

## THEMENBLATT 5

# GELDPOLITIK IN NORMALEN UND IN KRISENZEITEN

Die Geldpolitik umfasst alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu erreichen. Im Euroraum ist das vorrangige Ziel der Geldpolitik der Erhalt stabiler Preise. Die Europäische Zentralbank spricht von Preisstabilität, wenn der jährliche Preisanstieg – die Inflationsrate – bei 2 % liegt.

Der wichtigste Hebel, mit dem die Zentralbank in normalen Zeiten in die Wirtschaft eingreift, ist der Zinssatz, zu dem sie mit kurzer Laufzeit Zentralbankgeld an Geschäftsbanken verleiht. Dank dem Einsatz ihrer geldpolitischen Instrumente kann die Zentralbank diesen Zinssatz steuern. Erhöht sie den Zinssatz, dämpft das die Wirtschaft und die Inflation geht zurück. Senkt sie den Zinssatz, so belebt sich die Wirtschaft und die Inflation steigt. Reichen in Krisenzeiten die Veränderungen des kurzfristigen Zinssatzes nicht aus, um das Ziel der Preisstabilität zu erreichen, so verfügen Zentralbanken über eine Reihe weiterer Instrumente, mit denen sie auf die Kreditvergabe der Banken und die Preise auf den Finanzmärkten einwirken können.

**Autorin:**  
**Claudia Kwapil**

**Stand: Juni 2022**

# 1 Wie Geldpolitik auf die Wirtschaft wirkt

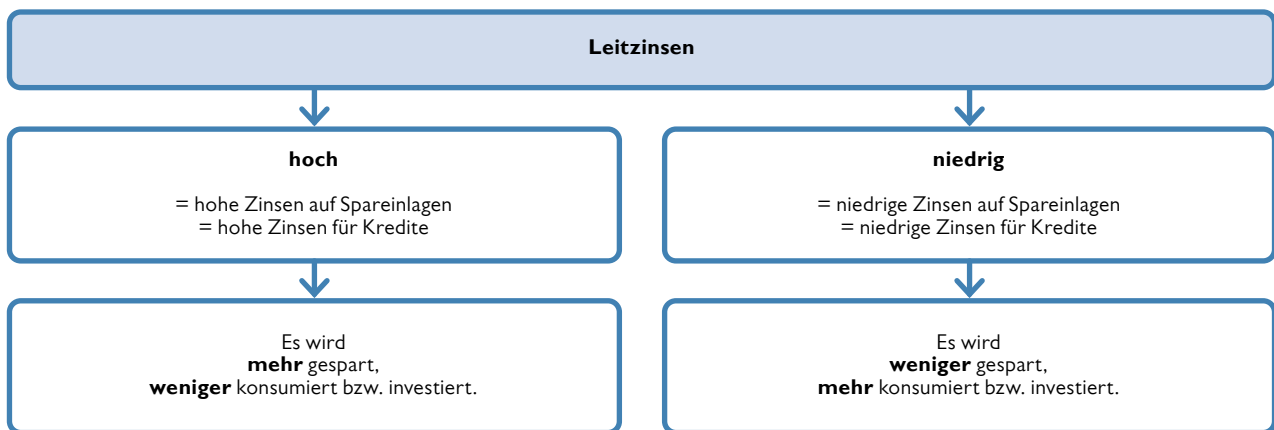
Das vorrangige Ziel der Geldpolitik ist die Gewährleistung von Preisstabilität<sup>1</sup>. In diesem Zusammenhang stellen sich folgende Fragen: Warum wurde diese Aufgabe gerade der Geldpolitik zugeteilt? Ist sie für diese Aufgabe gut geeignet? Wer macht Geldpolitik? Auf welche Weise beeinflusst die Geldpolitik die Wirtschaft im Allgemeinen und die Inflation im Besonderen? Wie hängen die Zentralbankzinsen mit den eigenen Sparbuch- und Kreditzinsen zusammen?

## 1.1 VON DER ZENTRALBANK ZUM BANKKUNDEN

Die Aufgabe von Geschäftsbanken ist es, die Ersparnisse der Menschen sicher aufzubewahren und an die Wirtschaft als Kredite zu vergeben. Zudem wird über das Bankensystem Bargeld verteilt, das die Menschen für ihren täglichen Bedarf benötigen. Dementsprechend leihen sich Geschäftsbanken von der Zentralbank, sogenanntes Zentralbankgeld, um die Ausgabe von Bargeld und andere Aktivitäten – wie z.B. den Ausgleich von Zwischenbankverbindlichkeiten oder die Erfüllung der Mindestreservepflicht – zu finanzieren.

Zentralbankgeld wird in Form befristeter Kredite – also in Form von Krediten, die automatisch zu einem vereinbarten Zeitpunkt enden – verliehen. Dafür müssen Geschäftsbanken der Zentralbank Zinsen bezahlen. Diese Zinsen werden geldpolitische Leitzinsen genannt. Da die Zentralbank die einzige Stelle ist, die Zentralbankgeld schaffen kann, kann sie über das Niveau dieser Zinsen frei bestimmen. Müssen Banken mehr (oder weniger) für diese Kredite bezahlen, so geben sie diesen Zinsanstieg (oder die Senkung) – meist mit einer zeitlichen Verzögerung – an ihre Kundschaft weiter. Auf diese Weise hat die Zentralbank zwar nicht unmittelbar, aber doch einen bestimmenden Einfluss auf die Spar- und Kreditzinsen der Menschen.

