befürchten, dass auch in Zukunft immer wieder Zweifel an der Schlagkraft der EZB entstehen werden. Der im September 2012 von den Mitgliedstaaten der

34 Brendel, M., Pauly, C. (2011): EZB: Zweifelhaft Werte. In: Der Spiegel 23/2011, online unter www.spiegel.de/spiegel/a-766905.html

Gerhard Illing ist Lehrstuhlinhaber am Seminar für Makroökonomie der Ludwig-Maximilians-Universität München | illing@econ.lmu.de

Europäischen Union dauerhaft etablierte Europäische Stabilitätsmechanismus (ESM) ist zwar ein wichtiger Schritt, dem vorzubeugen. So kann der ESM zahlungsunfähigen Mitgliedstaaten im Krisenfall unter Einhaltung strenger wirtschaftspolitischer Auflagen Finanzhilfen gewähren. Um aber als Lender of Last Resort für Staaten wirksam agieren zu können, müsste der ESM Zugang zu Krediten der Europäischen Zentralbank erhalten. Darüber hinaus ist es unerlässlich, die Unabhängigkeit der EZB in ihrer Funktion als Lender of Last Resort durch fiskalische Hoheitsrechte der nationalen Parlamente zu stärken. Nur auf diese Weise kann für ihre geldpolitischen Geschäfte ein mit anderen Zentralbanken vergleichbarer fiskalischer Rückhalt mit demokratisch legitimierter Durchsetzungskraft garantiert werden. Das heißt: Zur Aufrechterhaltung der Finanzstabilität und mithin der Preisstabilität muss die EZB als Lender of Last Resort auftreten können. Die Zentralbank kann ihr Mandat jedoch nur dann wahrnehmen, wenn die entsprechenden fiskalischen Reaktionen auf ihre Maßnahmen nicht ausbleiben. Der dazu benötigte klare fiskalische Rückhalt muss im Euroraum geschaffen werden. Nur dann kann ein glaubwürdiges Regime mit „monetärer Dominanz“ etabliert werden, bei dem eine wirklich unabhängige Zentralbank das Mandat der Preisstabilität erfüllen kann.

Philipp König ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | pkoenig@diw.de

THE EUROPEAN CENTRAL BANK AS LENDER OF LAST RESORT

Abstract: In the wake of the recent European debt crisis, the European Central Bank (ECB) has grown significantly in importance. As the crisis worsened, especially in the southern countries of the euro area, the ECB was forced to take measures which went far beyond its monetary policy operations in normal times – particularly with respect to its function as the lender of last resort. The ECB provided the banking sector with almost unlimited liquidity and, in addition, purchased government bonds of distressed countries outright. Eventually, in the summer of 2012, it followed through on its promise to do everything possible to save the euro as a common currency. This announcement temporarily stabilized financial markets and the countries in crisis. Nevertheless, compared to other central banks, the ECB is inhibited in its scope of activities: unlike, for example, the US Federal Reserve (Fed), the European Central Bank has no well-defined institutionally anchored financial backing. Consequently, the measures it can take are limited by the maximum loss it can incur. This also means that

the ECB must protect itself more than other central banks against any financial risks from its monetary policy operations. In particular, during a crisis, this restricts its scope for taking measures to fulfill its mandate—securing price stability.

Additionally, the ECB has taken on the role of lender of last resort for governments with its announcement in the fall of 2012 to purchase government bonds of distressed countries in the euro area, if necessary, and under strict conditions. It was forced to do so because the euro area did not have a corresponding institution capable of stopping the crisis worsening and preventing a break-up of the monetary union. At the same time, however, it is indeed questionable whether the ECB has a mandate for this role. The European Stability Mechanism (ESM) would, in principle, be better suited to act as the lender of last resort for governments should future crises occur. However, it must be given access to ECB credit in order to fully perform this function

JEL: E52, E58, G21, F36

Keywords: Central Banking, Lender of Last Resort, Monetary Policy, European Monetary Union, Banking Crises



DIW Berlin – Deutsches Institut
für Wirtschaftsforschung e. V.
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin
T +49 30 897 89 -0
F +49 30 897 89 -200
www.diw.de
81. Jahrgang

Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake
Prof. Dr. Tomaso Duso
Dr. Ferdinand Fichtner
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.
Prof. Dr. Peter Haan
Prof. Dr. Claudia Kemfert
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.
Dr. Kati Schindler
Prof. Dr. Jürgen Schupp
Prof. Dr. C. Katharina Spieß
Prof. Dr. Gert G. Wagner

Chefredaktion

Sabine Fiedler
Dr. Kurt Geppert

Redaktion

Renate Bogdanovic
Andreas Harasser
Sebastian Kollmann
Dr. Claudia Lambert
Dr. Wolf-Peter Schill

Lektorat

Karl Brenke
Dr. Ferdinand Fichtner
Dr. Philipp König

Textdokumentation

Manfred Schmidt

Pressestelle

Renate Bogdanovic
Tel. +49-30-89789-249
presse@diw.de

Vertrieb

DIW Berlin Leserservice
Postfach 74, 77649 Offenburg
leserservice@diw.de
Tel. 01806 - 14 00 50 25,
20 Cent pro Anruf
ISSN 0012-1304

Gestaltung

Edenspiekermann

Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –
auch auszugsweise – nur mit Quellen-
angabe und unter Zusendung eines
Belegexemplars an die Serviceabteilung
Kommunikation des DIW Berlin
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.