

Jens Klose*

Negative Einlagezinsen im Euroraum? Lehren aus Dänemark

Die Leitzinssenkung der EZB im November 2013 hat die Diskussion über negative Einlagezinsen im Euroraum erneut angefacht. Die Erfahrungen in Dänemark zeigen allerdings, dass dabei unbedingt auf eine effiziente Ausgestaltung zu achten ist. Insbesondere müssen Schlupflöcher geschlossen und gegenläufige Maßnahmen vermieden werden. Die EZB muss entsprechend den negativen Zinssatz nicht nur auf die Einlagenfazilität, sondern auch auf die Einlagen auf Girokonten erheben. Außerdem sollten Mindestreserven zumindest temporär nicht mehr erhoben werden.

Die jüngste Leitzinssenkung der Europäischen Zentralbank (EZB) im November 2013 hat die Diskussion um einen möglichen negativen Einlagezins im Euroraum wiederbelebt. Bereits seit der Leitzinssenkung im Juli 2012 auf damals 0,75% wird in der Öffentlichkeit und im EZB-Rat immer wieder intensiv über dieses unkonventionelle Mittel der Geldpolitik debattiert, da bereits zu diesem Zeitpunkt die Verzinsung der Einlagenfazilität auf null gesenkt wurde (vgl. Abbildung 1). Zwar hat der Präsident der EZB stets betont, dass man technisch vorbereitet sei, einen negativen Einlagezins zu implementieren. Bei den beiden folgenden Leitzinssenkungen im Mai 2013 und im November 2013 wurde der Einlagezins allerdings unverändert beibehalten. Im ersten Fall erfolgte dies dadurch, dass der Zinskorridor, der durch den Zinssatz auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität nach oben und die Einlagenfazilität nach unten begrenzt ist, asymmetrisch durch eine alleinige Anpassung des Spitzenfinanzierungssatzes um 50 Basispunkte verengt wurde. Der Abstand zwischen Leitzins und Einlage- sowie Spitzenrefinanzierungszins blieb dadurch aber gleich. Dies änderte sich allerdings im zweiten Fall, also nach der letzten Leitzinssenkung, in der der Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität ebenso wie der Leitzins um 25 Basispunkte gesenkt wurde. Somit beträgt der Abstand des Einlagezinses zum Leitzins nun lediglich noch 0,25%, während der Spitzenrefinanzierungssatz nach wie vor 0,5% über dem Leitzins liegt.

Allerdings befindet sich der Tagesgeldzinssatz im Interbankenmarkt (EONIA) bereits seit Ausbruch der Finanzkrise unterhalb des Leitzinses und liegt somit näher an dem Einlagezinssatz. Diese Veränderung entstand durch die Vollzuteilung der EZB für ihre Refinanzierungsgeschäfte, welche die Nachfrage

nach Liquidität am Interbankenmarkt gesenkt hat.¹ Momentan liegt der EONIA unter 0,1% und damit näher am Einlagezinssatz als am Leitzins. Damit hat der Einlagezins also de facto die Leitzinsfunktion auf dem Interbankenmarkt übernommen, wodurch weitere Senkungen des eigentlichen Leitzinses ohne Veränderung des Einlagezinses an Effektivität verloren haben.

Dieser Beitrag stellt zunächst die Alternativenanlagen zur Einlage von Liquidität bei der Zentralbank dar und beschreibt im Anschluss die konkrete Ausgestaltung negativer Einlagezinsen in Dänemark, einem von zwei Industrieländern, die dieses Instrument in der Krise eingesetzt haben. Daraus abgeleitet ergeben sich für die EZB Empfehlungen, wie negative Einlagezinsen effektiv implementiert werden sollten.