## 1.2 ÄNDERUNGEN DER LEITZINSEN



Die zuvor erwähnten Spar- und Kreditzinsen sind für die Spar-, Konsum- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte und Unternehmen wichtig:

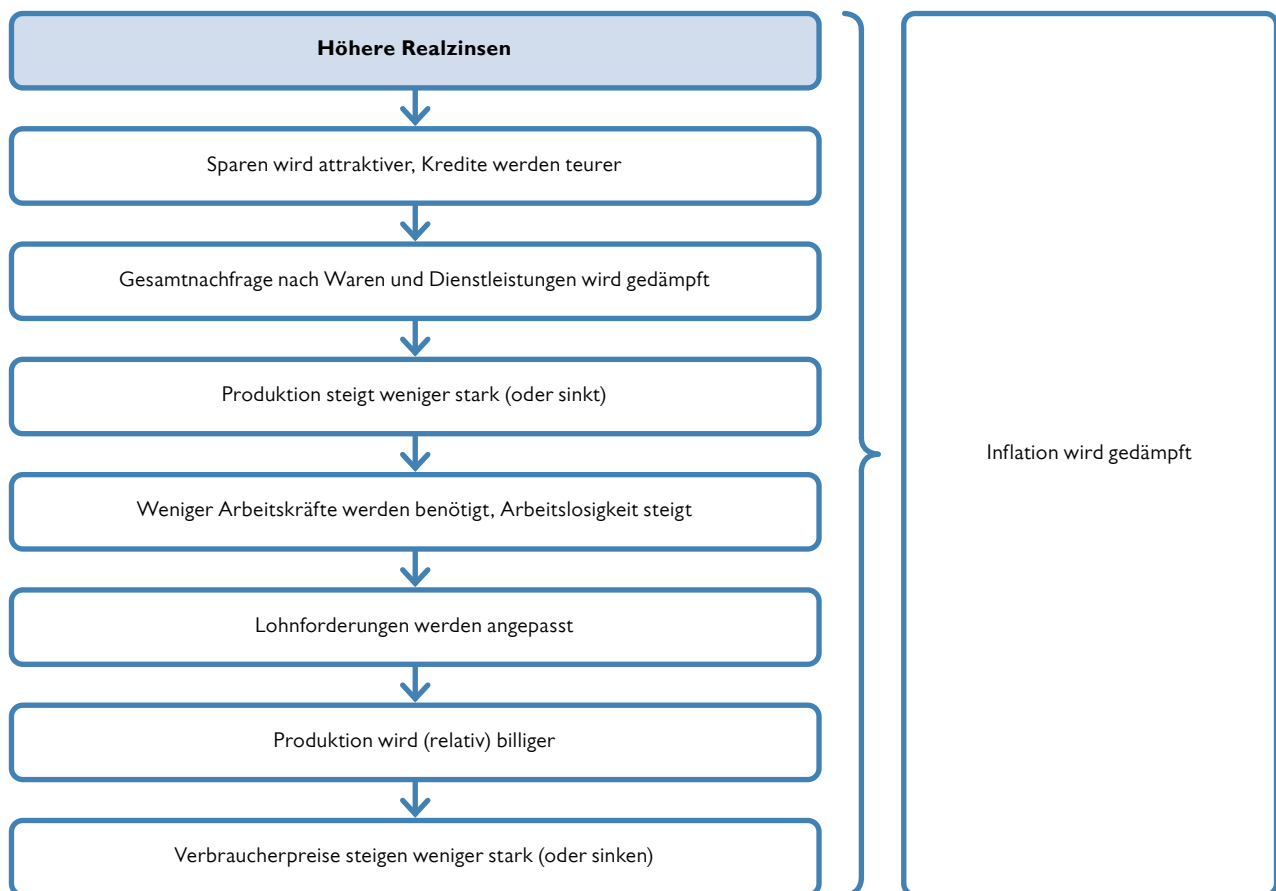
- Höhere Zinsen sind ein Anreiz mehr zu sparen und weniger zu konsumieren.
- Gleichzeitig verteuern höhere Zinsen Kredite – auch das ist ein Anreiz, mehr zu sparen und weniger zu konsumieren oder weniger zu investieren.

<sup>1</sup> Zum Preisstabilitätsziel siehe Themenblatt 4 „Preisstabilität – Inflation – Deflation“.

Dabei unterscheidet man zwischen **Nominalzinsen** (das sind die Zinsen, die man z. B. auf einem Sparbuch bekommt) und **Realzinsen**. Realzinsen sind die Nominalzinsen abzüglich des durch die Inflation erwarteten Wertverlustes. Dazu ein Beispiel: Wenn Frau Sparefroh ein gebundenes Sparbuch eröffnet und sich überlegt, wie viel Geld sie nach der Bindungsfrist zurückbekommen wird, ist es nicht nur wichtig zu wissen, wie viel sie an Nominalzinsen in der Zeit verdienen wird, sondern auch wie viel sie sich am Ende abzüglich der (erwarteten) Preissteigerungen, die in der Zwischenzeit stattfinden werden, – also real – um dieses Geld kaufen kann. In der Theorie wird davon ausgegangen, dass nicht die Nominalzinsen die Konsum- und Investitionsentscheidungen prägen, sondern die Realzinsen.

- Höhere Realzinsen machen das Sparen für private Haushalte attraktiver. Sie geben daher weniger Geld aus, was zu einer Dämpfung der Konsumnachfrage führt.
- Höhere Realzinsen machen eine Kreditaufnahme zur Finanzierung von Konsum und Investitionen für private Haushalte und Unternehmen teurer und dämpfen dadurch die Gesamtnachfrage in einer Volkswirtschaft.

Wenn Menschen und Unternehmen weniger konsumieren bzw. investieren, also die aktuelle Nachfrage in einer Volkswirtschaft zurückgeht, senken die Unternehmen in der Regel ihre Preise, um trotzdem ihre Waren und Dienstleistungen verkaufen zu können. Das Gleiche gilt für den Arbeitsmarkt: Werden weniger Arbeitskräfte für die in diesem Beispiel nun geringere Produktion benötigt, steigt die Arbeitslosigkeit. Lohnforderungen werden zurückhaltender gestaltet und das Lohnniveau steigt weniger stark (oder sinkt in extremen Situationen sogar). In der Folge wird es aufgrund der gesunkenen Lohnkosten für die Unternehmen billiger zu produzieren und sie erhöhen ihre Verkaufspreise weniger stark oder sie senken diese sogar. All diese Faktoren wirken auf das allgemeine Preisniveau und die Inflation wird gedämpft.



