

Rolf Eggert

Ein Filter für die Geldpolitik

Nach der Finanzkrise sind Maßnahmen gefragt, die dazu beitragen können, ähnliche Krisen zu verhindern. Rolf Eggert – ehemaliger Landeszentralbankpräsident – schlägt hier eine dynamische Anpassung der Mindestreserveanforderungen an die Lücke zwischen den Eigenkapitalrenditen in der Finanz- und der Realwirtschaft vor.

Nachdem sich aus der Finanzkrise eine Eurokrise entwickelte und damit weitere negative Folgen für die Realwirtschaft und die Konsumenten entstanden, ist es legitim über Schlussfolgerungen und Maßnahmen nachzudenken, die mögliche zukünftige Krisen dämpfen und im Idealfall in der Anfangsphase begrenzen. Für das Entstehen der Krise wurden in der volkswirtschaftlichen Diskussion makroökonomische und mikroökonomische Ursachen verantwortlich gemacht. So wurde schon vor Ausbruch der Finanzmarktkrise darüber diskutiert, ob das ständig wachsende Leistungsbilanzdefizit der USA eine Gefahr für die Weltwirtschaft sei. Die nach 2001 zu expansive Geldpolitik der US-amerikanischen Notenbank, ist wohl unbestritten ein Auslöser der Finanzkrise. Nun haben sich für die Zukunft alle bedeutenden Zentralbanken vorgenommen, wesentlich bestimmter zur Finanzstabilität beizutragen.

Die Maßnahmen in der Krise, die ausreichende Bereitstellung von Liquidität für das Finanzsystem, haben gezeigt, wie wichtig international konzertiertes Handeln der Zentralbanken war und ist. Die politischen Konsequenzen werden aktuell sichtbar, indem den Zentralbanken zusätzliche Überwachungsfunktionen übertragen werden, wie jüngst in den USA geschehen. Zu wenig beachtet werden die Konsequenzen, die sich für die Geldpolitik aus der Finanzmarktkrise ergeben. Eine Finanzmarkttransaktionssteuer wird diskutiert, die sich international wohl kaum durchsetzen lässt. Gleichzeitig wird über eine zusätzliche Bankenabgabe gesprochen, die zukünftige Risiken abdecken soll. Ebenfalls wurden häufig die Anreizsysteme kritisiert, die zu einem zu risikobehafteten Verhalten der Akteure des Finanzsystems beitrugen. Eine wichtige Forderung der Wirtschaft ist, das Finanzsystem wieder stärker auf seine Rolle als Finanzdienstleister der Realwirtschaft zu orientieren. Doch wie soll das realisiert werden? Welche Steuerungsmöglichkeiten bieten sich an?

Prof. Dr. Rolf Eggert war Präsident der Hauptverwaltung Hamburg der Deutschen Bundesbank.

Liquiditätssteuerung im Eurosystem

Ab dem Herbst 2008 als feststand, dass die Investmentbank Lehman Brothers nicht mehr zu retten war, kam es zu einem extremen Liquiditätsbedarf einiger Großbanken und zu einem Versagen des Geldmarktes. Die Zentralbanken stellten in dieser Zeit jede benötigte Liquidität zur Verfügung. So wurden die Zinstender im Eurosystem in Mengentender umgewandelt und die Laufzeiten bis auf ein Jahr verlängert. Gleichzeitig senkte die EZB die Anforderungen an die Sicherheiten, die für die Refinanzierung von den Banken hinterlegt werden müssen. Außerdem beschloss die EZB den Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen, sogenannten Covered Bonds. Die aktuelle Entwicklung der Refinanzierungsgeschäfte im Eurosystem zeigt Schaubild 1.

