



Ziele und Aufgaben der EZB

Preisstabilität vs. Lender of last resort

9. April 2008



Ein Konflikt zwischen dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität und der Funktion als Kreditgeber der letzten Instanz („Lender of last resort“) ist im Falle der Europäischen Zentralbank (EZB) ex definitione ausgeschlossen, da die EZB gar nicht das Mandat als „Lender of last resort“ im strengen Sinne hat.

Die Geldmarktoperationen und Zinsentscheidungen der EZB kollidieren nicht mit dem Ziel der Preisstabilität. Da die Wachstumsprognosen seit Mitte 2007 nach unten korrigiert wurden, sind angesichts der niedriger als erwarteten Potenziallücke ein Rückgang des Inflationsdrucks und des Zinsniveaus angezeigt.

Die EZB hat ihre Bilanz – abgesehen von einem kurzen Zeitraum im Dezember 2007 – nicht außergewöhnlich verlängert. Die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen außerhalb des Finanzsektors hat Ende 2007 weiter stark zugenommen, was darauf hindeutet, dass dieser Markt im gesamten letzten Jahr funktionstüchtig war.

Liquiditätshilfen im Krisenfall können im Prinzip die Marktdisziplin im privaten Sektor schwächen, die für die Stabilität des Finanzsystems von Bedeutung ist. Dies wiederum könnte letzten Endes das vorrangige Ziel der EZB, die Erhaltung der Preisstabilität, konterkarieren. Allerdings ist es unwahrscheinlich, dass die Operationen der EZB tatsächlich zu einem „Moral hazard“-Problem werden, solange solche Hilfsaktionen die Ausnahme bleiben und Fehlverhalten im Privatsektor effektiv sanktioniert wird.

Unabhängig von der Diskussion über einen potenziellen Zielkonflikt der EZB haben die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten die Unzulänglichkeiten der Arrangements in der EU für ein effektives Krisenmanagement zutage gebracht. Der Bericht des „Economic and Financial Committee“ (EFC) vom August 2007 adressiert einige der notwendigen Maßnahmen. Die dort entworfenen Korrekturen werden voraussichtlich nicht ausreichen.

Autoren

Norbert Walter
+49 69 910-31810
norbert.walter@db.com

Stefan Bergheim
+49 69 910-31727
stefan.bergheim@db.com

Editor

Bernhard Speyer

Publikationsassistenz

Martina Ebling

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
Internet: www.dbresearch.de
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Norbert Walter

Diese Publikation basiert auf einem Briefing Paper für den Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlamentes (März 2008).

Einleitung

Zielkonflikt der EZB?

Nachdem die US-Subprime-Krise im Sommer 2007 die Liquidität am Geldmarkt eingetrocknet hatte, gab die EZB über ihre üblichen Geldmarktoperationen hinaus in hohem Umfang Liquidität in den Markt, um die Geldmarktsätze in der Nähe des angestrebten Leit-zinsniveaus zu halten. Da sich die Engpässe am Geldmarkt bis Ende 2007 und bis in das Jahr 2008 hinein fortsetzten, pumpte die EZB in einer konzertierten Aktion mit anderen großen Zentralbanken weiterhin Liquidität in den Markt. Die Entschlossenheit, die Professionalität und die rasche Durchführung der Interventionen der EZB wurden sowohl von den Marktteilnehmern als auch der Mehrheit der Beobachter positiv beurteilt. Angesichts der fortgesetzten außergewöhnlichen Geldmarktoperationen stellt sich jedoch die Frage, ob diese im Endeffekt im Widerspruch zum vorrangigen Ziel der EZB, der Erhaltung der Preisniveaustabilität, stehen könnten.

Dabei werden eine Reihe von Hypothesen diskutiert, warum es möglicherweise einen Zielkonflikt für die EZB geben könnte, der das Erreichen ihres Hauptziels gefährden könnte.

„Lender of last resort“-Funktion kein Problem

— *Hypothese 1: Es besteht ein Interessenkonflikt zwischen dem Ziel der Preisstabilität und der „Lender of last resort“-Funktion.* Diese Hypothese kann eindeutig widerlegt werden: Da die EZB nicht das Mandat des Lenders of last resort hat (d.h. einer solventen, aber temporär illiquiden Bank zu einem Strafzins Liquidität zur Verfügung zu stellen), kann es ex definitione keinen solchen Interessenkonflikt geben.

Bereitstellung von Liquidität voraussichtlich kein Problem für Preisstabilität

— *Hypothese 2: Die Bereitstellung von Liquidität in massiver Höhe für das Finanzsystem kann das Ziel der Preisstabilität gefährden.* Diese Hypothese ist nicht grundsätzlich zurückzuweisen; ob aber das vorrangige Ziel der Preisstabilität verletzt wird, hängt von der tatsächlichen Art der Bereitstellung von Liquidität im Krisenfall ab. Die von der EZB vorgenommenen Operationen wurden bisher auf eine Art und Weise strukturiert und durchgeführt, die vollkommen mit dem Ziel der Preisstabilität in Einklang stehen (d.h. die Liquiditätshilfen im Krisenfall wurden bereitgestellt, ohne Liquiditätsüberschüsse zu verursachen) und unserer Einschätzung nach die Preisstabilität nicht gefährden dürften.