Änderungen der geldpolitischen Leitzinsen führen

- zuerst zu Änderungen bei den Kundenzinsen,
- in weiterer Folge zu einer Veränderung der Produktionsmenge in einer Volkswirtschaft (auch Bruttoinlandsprodukt oder BIP genannt) und
- schließlich zu einer Veränderung der Löhne und Preise und damit zu einer Veränderung der Inflationsrate.

Geldpolitische Maßnahmen schlagen daher in der Regel mit erheblicher zeitlicher Verzögerung auf das reale BIP (also die Wirtschaftsleistung eines Landes) und anschließend auf die Preisentwicklung durch. So reagiert die Realwirtschaft auf eine Erhöhung der Leitzinsen erst nach rund  $\frac{1}{2}$  bis 1 Jahr mit einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums. Der Effekt auf die Preise setzt erst nach der Reaktion der Realwirtschaft ein.

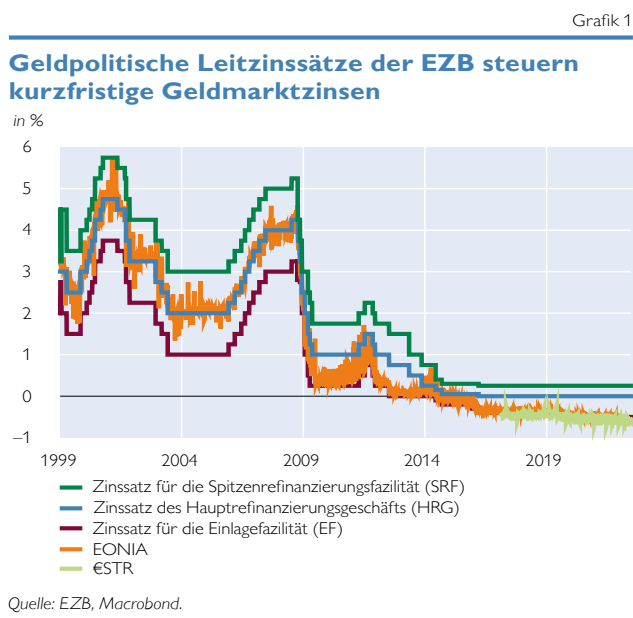
Die in der Folge geringeren Preise führen letztendlich wieder zu einem Anstieg der Nachfrage und damit zu einem Anstieg der Produktion und sorgen dafür, dass der Effekt auf die Realwirtschaft nur temporär ist und das reale BIP langsam zu seinem Ursprungsniveau zurückkehrt. Mit anderen Worten hat die Geldpolitik langfristig keinen Effekt auf die Realwirtschaft, sondern kann nur kurzfristig glättend auf sie wirken. Einen langfristigen Effekt hat die Geldpolitik hingegen auf das Preisniveau und damit auf die Inflation.

Aufgrund dieser Zusammenhänge ist die Geldpolitik nicht dazu geeignet, die Produktion bzw. das reale BIP langfristig zu beeinflussen. Sie ist aber gut dazu geeignet, die Entwicklung der Realwirtschaft zu glätten und auf diesem Weg die Inflation in einer Volkswirtschaft zu steuern. Deshalb wird Zentralbanken das Mandat zur Gewährleistung von Preisstabilität explizit zugewiesen.

### 1.3 DIE KONKRETE UMSETZUNG DER GELDPOLITIK

Geschäftsbanken leihen sich bei der Zentralbank Geld aus. Im Euroraum tun sie das beim Eurosystem, das aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den 19 am Euro teilnehmenden nationalen Zentralbanken besteht. Wie funktioniert das in der Praxis?

Das Eurosystem bietet den Geschäftsbanken Zentralbankgeld zu den geldpolitischen Leitzinssätzen an.



Wie in Grafik 1 zu sehen ist gibt es drei Leitzinssätze:

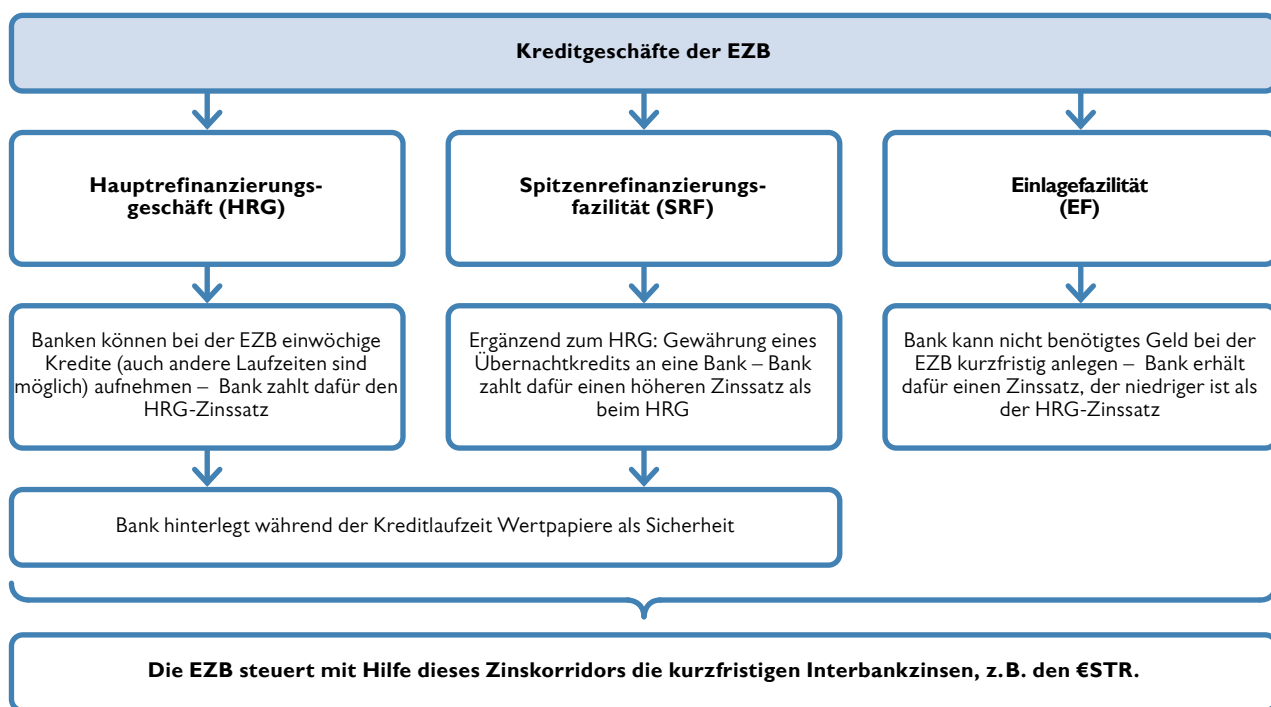
- den Zinssatz des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG),
- jenen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität (SRF) und
- jenen für die Einlagefazilität (EF).