Anlagemöglichkeiten überschüssiger Liquidität

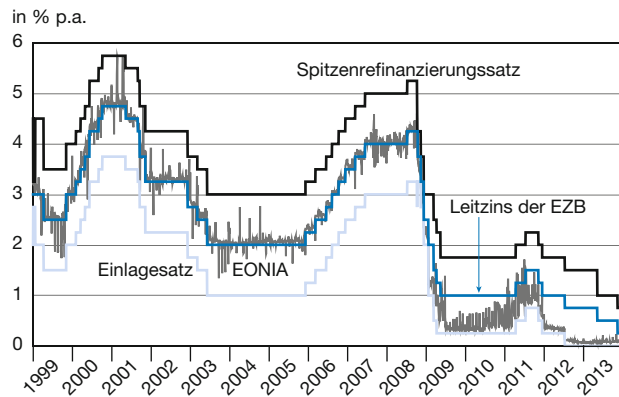
Ein negativer Einlagezins impliziert einen „Strafzins“, den die Kreditinstitute für das Parken von Liquidität in der Einlagenfazilität leisten müssen. Praktisch bedeutet dies, dass die Kreditinstitute bei Nutzung der Einlagenfazilität, wobei es sich typischerweise um Einlagen über Nacht handelt, mit einem negativen Zinssatz am nächsten Morgen nominal weniger Liquidität zurückerhalten als sie am Abend vorher eingezahlt haben. Doch warum sollten Kreditinstitute dies tun? Das Kalkül der Kreditinstitute muss die Opportunitätsverluste der Einlage in der Einlagenfazilität mit einbeziehen. Übersteigen die Kosten einer Alternativenanlage den mit dem negativen Einlagezins verbundenen Verlust, so ist es rational, die Einlagenfazilität trotzdem in Anspruch zu nehmen. Insgesamt können sich die Kreditinstitute zwischen drei Anlageformen entscheiden, die alle mit Kosten verbunden sein können, wobei zur Vereinfachung eine Anlage von einer Geldeinheit angenommen wird:

* Dieser Beitrag spiegelt die persönliche Meinung des Autors wider. Diese entspricht nicht notwendigerweise der Auffassung des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

1 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2011/12 – Verantwortung für Europa wahrnehmen, Wiesbaden 2011.

Dr. Jens Klose ist Referent für Geldpolitik beim Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in Wiesbaden.

Abbildung 1
Zinsentwicklung



EONIA = Euro Overnight Index Average.

Quelle: EZB.

1. Die Kreditinstitute können ihre überschüssige Liquidität wie bisher bei der Zentralbank anlegen. Diese wird dann mit dem negativen Einlagezins (i_{ZB}) belegt. Somit entstehen dem Kreditinstitut Kosten in Höhe des Strafzins. Dabei kann die Anlage bei der Zentralbank als komplett sicher angesehen werden, sodass keinerlei Ausfallrisiko zu berücksichtigen ist.
2. Eine weitere Möglichkeit besteht darin, dass die Kreditinstitute ihre überschüssige Liquidität selber aufbewahren oder von einem Dritten verwahren lassen. Dies geschieht in Form von Bargeld. Formal ergeben sich dadurch Kosten bei der Einlage einer Geldeinheit von:

$$LK + SK + p_{TV} \cdot TV$$

Der Zinsverlust durch eine Anlage bei der Zentralbank (i_{ZB}) wird in Kauf genommen, solange die Summe aus entstehenden Lagerkosten (LK), möglichen Kosten zur Sicherung des Bargelds (SK) und einem erwarteten verbleibenden Restrisiko (p_{TV}), dass das Institut trotzdem einen Totalverlust (TV) erleidet, z.B. in Form eines Diebstahls oder durch unsachgemäße Lagerung, größer ist. Natürlich ist es auch möglich, dass kein Total-, sondern lediglich ein Teilverlust eintritt. Dies hat allerdings qualitativ keine Auswirkungen.

3. Alternativ können die Kreditinstitute ihre überschüssige Liquidität dem Kapitalmarkt zur Verfügung stellen, wobei hier der Einfachheit halber von einer gleichen Fristigkeit der Anlagen ausgegangen wird:

$$-i_{AA} + (p_{AF} \cdot AF)$$

In diesem Fall ist eine Anlage bei der Zentralbank solange vorzuziehen, bis die Summe aus den Zinserträgen der

Alternativanlage ($-i_{AA}$) und dem erwarteten Ausfallrisiko der Alternativanlage (p_{AF}) multipliziert mit dem dann entstehenden Ausfallbetrag (AF) geringer ausfällt. Auch hier kann die Alternativanlage wiederum vollständig oder nur zum Teil ausfallen, was allerdings keine Auswirkungen auf das qualitative Ergebnis hat.