„Moral hazard“ kann verhindert werden

— *Hypothese 3: Es besteht das Risiko, dass die Liquiditätsspritzen im Krisenfall die Glaubwürdigkeit der EZB beeinträchtigen und zu einem „Moral hazard“-Problem führen. Dies würde die Wahrscheinlichkeit von Finanzmarktinstabilität erhöhen, was wiederum indirekt die Preisstabilität auf lange Sicht gefährden würde.* Obwohl auch diese Hypothese im Prinzip nicht vollkommen zurückzuweisen ist, basiert sie auf einer Reihe von Annahmen, deren Realisierung wir für unwahrscheinlich halten.

1. Die EZB ist kein Kreditgeber der letzten Instanz sensu stricto

EZB keine „Lender of last resort“-Instanz

Es besteht häufig Verwirrung über den Unterschied zwischen der „Lender of last resort“-Funktion im strengeren Sinne einerseits und der Bereitstellung von Liquidität in Krisensituationen andererseits.

Die „Lender of last resort“-Funktion einer Zentralbank bezeichnet die vorübergehende Bereitstellung von Liquidität zu einem Strafzins an eine **einzelne** Bank, die solvent, aber temporär illiquide ist. Im Euro-

Liquiditätshilfen im Krisenfall im Eurosystem

Bedarf an Koordinierungsmechanismen besteht in erster Linie innerhalb des Eurosystems. Dies trifft auf die im Krisenfall geleistete Liquiditätshilfe zu, in deren Rahmen die Zentralbanken vorübergehend zahlungsunfähigen Institutionen und Märkten in Ausnahmefällen Überbrückungskredite gewähren (Emergency Liquidity Assistance – ELA). Vorausschickend ist zu betonen, dass dieses Instrument – Finanzhilfe durch Zentralbanken – für die Wahrung eines stabilen Finanzsystems nur in Ausnahmefällen zum Einsatz gelangt, da damit ein „Moral hazard“-Risiko verbunden ist. Maßnahmen, die auf die Einführung von zuverlässigen Risikomanagementsystemen durch Finanzinstitute abzielen sowie eine angemessene aufsichtsrechtliche Gesetzgebung und deren wirksame Umsetzung sind die beste Vorbeugung gegen übermäßiges Risikoengagement und Finanzkrisen. In den vergangenen Jahrzehnten wurden überdies in den seltensten Fällen Überbrückungskredite bereitgestellt, wohingegen andere Instrumente im Krisenmanagement an Bedeutung gewonnen haben. Die notwendigen Mechanismen zur Eindämmung von Finanzkrisen sind jedoch, so weit erforderlich, vorhanden. Grundsätzlich entscheidet die zuständige NZB, ob sie einem in ihrem Zuständigkeitsbereich tätigen Institut im Krisenfall Liquiditätshilfe leistet oder nicht. Die Verantwortung und Kosten für einen Einsatz dieses Instruments würde die betroffene NZB tragen. Es wurden Mechanismen für einen entsprechenden Informationsaustausch eingerichtet, so dass potenzielle Auswirkungen auf die Liquiditätssituation aufgefangen werden können, damit Vereinbarkeiten mit der einheitlichen Geldpolitik gewährleistet ist. Das Übereinkommen über die Gewährung von Überbrückungskrediten im Krisenfall wurde innerhalb des Eurosystems getroffen und nimmt somit keinen Einfluss auf die Regelungen, die zwischen den NZBen und nationalen Aufsichtsbehörden bestehen, bzw. auf die bilaterale oder multilaterale Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden und dem Eurosystem. Ein reibungsloses Funktionieren dieses Systems setzt allerdings voraus, dass Koordinierungsmechanismen zur Bekämpfung grenzüberschreitender Auswirkungen von Finanzkrisen und zur Verhinderung von deren Ausbreitung rasch und effizient umgesetzt werden können.

Quelle: EZB-Jahresbericht 1999

system obliegt die „Lender of last resort“-Funktion nicht der EZB, sondern ist Aufgabe der nationalen Zentralbanken. Die nationalen Zentralbanken entscheiden autonom darüber, ob und wann sie diese Funktion ausüben (siehe Kasten). Da die Bereitstellung von Liquidität an eine einzelne Geschäftsbank grundsätzlich die Geldmenge beeinflussen kann (nämlich dann, wenn es sich um einen umfangreichen Kredit handelt und die Liquiditätshilfe über einen langfristigen Zeitraum gegeben wird), müssen die nationalen Zentralbanken das Eurosystem über „Lender of last resort“-Operationen informieren. Allerdings wird in Anbetracht des hohen Geldmengen volumens im Euroraum – M1 beläuft sich auf ca. EUR 3,8 Bill. – eine einzelne „Lender of last resort“-Operation allein nie ausreichend sein, um die monetäre Stabilität zu gefährden.¹

Es gilt: Da die EZB selbst die „Lender of last resort“-Funktion nicht besitzt, kann es ex definitione keinen Zielkonflikt zwischen dem ihr übertragenen Ziel der Erhaltung der Preisstabilität und ihrer Rolle als Lender of last resort geben.