Grafik 1 zeigt sämtliche Leitzinsänderungen seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion im Jahr 1999, wobei der HRG-Zinssatz das wichtigste Signal für den geldpolitischen Kurs in normalen Zeiten ist. Das Ziel dieser drei Leitzinssätze ist die Steuerung der kurzfristigen Geldmarktzinsen; wie z. B. des €STR (Euro Short-Term Rate, siehe Grafik 1), zu dem sich Banken im Großhandel Zentralbankgeld leihen. Der €STR spiegelt die Kreditkosten der Banken wider, wenn sie sich Zentralbankgeld unbesichert über Nacht leihen. Die Menge an Zentralbankgeld ist dabei eine wichtige Bestimmungsgröße für diesen Zinssatz.

Im **Hauptrefinanzierungsgeschäft** wird Geschäftsbanken Zentralbankgeld befristet für eine Woche zur Verfügung gestellt. Darüber hinaus wird es in der Regel auch für längere Laufzeiten, z.B. für drei Monate, angeboten. Laufen die jeweiligen Kredite aus, wird ein neuer Kredit angeboten. Durch die ständige Erneuerung der Kredite kann die Zentralbankgeldmenge durch die Zentralbank laufend angepasst werden.

Um die richtige Menge an Zentralbankgeld zur Verfügung zu stellen, erstellt das Eurosystem Prognosen zum Liquiditätsbedarf des Bankensystems. In diesen Prognosen wird z. B. der Bargeldbedarf berücksichtigt. Entspricht die zugeteilte Zentralbankgeldmenge dem Liquiditätsbedarf der Banken, so wird sich der €STR (Euro Short-Term Rate), also ein Zinssatz, den das Eurosystem steuern will, in der Nähe des Zinssatzes des HRGs (Hauptrefinanzierungsgeschäfts) bewegen.

Sollten die Banken zwischen zwei Hauptrefinanzierungsgeschäften einen dringenden Bedarf an Zentralbankgeld haben, so können sie sich an die **Spitzenrefinanzierungsfazilität** wenden und müssen den dort geltenden (etwas höheren) SRF-Zinssatz bezahlen. Im anderen Fall, wenn eine Bank realisiert, dass sie sich zu viel Zentralbankgeld ausgeliehen hat, kann sie dieses in der Zwischenzeit in der **Einlagefazilität** parken, lukriert aber nur den dort geltenden (etwas niedrigeren) EF-Zinssatz.



Wie auch bei anderen Krediten üblich, verlangt die Zentralbank als Kreditgeberin Sicherheiten zur Absicherung gegen einen möglichen Zahlungsausfall. Sicherheiten sind Wertpapiere (z. B. Staats- oder Unternehmensanleihen), die bei der Zentralbank für die Laufzeit des Kredits hinterlegt werden müssen. Sollte der Kredit am Ende der Laufzeit nicht zurückbezahlt werden, kann die Zentralbank diese Sicherheiten verwerten und erleidet keinen Verlust. Zentralbankkredite sind also besicherte Kredite. Die Zentralbank kann entscheiden, welche Sicherheiten sie als Pfand akzeptiert, und hat auch dadurch Einfluss darauf, wie viel Zentralbankgeld sich die Banken ausleihen können. Den Zinssatz im HRG müssen die Banken sowohl für die einwöchigen als auch für die dreimonatigen Kredite bezahlen.

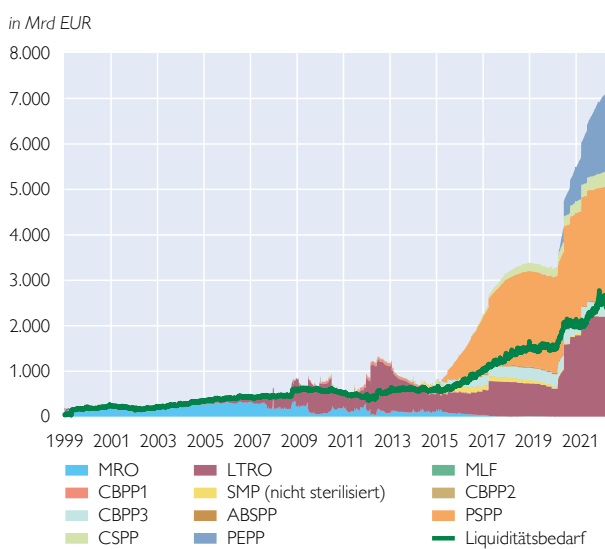
Als Alternative zur Veranlagung in der EF oder als Alternative zur Deckung eines dringenden Liquiditätsbedarfs in der SRF können Banken Zentralbankgeld auch untereinander handeln. Dies geschieht auf dem sogenannten Interbankenmarkt. In der Regel finden die Banken auf dem Interbankenmarkt günstigere Konditionen als die Zinsen der ständigen Fazilitäten (EF und SRF). Die Zinsen für die EF und SRF bilden somit die automatische Ober- und Untergrenze für die Übernachtszinssätze auf dem unbesicherten Interbankenmarkt. Im Gegensatz zum EONIA (siehe Grafik 1) der sich in der Regel innerhalb dieses Korridors bewegte, liegt sein Nachfolger €STR derzeit knapp unterhalb der Einlagefazilität, weil er nicht nur den Handel zwischen Banken, sondern auch den

von Banken mit anderen Finanzintermediären widerspiegelt. Es gilt aber trotzdem: Die EZB steuert mit Hilfe der drei geldpolitischen Leitzinssätze die kurzfristigen Geldmarktzinsen, die wiederum die Spar- und Kreditzinsen der Banken stark beeinflussen.