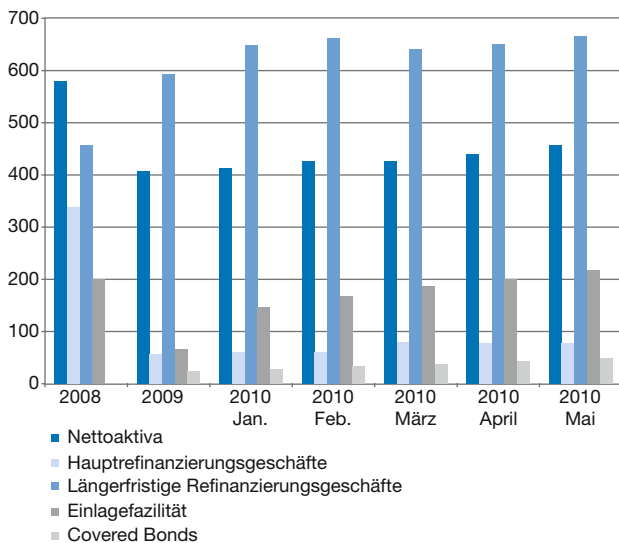
Während sich 2009 die Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit den Banken normalisierten, nahm der Bedarf an längerfristiger Liquidität eher noch zu. Bereits im Dezember 2009 gab es erste Beschlüsse des EZB-Rats für den Ausstieg aus den Sondermaßnahmen (Einstellung der zusätzlichen Monatstender sowie der 12-Monatsgeschäfte). Für den März 2010 wurde der Wechsel vom Mengentender zum Zinstender mit einem angestrebten Zuteilungsvolumen angekündigt. Im Januar/Februar 2010 betrug die Überschussliquidität im Eurosystem ca. 230 Mrd. Euro. Gleichzeitig erhöhte sich von 2009 bis heute die Inanspruchnahme der Einlagefazilität (Zinsdifferenz zwischen dem Einlagesatz bei der EZB und dem Hauptrefinanzierungssatz: -0,75%) bei der EZB. Umso bedenklicher stimmen dann die Entscheidungen des EZB-Rats zum Ende der Reserveperiode April/Mai 2010 infolge der Griechenlandkrise, die politisch vom EU-Ministerrat gefordert wurden. Folgende Maßnahmen wurden u.a. beschlossen:

- Intervention an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen,
- Dreimonatstender im Mai und Juni 2010 wieder als Mengentender mit Vollzuteilung sowie erneut einen Sechsmonatstender mit Vollzuteilung anzubieten.¹

¹ EZB: Monatsberichte von Januar bis Juni 2010.

Abbildung 1
Liquidität im Eurosystem

in Mrd. Euro



Quelle: EZB: Monatsberichte von Januar bis Juni 2010.

Schaubild 1 zeigt die nach wie vor hohe Überschussliquidität und die damit verbundenen zukünftigen Inflationsgefahren. Selbstverständlich kann der EZB-Rat jederzeit eine Exit-Strategie einleiten und die Versorgung mit Liquidität wieder sukzessive reduzieren. Die besondere Situation am Geldmarkt zeigt aber, wie tief der Vertrauensverlust der Marktteilnehmer noch ist und dass von Normalität keine Rede sein kann. Daher stellt sich auch in diesem Zusammenhang die Frage, wie Fehlanreize in Zukunft vermieden werden können.

Mindestreserve der Zentralbank

Eine Möglichkeit besteht darin, die Mindestreserve der Notenbanken stärker als bisher zur Steuerung zu nutzen. Die Mindestreserve ist ein zentraler Bestandteil des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems. In erster Linie hat sie die Aufgabe, die Geldmarktzinsen zu stabilisieren sowie eine strukturelle Liquiditätslücke des Bankensystems herbeizuführen oder zu vergrößern. Die Mindestreserve verpflichtet die Banken dazu, ein bestimmtes Mindestguthaben auf ihrem Girokonto bei der Zentralbank zu halten. Ihre Höhe ergibt sich aus den kurzfristigen Kundeneinlagen sowie dem Mindestreservesatz, der darauf erhoben wird. Zu den kurzfristigen Kundeneinlagen zählen täglich fällige Einlagen, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit bzw. einer Kündigungsfrist von bis zu zwei Jahren, Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Geldmarktpapiere. Auf diese reservepflichti-

gen Verbindlichkeiten sind derzeit 2% als Guthaben bei der Zentralbank zu halten.²

In der Vergangenheit wurde bereits eine Erhöhung der Mindestreserve vorgeschlagen, um die Giralgeld-Bildung der Banken zu begrenzen. Eine statische willkürliche Erhöhung der Mindestreserve widerspräche aber ihrer Funktion als Instrument der Grobsteuerung für die Liquidität.