Die Liquiditätsversorgung des Finanzsystems insgesamt in Krisenzeiten ist hingegen offenkundig eine Aufgabe, die nur von der EZB erfüllt werden kann. Ob die Bereitstellung von Liquidität für das Finanzsystem (von der alle Banken im Euroraum profitieren, nicht nur eine Bank wie im Falle der „Lender of last resort“-Funktion) – im Widerspruch zum vorrangigen Ziel der Erhaltung der Preisniveaustabilität steht, ist eine offene Frage, die grundsätzlich positiv ebenso wie negativ beantwortet werden kann, abhängig davon, ob (1) die Operationen der EZB im Widerspruch zu der realwirtschaftlich erforderlichen geldpolitischen Strategie stehen, (2) die Liquiditätsspritzen zu einem zu hohen Geldmengenwachstum und einer zu starken Kreditexpansion führen und (3) die Glaubwürdigkeit der EZB beeinträchtigt wird.

2. Bereitstellung von Liquidität für das Finanzsystem vs. Preisstabilität

Ziel der Preisstabilität

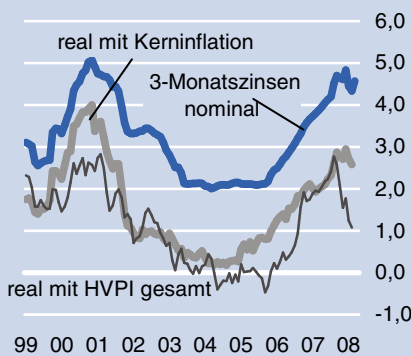
Das vorrangige Ziel des Eurosystems ist die Erhaltung der Preisstabilität, wie es durch Artikel 105, Absatz 1 im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgeschrieben ist. Die EZB hat Preisstabilität definiert als Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter, aber nahe 2% gegenüber dem Vorjahr auf mittlere Sicht.

Obwohl diese Definition klar und eindeutig ist, sind die Beziehungen zwischen der Inflationsrate und ihren zahlreichen Bestimmungsfaktoren ausgesprochen kompliziert. Wirtschaftswachstum, Potenziallücken, Geldmengenwachstum, Währungsschwankungen, Rohstoffpreisveränderungen und andere Variablen sind schwer zu bewerten und spiegeln sich möglicherweise erst mit beträchtlichen Verzögerungen in der Inflationsrate wider. Der am häufigsten verwendete Ansatz zur zusammenfassenden Darstellung einiger dieser Variablen ist die Taylor-Regel, die den Leitzins aus der Inflationsrate und der Potenziallücke bestimmt: eine höhere (erwartete) Inflations-

¹ Abgesehen von geldpolitischen Bedenken könnte dies natürlich die Frage aufwerfen, ob die Bedingungen für die „Lender of last resort“-Funktion der Zentralbanken als Kreditgeber der letzten Instanz harmonisiert werden sollten, da unterschiedliche Ansätze Wettbewerbsverzerrungen zwischen den Banken in den verschiedenen Mitgliedstaaten auslösen könnten.

Zinsen im Euroraum

3-Monatszinsen in %

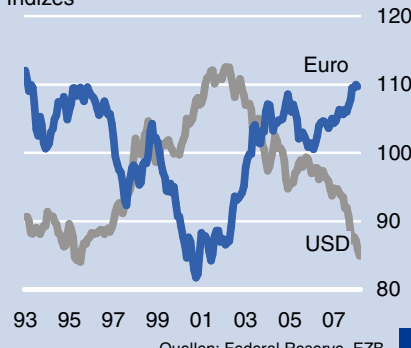


Quellen: EZB, Eurostat, DBR Berechnungen

1

Rekordhoch für den Euro

Reale, handelsgewichtete Außenwerte, Indizes

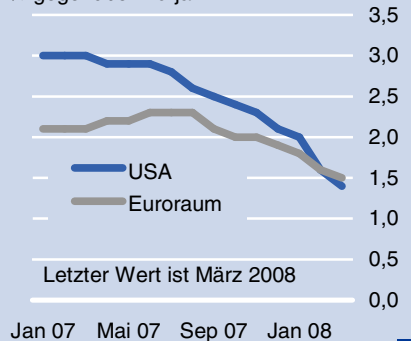


Quellen: Federal Reserve, EZB

2

Konsensprognosen für das BIP-Wachstum 2008

% gegenüber Vorjahr



Letzter Wert ist März 2008

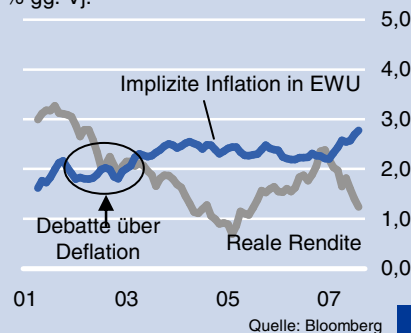
Jan 07 Mai 07 Sep 07 Jan 08

Quelle: Consensus Economics

3

Anleihemarkt nur wenig über Inflation besorgt

Laut inflationsgeschützten OATie, % gg. Vj.