## 2 Die Geldpolitik in Krisenzeiten – unkonventionelle Maßnahmen

Grafik 2

### Geldpolitische Operationen im Eurosystem



Quelle: EZB, eigene Berechnungen.

Vor der Finanz- und Wirtschaftskrise, die im Jahr 2007 in den U.S.A. ihren Ausgang genommen hat, deckte das Eurosystem den Bedarf der Banken an Zentralbankgeld (siehe Abschnitt 1.3) in Form von einwöchigen und dreimonatigen Krediten. Zudem entsprach, wie Grafik 2 deutlich macht, die zugeteilte Zentralbankgeldmenge dem Liquiditätsbedarf des Bankensystems. Die bunte Fläche in Grafik 2 liegt also auf der gleichen Höhe wie die schwarze Linie. Auf jene Teile in Grafik 2, die den Zeitraum nach Herbst 2008 betreffen, wird im Folgenden eingegangen.

### 2.1 GELDPOLITIK AN DER UNTERGRENZE DES LEITZINSKORRIDORS

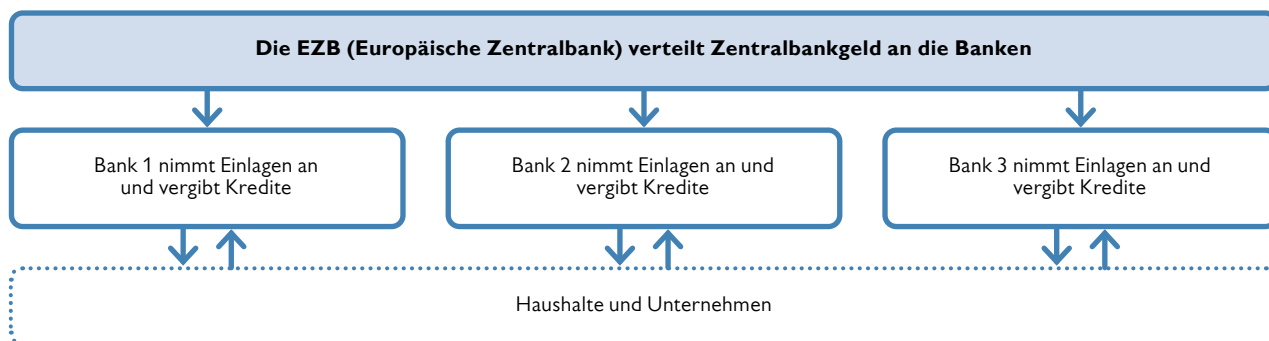
Durch die Finanz- und Wirtschaftskrise<sup>2</sup>, die den europäischen Bankensektor im Jahr 2008 erreichte, brach der Austausch von Zentralbankgeld innerhalb des Bankensystems zusammen. Geschäftsbanken verloren das gegenseitige Vertrauen, das Zentralbankgeld hörte auf, im System zu zirkulieren. Kommt es auf dem Interbankenmarkt, auf dem Banken einander Geld leihen,

zu Liquiditätsengpässen, so kann die Zentralbank die Situation entschärfen, indem sie den Banken zusätzliches Zentralbankgeld zur Verfügung stellt. Auf diese Weise kann sie verhindern, dass Banken, die zur Refinanzierung ihrer langfristigen Kredite (an Kundinnen und Kunden) auf kurzfristiges Geld angewiesen sind, in Situationen mit Liquiditätsanspannungen ernsthafte Probleme bekommen. Anders ausgedrückt: Das Eurosystem übernahm infolge der Krise zeitweise die Funktion des Interbankenmarktes. Dabei hörte das Eurosystem auf, den Liquiditätsbedarf des Bankensektors zu prognostizieren, sondern befriedigte ab Herbst 2008 die gesamte Nachfrage der Banken nach Zentralbankgeld, sofern diese ausreichend Sicherheiten hinterlegen konnten. Wie Grafik 2 zeigt, war durch den Wegfall des Interbankenmarktes für die Versorgung des Bankensektors ein deutlich höheres Volumen an Zentralbankgeld notwendig. Die Banken fragten mehr Zentralbankgeld nach als ihrem insgesamten Liquiditätsbedarf entsprach (die bunte Fläche in Grafik 2 übersteigt zeitweise den Liquiditätsbedarf bei Weitem). Da die effiziente Verteilung von Zentralbankgeld durch den Markt nicht funktionierte, musste jede Bank selbst für einen ausreichenden Liquiditätspuffer sorgen, was zu deutlich mehr Zentralbankgeldhaltung (z. B. auf der Einlagefazilität) führte.

Durch die großzügige Liquiditätsversorgung der Banken begannen sich die kurzfristigen Zinsen auf dem Interbankenmarkt (z.B. der EONIA bzw. €STR) vom Zinssatz des Hauptrefinanzierungssatzes wegzubewegen und an der Untergrenze des Leitzinskorridors zu orientieren (siehe Grafik 1). Damit wurde der Zinssatz für die Einlagefazilität das wichtigste Signal für den geldpolitischen Kurs des Eurosystems.