Die mit dem negativen Einlagezins verbundene Hoffnung ist insbesondere auf die dadurch relativ steigende Attraktivität der dritten Anlageform gegenüber der ersten zurückzuführen. Denn nur hier würden die Banken die überschüssige Liquidität tatsächlich über Kredite in den Wirtschaftskreislauf bringen, während im zweiten Fall die Liquidität lediglich direkt bei den Kreditinstituten als Bargeld gehalten wird. Eine verstärkte Kreditvergabe ergibt sich hieraus nicht.

Aus diesen drei Anlagemöglichkeiten wird direkt ersichtlich, wie wenig ein negativer Einlagezins zur Stimulierung der Wirtschaft beitragen würde, wenn die Kosten der Bargeldhaltung größer sind als die der Anlage am Kapitalmarkt. Dann würde sich die Kreditvergabe nämlich nicht verändern und es würde lediglich zu einer Umschichtung von Zentralbankliquidität in Bargeld kommen.

Erfahrungen mit negativen Einlagezinsen in Dänemark

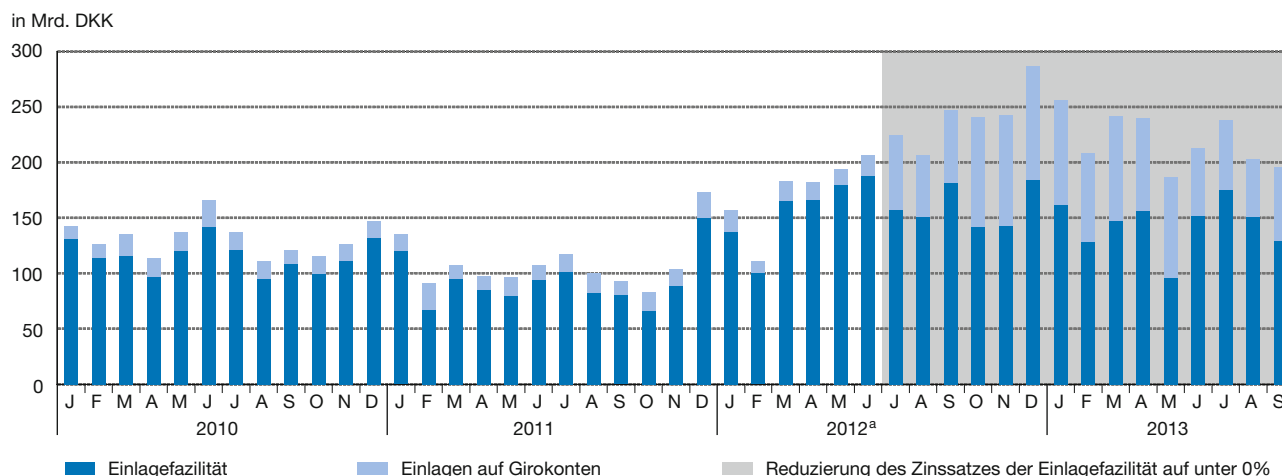
Negative Einlagezinsen wurden im Zuge der Finanzkrise von zwei Zentralbanken in Industrieländern eingeführt. Die erste war die schwedische Riksbank, die zwischen Juli 2009 und September 2010 ihren Einlagesatz auf $-0,25\%$ festgesetzt hatte. Die Auswirkungen dieser Maßnahme auf den Geldmarkt in Schweden sind allerdings gering geblieben, da die Einlagenfazilität dort quantitativ unbedeutend ist. Demnach können hieraus keine Rückschlüsse für die EZB gezogen werden, wo die Überschussliquidität eine weit größere Bedeutung hat.

Das zweite Beispiel für einen negativen Einlagezins liefert die dänische Zentralbank (Danmarks Nationalbank). Im Juli 2012 senkte sie den Einlagezins von $0,05\%$ auf $-0,2\%$. Seitdem notiert der Einlagesatz unterhalb der Nullzinsgrenze, seit Ende Januar 2013 aber lediglich bei $-0,1\%$. Im Gegensatz zu einem möglichen negativen Einlagezins im Euroraum war das primäre Ziel dieser Politik allerdings nicht die zusätzliche Stimulierung der Kreditvergabe der Banken, sondern vielmehr die Stabilisierung des heimischen Wechselkurses gegenüber dem Euro. Dazu ist Dänemark im Rahmen des Wechselkursmechanismus II verpflichtet. Durch den negativen Einlagezins sollten die Kapitalzuflüsse aus dem Euroraum und die dadurch induzierte Aufwertung der dänischen Krone gestoppt werden.