Quelle: Bloomberg

4

rate und eine geringere (erwartete) Potenziallücke führen zu einem höheren Leitzinssatz.

Zinsentscheidungen der EZB während der Turbulenzen

Die Entscheidung der EZB, die Zinsen nach der Verschlechterung der Situation an den globalen Finanzmärkten im Sommer 2007 nicht weiter zu senken, steht in Einklang mit den Erkenntnissen aus der Taylor-Regel. Zunächst einmal waren die Realzinsen bis zur Jahresmitte 2007 auf gut 2% (Grafik 1) gestiegen, ein Niveau, das angesichts eines Trendwachstums von knapp 2% im Euroraum als langfristig neutral oder annähernd neutral angesehen werden kann.

Im Sommer 2007 hatte die EZB noch beabsichtigt, die Zinsen aufgrund des überraschend hohen BIP-Wachstums über das neutrale Niveau hinaus anzuheben. Die Finanzmarkturbulenzen haben die Wachstumserwartungen auf beiden Seiten des Atlantiks jedoch erheblich gedämpft und die Unsicherheit in Bezug auf die zukünftige Entwicklung verstärkt. Die Konsensprognose für das US-BIP-Wachstum 2008 wurde von 2,9% im Juni 2007 bis zum November 2007 auf 2,3% zurückgenommen und betrug im März 2008 nur noch 1,4%. Der Anstieg des Euro auf neue Rekordstände trug zum Rückgang der Wachstumsprognosen für den Euroraum bei (Grafik 2 zeigt die realen, handelsgewichteten Wechselkursindizes auf breiter Basis). Die Konsensprognose für das BIP-Wachstum 2008 für den Euroraum wurde von 2,3% im Juni 2007 auf 2,0% im November zurückgenommen und fiel bis zum März 2008 weiter auf 1,5% (Grafik 3). Deshalb wird sich die Potenziallücke im Euroraum nicht – wie noch im Juni prognostiziert – verringern, sondern dürfte sich 2008 eher ausweiten.

Die gegenwärtige Inflationsbeschleunigung ist als temporär anzusehen und primär auf externe Preisentwicklungen (Energie und Nahrungsmittel) zurückzuführen. Die EZB wird genau beobachten, ob dies Preisdruck aus dem Inland zur Folge haben wird. Bisher gibt es wenig Anzeichen für kräftig zunehmenden Lohndruck und damit einhergehende steigende Lohnstückkosten. Im Euroraum betrug der Anstieg der Lohnstückkosten im 3. Quartal 2007 nur 1,3% gg. Vj. Obwohl die schwächere Konjunktur vorübergehend zu leicht steigenden Raten führen dürfte, sollte dies keine große Beunruhigung auf Seiten der EZB auslösen. An den Anleihemärkten ist die implizite Inflationsrate im Euroraum in den letzten Monaten nur leicht gestiegen (s. Grafik 4).

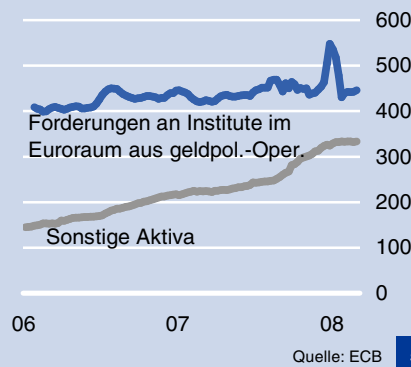
Zielkonflikt momentan unwahrscheinlich

Aus heutiger Sicht stehen die Aktivitäten der EZB zur Bereitstellung von Liquidität an den Geldmärkten nicht im Widerspruch zum vorrangigen Ziel der EZB, die Preisstabilität zu sichern. Eine Verbindung ließe sich von den Liquiditätsspritzen zu Bankkrediten herstellen, die dann zu einer höheren Güternachfrage und höheren Verbraucherpreisen führen würden. Dieser Zusammenhang scheint aus einigen Gründen derzeit nicht zu bestehen: Zunächst einmal scheinen die Kreditvergabeoperationen der EZB nicht zu einer permanenten Bilanzverlängerung geführt zu haben.