Dynamisierung der Mindestreserve

Mein Vorschlag zielt auf eine Erweiterung dieser Steuerungsfunktion durch einen dynamischen Faktor, der einerseits den Anreiz begrenzt, hohe Risiken einzugehen, und andererseits eine Kopplung an die Realwirtschaft bewirkt. Dieser Kopplungsfaktor ließe sich über eine Verknüpfung von Eigenkapitalrenditen der Finanzinstitute und der Realwirtschaft realisieren. Es wäre unproblematisch, durch die Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) eine durchschnittliche Eigenkapitalrendite der Realwirtschaft aller Mitgliedstaaten über ein Jahr ex post zu bestimmen. Dieser Wert würde als allgemeiner Richtwert für alle Finanzinstitute gelten und mit der Abkürzung DR bezeichnet werden. Aus der Differenz der Eigenkapitalrendite des Finanzinstituts i (EKR_i) und der oben genannten Durchschnittsrendite berechnet sich ein Delta R.

$$(1) \quad \Delta R = EKR_i - DR ; EKR_i > DR$$

Dieses Delta R stellt den Kopplungsfaktor zwischen Realwirtschaft und Finanzdienstleister dar, wobei davon auszugehen ist, dass die Eigenkapitalrendite des Finanzinstituts größer ist als die durchschnittliche Eigenkapitalrendite der Realwirtschaft. Es wird unterstellt, dass die Differenz ein Maß für die Abweichung der Finanzwirtschaft von der Realwirtschaft darstellt. Gefordert ist eine mathematische Funktion für einen Korrekturfaktor der Mindestreserve, die einen exponentiellen Zusammenhang zwischen der durchschnittlichen Rendite der Realwirtschaft und der Höhe der Rendite des Finanzinstituts herstellen soll. Dahinter steht die Überlegung, den Anreiz zu hohen Eigenkapitalrenditen und damit zu einem hohen Leverage für Finanzinstitute wachsend zu dämpfen und nicht absolut zu begrenzen. Daher bietet sich mathematisch die Verwendung der Exponentialfunktion an. Hier soll eine Exponentialfunktion mit der Basis e genutzt werden.

Die mathematische Beziehung für den Korrekturfaktor (KF) würde wie folgt lauten:

$$(2) \quad KF = \exp(\Delta R/k) - 1 ; k = \text{Kalibrierungsfaktor}$$

² Deutsche Bundesbank: Die Geldpolitik des Eurosystems, http://www.bundesbank.de/download/bildung/geld_sec2/geld2_06.pdf.

Dynamische Mindestreserve mit zwei unterschiedlichen Kalibrierungsfaktoren (k = 15/k = 10)

EKR _i (%)	DELTA R (%) bei DR = 8%	exp(DELTA R/k) - 1 k = 15/ k = 10	MR neu (%)
8	0	0/0	2/2
10	2	0,143/0,221	2,143/2,221
12	4	0,306/0,492	2,306/2,492
14	6	0,492/0,822	2,492/2,822
16	8	0,705/1,226	2,705/3,226
18	10	0,948/1,718	2,948/3,718
20	12	1,226/2,320	3,226/4,320
22	14	1,543/3,055	3,543/5,055
24	16	1,906/3,953	3,906/5,953
26	18	2,320/5,050	4,320/7,050

Die Subtraktion um die Konstante 1 ist deshalb notwendig, da bei einem Delta R von Null die Exponentialfunktion den Wert 1 aufweist, was der oben angesprochenen Logik widerspräche. Stimmt die Eigenkapitalrendite des Finanzinstitutes mit der Durchschnittsrendite überein, sollte die Mindestreservergröße unverändert bleiben. Der Kalibrierungsfaktor soll die Berechnungsmethode an die praktischen Gegebenheiten anpassen. Ähnlich wie bei der Festlegung der Eigenkapitalquoten (Quantitative Impact Studies der BIZ) müsste dieser Faktor bestimmt werden, um zu realistischen Korrekturfaktoren der Mindestreserve zu kommen.