Damit die Liquiditätshilfe wirksam ist und auch dort ankommt, wo sie am dringendsten benötigt wird, kann das Eurosystem das Verzeichnis der zugelassenen Sicherheiten jederzeit anpassen. Wird die Liste der Sicherheiten erweitert, können Geschäftsbanken einen größeren Teil ihrer Wertpapiere zur Erlangung von Zentralbankgeld

<sup>2</sup> Siehe auch Themenblatt 12 „Wirtschafts-, Finanz- und Schuldenkrise“.



nutzen. Diese Maßnahme setzte das Eurosystem sowohl in der großen Finanzkrise 2008/09 ein als auch jüngst in der COVID-19-Krise 2020.

## 2.2 NEGATIVE LEITZINSPOLITIK

Die Finanzkrise in den Jahren 2008/09 und die damit einhergehende Rezession dämpften die Inflationsentwicklung deutlich und nach der darauffolgenden Staatsschuldenkrise setzte eine Disinflation ein, die die Inflationsentwicklung für lange Zeit vom Preisstabilitätsziel entfernte. Um das Ziel der Preisstabilität zu erreichen, reagierte die Geldpolitik des Eurosystems mit einer Senkung der Leitzinsen von 4,25 % (Zinssatz im HRG) im Jahr 2008 auf zunächst 1,0 % im Jahr 2009 und nach Ausbruch der Staatsschuldenkrise schrittweise auf 0,0 % im Jahr 2016. Der Zinssatz für die Einlagefazilität wurde in den Jahren 2014 bis 2022 in den negativen Bereich abgesenkt (siehe Grafik 1). Das heißt, zwischen 2014 und 2022 betrieb das Eurosystem negative Zinspolitik. Der Leitzinskorridor drückte die Geldmarktzinsen unter null und die Geschäftsbanken erwirtschafteten Zinserträge, wenn sie einen Kredit auf dem Interbankenmarkt aufnahmen. Die Transmission funktionierte – ebenso wie im positiven Bereich –, indem die Geschäftsbanken die günstigen Kreditkonditionen, zu denen sie sich refinanzierten, an ihre Bankkundinnen und -kunden weitergaben (siehe Abschnitt 1.2). Diese nahmen vermehrt Kredite auf, wodurch die Wirtschaftstätigkeit stimuliert wurde und die Inflation stieg.

## 2.3 ANKAUFPROGRAMME

Da der Spielraum von Leitzinspolitik durch die effektive Leitzinsuntergrenze beschränkt ist, wurde am Höhepunkt der großen Finanzkrise im Jahr 2009 klar, dass es expansive geldpolitische Impulse braucht, die über die Leitzinspolitik hinausgehen. Wertpapierankaufprogramme stellen eine weitere geldpolitische Maßnahme dar, mit deren Hilfe das Zinsniveau in anderen Finanzmarktsegmenten (also nicht nur auf dem kurzfristigen Geldmarkt) beeinflusst werden können.

- Mit einem Ankaufprogramm kann eine Notenbank signalisieren, dass sie die jeweiligen Wertpapiere für sicher und daher für kaufwürdig hält und damit die Einschätzung auf dem Markt zu diesen Wertpapieren positiv beeinflussen.
- Außerdem bietet sie mit einem Ankaufprogramm allen am Markt Teilnehmenden, die das Wertpapier für unsicher halten, eine Möglichkeit, es abzustoßen.
- Durch die zusätzliche Nachfrage in diesem Marktsegment wird ein Teil des Angebots aufgesogen; damit kommt es zu einem Anstieg der Kurse dieser Wertpapiere bzw. zu einem Sinken ihrer Renditen.
- Schließlich können die Renditen auch in anderen Finanzmarktsegmenten sinken, weil sich Anlegerinnen und Anleger nach dem Verkauf gewisser Wertpapiere an die Notenbank nach anderen Investitionsmöglichkeiten umsehen und es folglich auch dort zu steigender Nachfrage kommt.

Im Juli 2009 startete das Eurosystem sein erstes Ankaufprogramm, das **Programm zum Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen** (engl. Covered Bonds Purchase Programme, **CBPP**). Dies ist ein wichtiges Finanzierungsinstrument europäischer Banken. Das CBPP 1 hatte zum Ziel die Finanzierung der Banken zu erleichtern, sodass sie wieder in die Lage versetzt werden, Kredite zu günstigeren Konditionen (siehe Abschnitt 1.2.) an ihre Kundinnen und Kunden zu vergeben.

## Unkonventionelle Maßnahmen des Eurosystems

Zeitraum des Programms	Name	Ziel
Juli 2009 – Juni 2010	Covered Bonds Purchase Programme 1	Ankurbelung der Kreditvergabe
Mai 2010 – September 2012	Securities Markets Programme	Senkung der Risikoprämien bei Staatsanleihen
November 2011 – Oktober 2012	Covered Bonds Purchase Programme 2	Ankurbelung der Kreditvergabe
seit September 2012	Outright Monetary Transactions	Senkung der Risikoprämien bei Staatsanleihen
seit Juli 2013	Forward Guidance	Beeinflussung der Zinserwartungen
September 2014 – Dezember 2021	Targeted Longer-Term Refinancing Operations I bis III	Ankurbelung der Kreditvergabe
Oktober 2014 – Juli 2022	Covered Bonds Purchase Programme 3	Ankurbelung der Kreditvergabe
November 2014 – Juli 2022	Asset-Backed-Securities	Ankurbelung der Kreditvergabe
März 2015 – Juli 2022	Expanded Asset Purchase Programme	Senkung des allgemeinen Zinsniveaus
März 2020 – März 2022	Pandemic Emergency Purchase Programme	Senkung des allgemeinen Zinsniveaus
Mai 2020 – Dezember 2021	Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations	Liquiditätsversorgung → Ankurbelung der Kreditvergabe

Es folgten weitere Ankaufprogramme, zum Beispiel das **Programm zum Ankauf von Vermögenswerten** (engl. Expanded Asset Purchase Programme, **APP**). Im Rahmen dieses Programms wurden zwischen März 2015 und Juli 2022 auf dem Sekundärmarkt Staatsanleihen von Euroraum-Staaten ebenso wie die oben genannten gedeckten Schuldverschreibungen (CB) und AssetBacked Securities (ABS) vom Eurosystem erworben. Seit Juni 2016 wurden zudem Unternehmensanleihen gekauft. Bis Juli 2022 wurde in den Bilanzen des Eurosystems ein APP-Wertpapierportfolio von rund 3.270 Mrd EUR geschaffen. Durch diese Ankäufe wurde das Zinsniveau auf den genannten Finanzmarktsegmenten gesenkt.