Überschussliquidität der Kreditinstitute kann bei der dänischen Zentralbank auf zwei Konten eingelegt werden. Zum einen in der Einlagenfazilität, die ähnlich ausgestaltet ist wie im Euroraum und zum zweiten auf den Girokonten bei der Zent-

Abbildung 2

Auswirkungen des Einlagezinseszinses auf die Einlagen bei der dänischen Zentralbank



^a Negativer Einlagezinssatz seit Juli 2012.

Quelle: Danmarks Nationalbank.

ralbank. Die zweite Art der Einlage bei der Zentralbank dient dabei als tägliche Transaktionskasse mit anderen Kreditinstituten oder der Zentralbank. Die Girokonten haben dabei ein begrenztes Volumen, das in der Regel im niedrigen zweistelligen Milliardenbereich liegt. Dies ist von Seiten der Zentralbank gewollt, um größere Schwankungen auf den Geldmärkten und insbesondere kurzfristig große Zu- oder Abflüsse an Liquidität in das oder aus dem Land zu vermeiden, die den stabilen Wechselkurs gefährden würden. Deshalb definiert die Danmarks Nationalbank für jedes Kreditinstitut individuell eine Obergrenze der maximal möglichen Einlagen auf Girokonten (Current Account Limit). Sollten die Kreditinstitute mehr als die maximal erlaubte Menge auf ihren Girokonten einlegen, werden diese automatisch in die Einlagenfazilität transferiert.

Dabei werden Einlagen auf Girokonten bei der Danmarks Nationalbank generell nicht verzinst. Damit dürfte der Anreiz in „normalen“ Zeiten – also bei positiven Einlagezinsen – die Girokonten zu nutzen allein auf Transaktionen beschränkt sein. Überschüssige Liquidität wird dann in der Einlagenfazilität gehalten. Dieser Effekt dreht sich aber um, wenn der Einlagezins negativ wird, wie es in Dänemark der Fall ist. Nun haben die Kreditinstitute einen Anreiz, die Obergrenze der Girokonten auch tatsächlich auszunutzen und nur falls dann noch Liquidität übrig ist und keine Alternative außerhalb einer Anlage bei der Zentralbank existiert, diese in der Einlagenfazilität zu parken. Genau diese Umkehr lässt sich in der Nutzung der Girokonten von Kreditinstituten bei der dänischen Zentralbank auch feststellen: Während im ersten Halbjahr des Jahres 2012 – also unmittelbar vor Einführung des negativen Einlagezinses – durchschnittlich noch rund 32% der möglichen Einlagen auf Girokonten ungenutzt blieben, waren es im zweiten Halbjahr desselben Jahres nur noch rund 7% und in der ersten Jah-

reshälfte 2013 ungefähr 12%. Der Effekt, dass es überhaupt zu ungenutzten Kapazitäten trotz einer besseren Verzinsung im Vergleich zur Einlagenfazilität kommen kann, dürfte dabei der individuellen Berechnung des Limits auf Institutsebene geschuldet sein. Da einige Banken wohl bessere Anlagemöglichkeiten als bei der Zentralbank haben, kommen daher nicht ausgelastete Kapazitäten zustande, die nicht von anderen Banken übernommen werden dürfen.

Zwar schränkt die höhere prozentuale Ausnutzung der Girokonten die Effektivität des negativen Einlagezinses ein, jedoch ist dieser Effekt durch das rationale Handeln der Kreditinstitute erklärbar. Wollte man die Schlagkraft des negativen Einlagezinses erhöhen, könnte man die Limits der Girokonten entsprechend reduzieren oder im Extremfall sogar auf null senken. Allerdings ist in Dänemark genau das Gegenteil passiert: Die Obergrenzen wurden sogar angehoben und damit wurde ein neues Schlupfloch zur Umgehung der negativen Einlagezinsen geschaffen. Denn zeitgleich wurden die Höchstgrenzen für Einlagen auf die Girokonten der Banken bei der dänischen Zentralbank von 23 Mrd. DKK auf zunächst rund 70 Mrd. DKK und in der Spitze des weiteren Verlaufs sogar auf fast 105 Mrd. DKK angehoben. Mit der Erweiterung dieser Ausweichmöglichkeit wurde die Wirkung des Negativzinses für die Einlagenfazilität auf die Kreditinstitute zumindest zum Teil konterkariert.