Nachdem im Euroraum die Kreditvergabe an die Finanzinstitute Ende des Jahres 2007 aufgrund der umfangreicheren geldpolitischen Operationen (Grafik 5 auf der nächsten Seite) deutlich zugenommen hatte, war dieser Effekt bis Ende Januar wieder vollständig verschwunden. Der Kurs der EZB war schlicht darauf ausgerichtet, die Marktzinsen in der Nähe des Mindestbietungssatzes ihres Hauptrefinanzierungsinstrumentes zu halten. Die EZB hat ihre Bi-

Ein Blick in die Bilanz des Eurosystems

In Milliarden Euro, 4 Wochen-Schnitt



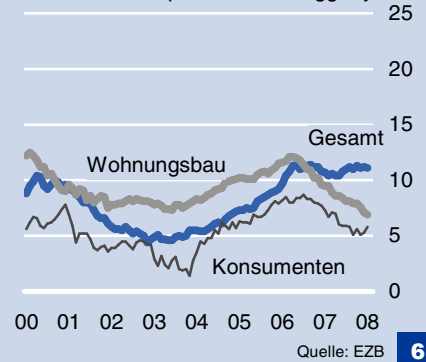
lanz nicht ungewöhnlich verlängert – im Gegensatz zur Bank von Japan, nachdem diese im Jahr 2001 die Politik der quantitativen Lockerung einführte. Durch die Steuerung der Liquidität auf dem Geldmarkt konnte ein Anstieg der Finanzierungskosten über das von der Taylor-Regel abgeleitete Zinsniveau hinaus verhindert werden.

Kreditvergabe weiterhin unproblematisch

Die Kreditvergabe der Banken weist in Folge der Geldmarktoperationen der EZB ebenfalls keine ungewöhnlichen Tendenzen auf. Die gesamte Kreditvergabe an den Privatsektor im Euroraum steigt seit Anfang 2006 mit einer Jahresrate von rund 11% und lag im Januar 2008 um 11,1% über dem Vorjahresniveau (blaue Kurven in Grafiken 6 und 7). Die Wachstumsraten im Bereich der Verbraucher-kredite und für den Wohnungsbau haben sich seit Mitte des Jahres 2006 abgeschwächt, was wahrscheinlich auf das Abflauen des Immobilienbooms in einigen Ländern des Euroraums zurückzuführen ist. (Grafik 6).

Immobilienkredite

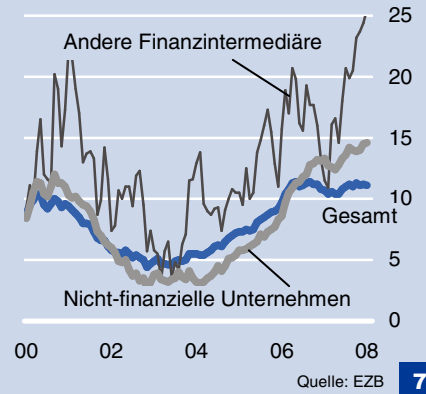
EWU Kredite an priv. Sektor, % gg. Vj.



Gleichzeitig hat sich die Kreditvergabe an Unternehmen im Nicht-Finanz-Bereich – der größten Komponente des gesamten Kreditvolumens – auch nach dem Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen weiter beschleunigt. Die Hauptursache für die zunehmende Kreditexpansion dürfte darin zu sehen sein, dass sich die Unternehmen um Alternativen zum Markt für Unternehmensanleihen bemühen mussten. Es zeigt außerdem, dass die Banken in der Lage waren, der Wirtschaft auch dann Kredite zur Verfügung zu stellen, als einige Märkte verschlossen waren. Die Kreditvergabe an andere Finanzintermediäre (ein kleiner Anteil am gesamten Kreditvolumen) hat sich Ende des Jahres 2007 stark ausgeweitet. Die Aktivitäten der EZB dürften zu diesem positiven Ergebnis beigetragen haben. Obwohl nach unserer Einschätzung nicht vollkommen auszuschließen ist, dass der Anstieg des Kreditvolumens eines Tages preissteigernde Wirkung haben könnte, war es richtig, dem reibungslosen Funktionieren der Kreditvergabe Priorität einzuräumen. Dennoch behält die genaue Beobachtung der Kreditentwicklung große Bedeutung.

Viele Unternehmenskredite

EWU Kredite an priv. Sektor, % gg. Vj.



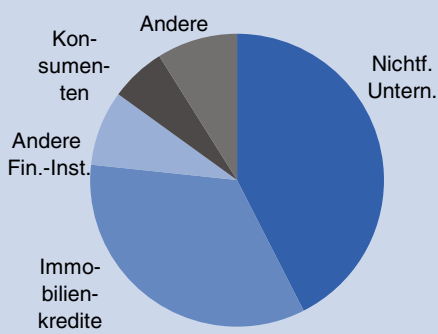
Szenario-Analyse: Vertrauensverlust der EZB

Könnte die Bereitstellung von Liquidität in Krisenfällen ein Risiko für die Glaubwürdigkeit der EZB darstellen? In diesem Artikel wurde mehrfach betont, dass die EZB angemessen auf die jüngsten Finanzmarkturbulenzen reagiert hat und ihre Aktionen nicht im Widerspruch zum vorrangigen Ziel der Preisstabilität standen. Deshalb ist die Glaubwürdigkeit der Politik der EZB nicht gefährdet.