Das APP wirkt über folgende Kanäle:

- Wie bei den Kaufprogrammen für gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP) verbessert auch der Ankauf von Staats- und Unternehmensanleihen durch die Notenbank die Kreditbedingung von Unternehmen und Banken, die diese Vorteile an ihre Kundinnen und Kunden weitergeben.
- Zusätzlich zu diesem direkten Kreditkanal haben Wertpapierkäufe auch eine Signalwirkung. Sie signalisieren, dass die Notenbank ernsthaft an der Erreichung des Preisstabilitätsziels arbeitet und gibt Hinweise darüber, wie lange sie ihre Leitzinsen auf niedrigem Niveau halten wird.
- Käufe von Anleihen mit langen Laufzeiten durch die Notenbank entziehen dem Markt langfristige Wertpapiere und ersetzen sie mit kurzfristigem Zentralbankgeld. Die durchschnittliche Bindungsdauer von Kapital im Finanzmarkt sinkt und die Terminprämie geht zurück. Durch die Reinvestition abreifender Papiere im APP wird der dämpfende Effekt auf die Terminprämie weiterhin aufrechterhalten.

Das jüngste Ankaufprogramm ist das **Pandemie-Notfallankaufprogramm** (Pandemic Emergency Purchase Programme – **PEPP**), welches im März 2020 als Antwort auf die COVID-19-Krise gestartet wurde. Im Rahmen dieses Programms wurden zwischen März 2020 und März 2022 1.718 Mrd EUR an Wertpapieren durch das Eurosystem erworben.

## 2.4 LÄNGERFRISTIGE REFINANZIERUNG FÜR BANKEN

Die Finanzierung über den Bankensektor ist von zentraler Bedeutung im Euroraum, insbesondere für kleine und mittelgroße Unternehmen (KMUs) sowie für Haushalte, denen keine anderen Finanzierungsquellen (wie z. B. Anleihen) zur Verfügung stehen. Fallen die Banken (zumindest teilweise) als Finanzierungsquellen aus oder ist der Kredit zu teuer, so besteht die Gefahr, dass Investitions- oder Konsumprojekte ohne diese Finanzierung nicht umgesetzt werden können, wodurch das Wirtschaftswachstum leidet und die Inflationsentwicklung weiter gedämpft wird.



Um die Kreditgewährung anzukurbeln und damit der Konjunktur und in weiterer Folge der Inflation einen positiven Impuls zu geben, wurden **gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte** (engl. Targeted Longer Term Refinancing Operations, **TLTROs**) ins Leben gerufen. Im Rahmen dieser Programme wurde den Banken zwischen September 2014 und Dezember 2021 Zentralbankgeld – zusätzlich zu den bestehenden Zentralbankkreditgeschäften (siehe Abschnitt 2.1) – mit einer deutlich längeren Laufzeit zur Verfügung gestellt. Im Unterschied zu den bis dahin angebotenen Refinanzierungsgeschäften enthielten diese Programme zusätzliche Anreize für Banken zur Vergabe von Krediten an Unternehmen und private Haushalte (nicht jedoch für den Kauf von Immobilien).

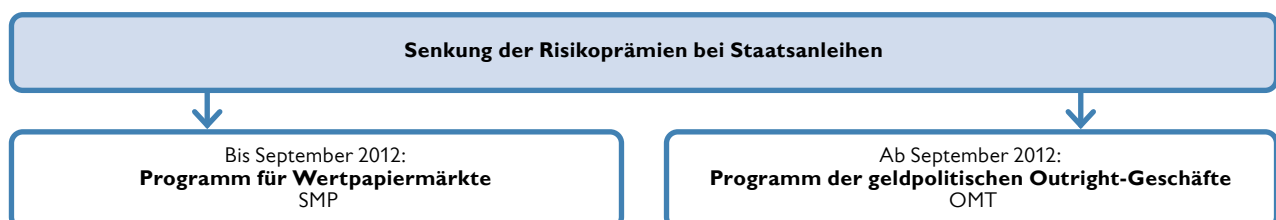
Zwischen 2019 und 2021 wurde Geschäftsbanken im Euroraum die **dritte Generation an TLTROs** angeboten, die eine Laufzeit von bis zu drei Jahren hatten. Erfüllten die Banken die Auflage, die erhaltene Finanzierung in Form von Krediten an Unternehmen und Haushalte weiterzugeben, und legten sie ausreichende Sicherheiten für die Besicherung der Kredite vor, konnten sie sich beim Eurosystem zwischen Juni 2020 und Juni 2022 zu einem Zinssatz von bis zu  $-1\%$  refinanzieren. Anders ausgedrückt, zahlte das Eurosystem jenen Banken, die die Auflagen erfüllten, Zinsen bis zu  $1\%$ , wenn sie einen Kredit nahmen und an Kundinnen und Kunden weitergaben. Die Überlegung hinter dieser Maßnahme ist, dass Banken die günstigen Konditionen, die sie in ihrer eigenen Refinanzierung vorfinden, in weiterer Folge an die Realwirtschaft weitergeben.