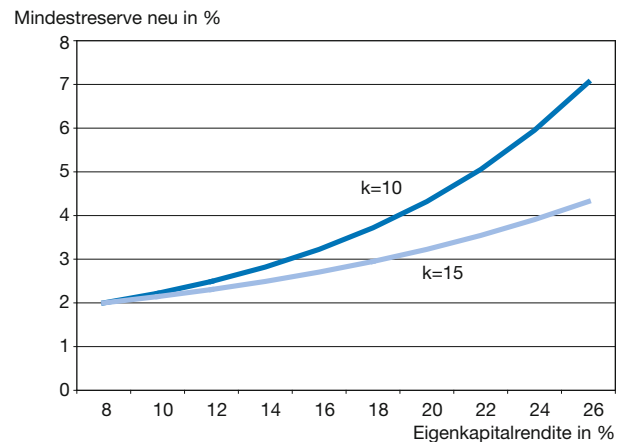
Die vorgeschlagene Mindestreserve würde sich wie folgt berechnen:

$$(3) \quad MR_{neu} = MR + KF$$

Die Tabelle und Schaubild 2 zeigen die Entwicklung des Wertes unter willkürlich angenommenen Bedingungen, die aber das Prinzip verdeutlichen. Mit sehr hohen Eigenkapitalrenditen des bestimmten Finanzinstitutes steigt der Korrekturwert exponentiell an und verringert den Anreiz, exorbitant hohe Eigenkapitalrenditen anzustreben, die nicht mehr mit den Entwicklungen der Realwirtschaft korrespondieren. Damit wird ein Filter realisiert, der dynamisch und angepasst durch einen festzulegenden Kalibrierungsfaktor, Auswüchse im Finanzsystem begrenzen kann. Gleichzeitig wächst der Liquiditätspuffer der Finanzinstitute bei steigendem Risiko an, wenn unterstellt wird, dass mit höheren Renditen auch höhere Risiken verbunden sind.

Die Werte für die Durchschnittsrendite und den Kalibrierungsfaktor sind willkürlich angenommen und müssten den realen Bedingungen angepasst werden.

**Abbildung 2
Mindestreserve in Abhängigkeit von der Eigenkapitalrendite**



Schlussfolgerungen

Falls ein solches oder ein modifiziertes Modell in die Praxis überführt werden soll, bedarf es einiger internationaler Voraussetzungen:

- Das Mindestreservesystem müsste bei allen Zentralbanken eingeführt und einheitlich definiert werden.
- Es müsste geklärt werden, ob lediglich Banken oder auch Finanzdienstleister dem System unterzogen werden.
- Die Kalibrierung (Festlegung des Korrekturfaktors) müsste im Zusammenhang mit den neuen Eigenkapitalvorschriften der BIZ/des Basler Ausschusses vorgenommen werden.
- Die Definition der Durchschnittsrendite der Realwirtschaft müsste international vereinbart werden.
- Für die Nichteinhaltung bedarf es eines international einheitlichen Sanktionssystems.

Insgesamt halte ich die Umsetzung für möglich, da sie auch die Akzeptanz des Finanzsystems finden könnte. Die Einführung einer dynamischen Grenze für Übertreibungen liegt im Interesse aller. Dieses System verlangt keine Einführung zusätzlicher Steuern und Abgaben, es begünstigt realistischere Renditeerwartungen und es kann an die Erwartungen der Wirtschaft angepasst werden. Durch einen zusätzlichen Liquiditätspuffer könnten Marktverwerfungen verhindert werden. Gleichzeitig erweitert er den Handlungsrahmen für die Zentralbanken, ohne dass ihre Unabhängigkeit bedroht wäre.