Es ist jedoch prinzipiell vorstellbar, dass die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank in Bezug auf die Erhaltung der Preisstabilität beschädigt wird. Ein mögliches Szenario – eindeutig keine Prognose oder voraussichtliche Entwicklung, da es Fehleinschätzungen der EZB in verschiedener Hinsicht voraussetzt – könnte folgendermaßen aussehen: Die Weltwirtschaft erholt sich erstaunlich stark, der kräftige Anstieg der Rohstoffpreise setzt sich fort, und die Unternehmen stimmen Lohnerhöhungen von 5% und mehr zu. In diesem Szenario müssten sich die Bedenken der Zentralbank auf die Liquiditätssituation an den Geldmärkten richten: Sie nimmt keine Zinserhöhungen vor, verlängert aber ihre Bilanz. Die Verbraucherausgaben würden sich erhöhen und Preissteigerungen zahlreicher Produkte nach sich ziehen. Der Anstieg der Verbraucherpreise läge dann auf längere Sicht bei 3% oder sogar darüber. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen würde bei einer Inflationserwartung von über 3% auf 6% an-

Zusammensetzung der Kredite an Private

Jahresdurchschnitt 2007



steigen (höchstes Renditeniveau seit 1996). Dadurch würde die Glaubwürdigkeit der Politik der EZB in Mitleidenschaft gezogen. Dies ist wie gesagt ein hypothetisches Szenario, um einige der daraus abgeleiteten Annahmen und Fehleinschätzungen darzustellen und die Folgen aufzuzeigen.

3. Liquiditätshilfe im Krisenfall, Moral hazard und Finanzmarktinstabilität

Auslöser von Moral hazard?

Könnte die Bereitstellung von Liquidität zur Abwendung von Finanzmarkturbulenzen Moral hazard im Finanzsystem auslösen und damit auf mittlere Sicht eine Gefährdung für die zur Stabilität des Systems erforderliche Marktdisziplin darstellen? Und würde dies – da es schwierig ist, auf lange Sicht die Erhaltung der Preisstabilität im Falle von Instabilität an den Finanzmärkten zu gewährleisten – letztendlich das vorrangige Ziel der EZB, die Erreichung von Preisstabilität, gefährden? Obwohl auch dieses Szenario theoretisch möglich ist, ist es aus den folgenden Gründen unwahrscheinlich:

1. Da Preisstabilität letzten Endes nicht ohne Finanzstabilität gewährleistet werden kann, werden rationale wirtschaftlichen Akteure erkennen, dass die EZB von Zeit zu Zeit und in angemessener Weise in Krisenfällen Liquidität zur Verfügung stellen muss, um ihr primäres Politikziel zu erreichen. Solange sich die Akteure in der Wirtschaft bewusst sind, dass sich diese beiden Politikziele² nicht gegenseitig ausschließen, werden angemessene Aktionen (wie in Abschnitt 2 dieses Beitrags diskutiert) der EZB zur Bereitstellung von Liquidität im Krisenfall die Glaubwürdigkeit der EZB nicht beschädigen.
2. Moral hazard tritt nur dann ein, wenn jene Banken und Strukturen (d.h. Produkte und Verfahren), die eine Finanzkrise verursacht haben, nicht zur Rechenschaft gezogen werden und keinen Sanktionen unterliegen. Es ist die Aufgabe der Finanzaufsicht und, falls erforderlich, der Regulierungsbehörden bzw. Gesetzgeber sicherzustellen, dass diese Sanktionen tatsächlich verhängt werden.³ Dies wiederum unterstreicht die Tatsache, dass die Liquiditätsversorgung im Krisenfall immer als ein Teil umfassenderer Bemühungen zur Finanzmarktstabilisierung gesehen werden muss. Diese Bemühungen erfordern die Beteiligung von Zentralbanken, Aufsichtsbehörden, Finanzministerien und, falls notwendig, Gesetzgebern (siehe Box auf Seite 7).
3. Moral hazard würde entstehen, wenn die Liquiditätsspritzen in das Finanzsystem in Krisenfällen nicht die Ausnahme blieben, sondern solche Liquiditätshilfen wiederkehrend und/oder andauernd erfolgten. Deshalb muss die EZB dafür sorgen, dass ihre Kreditfazilitäten nicht zu einer Hauptfinanzierungsquelle für die Banken werden. So gab es z.B. Berichte, wonach spanische Banken Hypothekarkreditportfolien mit der ausdrücklichen Intention verbrieft haben, diese nicht auf dem Kapitalmarkt zu platzieren, sondern sie bei der EZB für Finanzierungsgeschäfte zu hinterlegen.