Als Antwort auf die COVID-19-Krise wurde ein weiteres Finanzierungsinstrument mit längerer Laufzeit jedoch ohne Konditionalität geschaffen, nämlich die Reihe **längerfristiger Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäfte** (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations – **PELTROs**). Bei PELTROs handelte es sich um elf zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte, die zwischen Mai 2020 und Dezember 2021 angeboten wurden und eine Laufzeit zwischen 8 und 16 Monaten hatten. Der Zinssatz lag 25 Basispunkte unter dem während der Laufzeit des jeweiligen PELTROs geltenden durchschnittlichen Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

## 2.5 SENKUNG DER RISIKOPRÄMIEN BEI STAATSANLEIHEN

Eine Staatsschuldenkrise in Folge der Wirtschafts- und Finanzkrise bremste etwa ab dem Jahr 2010 die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum, führte zu einer Rezession und erschwerte damit die Erreichung des Ziels der Preisstabilität.

Steigende Staatsanleiherenditen verteuerten unter anderem die Refinanzierung der Banken, was ihre Kreditvergabe erschwerte. Aus diesem Grund wirkte das Eurosystem mit dem **Programm für die Wertpapiermärkte** (engl. Securities Markets Programme, **SMP**) dem Renditeanstieg bei Staatsanleihen entgegen, indem es Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt kaufte. Dieses Programm wurde im Mai 2010 gestartet und im September 2012 durch **das Programm der geldpolitischen Outright-Geschäfte** (engl. Outright Monetary Transactions, **OMT**) ersetzt. Untermauert wurde die Glaubwürdigkeit des (damals noch in Planung befindlichen) OMT-Programms mit der Aussage des damaligen EZB Ratspräsidenten Mario Draghi vom 26. Juli 2012: „The ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“



Zu diesem Zeitpunkt bestand im Euroraum die Gefahr, dass der Vertrauensverlust der Finanzmärkte in die Bonität einiger Euroraum Länder die Renditen ihrer Staatsanleihen immer weiter nach oben treibt. Höhere Renditen verteuern die Refinanzierung der bestehenden Staatsschulden und belasten den Staatshaushalt zusätzlich. Die Zahlungsfähigkeit des betroffenen Staates wäre damit noch mehr gefährdet gewesen und die Renditen wären weiter angestiegen. Auf diese Weise könnte eine festgefahrene Meinung auf den Finanzmärkten (egal, ob sie richtig oder falsch ist) einen Staat in die Zahlungsunfähigkeit drängen, in der er z. B. keine Löhne und Gehälter

an seine Staatsbediensteten oder keine Zinsen an die Besitzerinnen bzw. Besitzer seiner Anleihen zahlen kann. Ein Ausstieg aus der Währungsunion könnte damit unausweichlich werden. Beide Programme zum Ankauf von Staatsanleihen haben zum Ziel, dem Renditeanstieg entgegenzuwirken und ein Auseinanderbrechen des Euroraums zu verhindern. Im Gegensatz zum SMP (Securities Markets Programme) ist das OMT (Outright Monetary Transactions) jedoch an Bedingungen geknüpft. Das heißt, es kann ausschließlich im Rahmen einer Inanspruchnahme der ESM-Rettungsfazilität (Teil des europäischen Rettungsschirms zur Verhinderung der Zahlungsunfähigkeit von Staaten) genutzt werden, wobei nicht notwendigerweise ein volles Anpassungsprogramm durchlaufen werden muss. Der EZB-Rat bekundete mit dem OMT seine Bereitschaft, Staatsanleihen mit einer Laufzeit zwischen 1 und 3 Jahren ohne Beschränkung hinsichtlich ihres Volumens auf den Sekundärmärkten anzukaufen. Alleine die Ankündigung des Programms im Jahr 2012 hatte in der Staatsschuldenkrise eine deutlich dämpfende Wirkung auf die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum, sodass auf das OMT-Programm selbst (noch) nicht zurückgegriffen werden musste. Auch während der COVID-19-Krise im Jahr 2020 wurde ein Einsatz des OMT-Programms immer wieder diskutiert, doch auch hier griff bisher kein Land darauf zurück.

## 2.6 STEUERUNG DER ZINSERWARTUNGEN (FORWARD GUIDANCE)

Wie in Abschnitt 1.1 beschrieben, sind die Spar- und Kreditzinsen der Banken für die wirtschaftlichen Entscheidungen der Menschen im Euroraum von großer Bedeutung. Diese **Zinsen** hängen jedoch nicht nur von den aktuellen geldpolitischen Leitzinsen ab, sondern auch von den Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen. Banken verändern ihre **Spar- und Kreditzinsen** nicht wöchentlich und berücksichtigen deshalb bei der Festlegung ihrer Zinssätze auch erwartete Veränderungen in der Zinslandschaft. Diesen Zusammenhang machte sich das Eurosystem zunutze und steuert die Zinserwartungen.

Im Juli 2013 begann der EZB-Rat daher, Hinweise über die weitere Entwicklung der Leitzinsen zu geben, um zu signalisieren, dass die Leitzinsen für längere Zeit auf einem niedrigen Niveau bleiben werden; er übte damit einen dämpfenden Effekt auf (für die Realwirtschaft wichtige) Zinsen aus. Im Juni 2022 kündigte der EZB-Rat (erstmalig seit 2011) eine Zinserhöhung an und beeinflusste damit die Geldmarktzinsen in die entgegengesetzte Richtung. Diese Vorgehensweise (in beide Richtungen) ist in der Fachsprache als **Forward Guidance** bekannt und wird vom EZB-Rat eingesetzt.

### Weitere Informationen

[www.oenb.at](http://www.oenb.at)  
[www.ecb.int](http://www.ecb.int)  
[ec.europa.eu](http://ec.europa.eu)

Erklärungen zu Fachbegriffen siehe OeNB-Glossar unter <http://www.oenb.at/Service/Glossar.html>

### Impressum

Medieninhaberin und Herausgeberin:  
Oesterreichische Nationalbank  
Otto-Wagner-Platz 3, 1090 Wien  
Postfach 61, 1011 Wien  
[www.oenb.at](http://www.oenb.at)  
[oenb.info@oenb.at](mailto:oenb.info@oenb.at)  
Tel. (+43-1) 40420-6666  
Fax (+43-1) 40420-6698

© Oesterreichische Nationalbank  
Stand: Juni 2022