Der Zugang zu umfangreichen, außergewöhnlichen Kreditfazilitäten sollte deshalb allmählich reduziert werden, sobald sich die

Finanzmarktaufsicht zur Verhinderung von Moral hazard

Liquiditätshilfen im Krisenfall müssen Ausnahme bleiben

² Natürlich ist die Preisniveaustabilität das ultimative Ziel einer Zentralbank, während Finanzstabilität nur ein Zwischenziel darstellt.

³ Siehe auch Immobilienpreise und Geldpolitik. Deutsche Bank Research. EU-Monitor 51 vom 20. Dezember 2007. Frankfurt am Main.

Allgemeine Erwägungen zum Krisenmanagement

Es besteht kein Zweifel, dass die Lösung von Finanzkrisen mehr eine Kunst ist als eine rein mechanische Anwendung zuvor festgelegter Regeln. Dies gilt sowohl im Falle von Zahlungsschwierigkeiten eines einzelnen Institutes als auch im Falle einer Krise des gesamten Finanzsystems. Außerdem ist zu berücksichtigen, dass die Lösung einer Krise nicht nur auf den (halb-)offiziellen und institutionellen Rahmenbedingungen, z.B. Einlagensicherung/ Einlagengarantie und der „Lender of last resort“- Funktion beruht. Die Beteiligung des privaten Sektors hat aus drei Gründen ebenfalls immer eine wichtige Rolle gespielt: 1. Sie erhöht die zur Krisenbewältigung verfügbaren Ressourcen. 2. Sie ist häufig unerlässlich für die ordnungsgemäße Abwicklung einer in Zahlungsschwierigkeiten geratenen Institution, um für den Fortbestand ausstehender Kontrakte an den Finanzmärkten zu sorgen, so dass ein Chaos vermieden werden kann (LTCM ist ein Beispiel). 3. Es wird angenommen, dass eine Beteiligung der Privatwirtschaft positiven Einfluss auf die Marktdisziplin hat und die Kosten der Krisenbewältigung für den Steuerzahler zu begrenzen hilft. Obwohl also vieles für eine Beteiligung der Finanzwirtschaft spricht, müssen die Grenzen einer solchen Beteiligung ebenfalls klar gesehen werden. Das Engagement des Privatsektors kann z.B. niemals vollständig die „Lender of last resort“- Funktion ersetzen, da private Akteure selber keine Liquidität schaffen können. Außerdem gibt es offensichtliche, anerkannte Grenzen für Beteiligungen des Privatsektors, z.B. wenn diese die Lebensfähigkeit des bisher gesunden Teils eines Finanzsystems gefährden könnten. Außerdem ist zu bezweifeln, ob der Privatsektor allein tatsächlich ausreichende Mittel für die Sanierung oder zumindest die ordnungsgemäße Abwicklung eines systemisch wichtigen Instituts bereitstellen könnte – von einer umfangreichen Bankenkrise ganz zu schweigen. Wie die Erfahrungen mit Bankenkrisen in den Industrieländern in den letzten zwei Jahrzehnten gezeigt haben, ist dies nicht der Fall. Deshalb wird in diesen Fällen eine Kombination aus öffentlichen Geldern (Steuergeldern und Zentralbankgeld), privaten Geldern und Geldern aus Einlagensicherung/Versicherungsgarantien erforderlich sein.

Quelle: EFR (2005)

Märkte erholt haben. Dies ist offensichtlich schwierig, da der Zugang zu außergewöhnlichen Liquiditätsfazilitäten in gewissem Maße endogen ist: Solange die Banken ihren Liquiditätsbedarf mit Hilfe von Zentralbankkrediten decken können, werden sie keine Gelder an den normalen Märkten aufnehmen, wo die Kosten höher sind. Wenn jedoch keine Bank den Markt zur Finanzierung in Anspruch nimmt, ist die Funktionsfähigkeit der Märkte scheinbar weiterhin nicht hergestellt, was die Aufrechterhaltung außergewöhnlicher Kreditfazilitäten der Zentralbank zu rechtfertigen scheint.

Unterm Strich gibt es zwar theoretisch Transmissionskanäle, durch die bei der Bereitstellung von Liquiditätshilfen in Krisenfällen das vorrangige Ziel der EZB letzten Endes gefährdet werden könnte. Ein solches Szenario basiert jedoch auf Annahmen, die wir für unwahrscheinlich halten.

4. Mängel im EU-Krisenmanagement

Unabhängig von der Diskussion über die potenziellen Auswirkungen von Liquiditätsoperationen in Krisenfällen auf die geldpolitischen Ziele waren die jüngsten Ereignisse ein klarer Beleg für die Unzulänglichkeiten des institutionellen Rahmens der Finanzaufsicht in der EU im Allgemeinen und des Krisenmanagements im Besonderen.⁴

- Wenn Zentralbanken die Entscheidung treffen, dem Finanzsystem in Krisensituationen Liquidität zur Verfügung zu stellen, müssen sie über möglichst umfassende Informationen über den Zustand des Systems insgesamt und den der systemisch relevanten Banken verfügen, damit sie das angemessene Ausmaß der Intervention bestmöglich bestimmen können. Für die EZB ist diese Einschätzung schwierig, da es aufgrund des national organisierten Systems der Finanzaufsicht kein zentrales Datenregister gibt, wo Informationen über die Finanzsituation systemisch relevanter Kreditinstitute und das System insgesamt sofort abgerufen werden könnten. Berichten zufolge beschloss die EZB daher bei ihrer ersten außergewöhnlichen Liquiditätsbereitstellung im August 2007, überreichlich Liquidität zur Verfügung zu stellen, um das gewünschte Ziel tatsächlich zu erreichen.⁵
- Da die Finanzaufsicht in der EU weiterhin nationalstaatlich organisiert ist, ist der Informationsfluss unzureichend und die Zusammenarbeit zwischen den Finanzaufsichtsbehörden in Zeiten angespannter Märkte wohl zu langsam und nicht umfassend genug. Durch diese Fragmentierung in der Struktur der Finanzaufsicht erhöht sich das Risiko, dass Turbulenzen an einem Markt auf andere Märkte übergreifen.

⁴ Wir haben diese Mängel bereits in einem Paper für das Committee on European and Monetary Affairs (ECON) im August 2007 diskutiert. Es sei betont, dass die Krisenprävention stets als erste Verteidigungslinie angesehen werden sollte. Krisenprävention erfordert vor allem das Handeln der Finanzinstitutionen selbst, einschließlich eines effektiven Risikomanagements, der Offenlegung von Risiken, Engagements und Prozessen des Risikomanagements sowie der richtigen Anreizstrukturen, u.a. der Regeln für die Vergütungssysteme.

⁵ Es sei betont, dass dies nicht notwendigerweise bzw. logischerweise heißt, dass die EZB die Bankenaufsichtsbehörde (für große EU-Banken) werden muss. Es bedeutet nur, dass es eine Aufsichtsstruktur geben muss, die die Aufsicht von systemisch relevanten Kreditinstituten in der EU zentralisiert.

- Die EU hat kein kohärentes Konzept entwickelt, das eine konsistente Kommunikation der Behörden gegenüber den Finanzmärkten und der Öffentlichkeit im Falle einer Krise eines europaweit tätigen Finanzinstitutes sicherstellt. Dies dürfte die Unsicherheit in Krisenzeiten verstärken.
- Effektives Krisenmanagement ist von einem funktionsfähigen Zusammenspiel zwischen den verschiedenen Akteuren abhängig, die am Krisenmanagement beteiligt sind (Zentralbanken, Finanzaufsichtsbehörden, Finanzministerien, Einlagensicherungen und Marktteilnehmer). Während diese Interaktion auf der Ebene der Mitgliedstaaten relativ gut funktioniert⁶, ist eine ähnliche Kooperation auf EU-Ebene noch nicht getestet worden.
- Da es keine europaweiten Strukturen für das Krisenmanagement gibt und die nationalen Behörden nur gegenüber ihren jeweiligen Parlamenten rechenschaftspflichtig sind, haben nationale Behörden im Krisenfall einen Anreiz, die jeweiligen nationalen Geschäfte eines international operierenden Finanzinstitutes abzuschotten.

Diese und andere Mängel sind von den EU-Mitgliedsländern und den EU-Behörden erkannt worden. Im August 2007 hat das „Economic and Financial Committee“ (EFC) Einverständnis über Grundlagen des Krisenmanagements in der EU erzielt. Dieses formuliert Grundprinzipien des Krisenmanagements, fordert ein gemeinsames analytisches Rahmenwerk für die Einschätzung von Krisensituationen und verpflichtet die Mitgliedsländer zum Abschluss eines neuen Memorandums of Understanding zwischen allen betroffenen EU-Behörden. Die Übereinkunft verpflichtet alle Mitgliedstaaten dazu, die Krise eines europaweit tätigen Finanzinstitutes als „eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ anzusehen. Sie definiert auch einige praktische Maßnahmen, u.a. eine Agenda, um die o.g. Mängel hinsichtlich der aktuellen institutionellen Rahmenbedingungen zu beseitigen. Damit geht der EFC-Bericht so weit, wie es unter den derzeitigen institutionellen Rahmenbedingungen möglich ist, um sicherzustellen, dass die Krise eines europaweit tätigen Finanzinstitutes überwunden werden kann. Es wird sich jedoch noch zeigen müssen, ob diese Instrumentarien ausreichen – zumal sie die Anreizstrukturen für die Behörden in den Mitgliedstaaten nicht grundlegend verändern.

Norbert Walter (+49 69 910-31810, norbert.walter@db.com)

Stefan Bergheim (+49 69 910-31727, stefan.bergheim@db.com)

⁶ So hat diese Abstimmung in Deutschland gut funktioniert (Sachsen LB, IKB), während sie in Großbritannien weniger Erfolg zeigte (Northern Rock), wo die trilaterale Vereinbarung zwischen der BoE, der FSA und HMT sich als nicht effektiv erwies und daher nunmehr revidiert werden wird.