Die Einlagen der Kreditinstitute bei der Zentralbank insgesamt stiegen in dieser Zeit, wobei der Anstieg sich auf die Einlagen auf den Girokonten konzentrierte. Während diese in der zweiten Hälfte 2012 gegenüber der ersten Hälfte 2012 um über 400%, d.h. um 65 Mrd. DKK zunahm, blieb das Ausmaß der Einlagenfazilität mit einem Anstieg von lediglich 2% im

gleichen Zeitraum nahezu unverändert (vgl. Abbildung 2). Insofern die Zentralbank derartige Ausweichmöglichkeiten bei einem Anstieg der Nachfrage nach Zentralbankgeld schafft, ist nicht von einem großen Effekt des negativen Einlagezinses bei der Zentralbank auf das Kreditangebot der Banken zu rechnen.

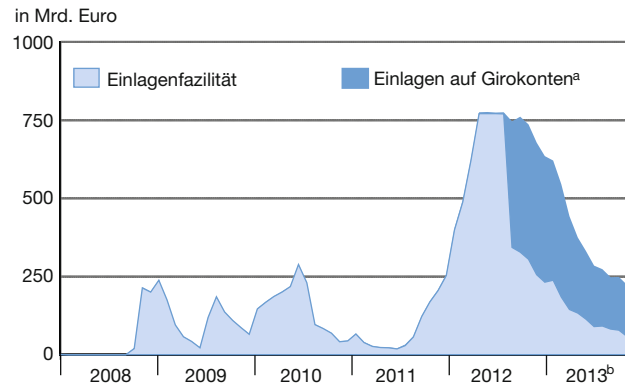
Lehren für die EZB

Aus den Erfahrungen Dänemarks ergeben sich für die Ausgestaltung eines möglichen negativen Einlagezinses der EZB einige Lehren. Damit negative Einlagezinsen ihre gewünschte Wirkung entfalten können, sollten Maßnahmen vermieden werden, die diese abschwächen. Auch bei der EZB besteht diese Gefahr, denn hier kann die Überschussliquidität ebenfalls entweder in der Einlagenfazilität oder auf den Girokonten bei der Zentralbank gehalten werden. Letztere fungieren normalerweise als Konten zur Erfüllung der Mindestreservevorgaben. Anders als bei den Transaktionskonten in Dänemark kann auf den Girokonten der EZB aber auch über die Mindestreserve hinausgehend Liquidität eingelegt werden, die dann allerdings im Gegensatz zur Mindestreserve nicht verzinst wird. Damit kann eine auftretende Überschussliquidität vollständig in den Überschussreserven auf den Girokonten angelegt werden, wodurch die Nutzung der Einlagenfazilität obsolet wird.

Einen Umschwung in der Nutzung der Einlagenfazilität gegenüber den Girokonten konnte bereits im Juli 2012 mit der Absenkung des Einlagezinses auf null beobachtet werden (vgl. Abbildung 3). Während vorher nahezu ausschließlich die Einlagenfazilität aufgrund ihrer positiven Verzinsung genutzt wurde, waren die Kreditinstitute ab diesem Zeitpunkt bezüglich einer Einlage auf den Girokonten oder der Nutzung der Einlagenfazilität indifferent, da beide seitdem keine Zinserträge mehr generierten.² Somit teilt sich die Überschussliquidität im Euroraum von knapp unter 250 Mrd. Euro auf beide Bilanzpositionen auf, wobei schon jetzt rund 74% in den Girokonten gehalten werden.

² Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2012/13 – Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland, Wiesbaden 2012.

Abbildung 3
Nutzung von Einlagenfazilität und Girokonten



^a Ohne Mindestreserven. ^b Stand: Oktober 2013.

Quelle: EZB.

Daraus ergibt sich unmittelbar, dass ein negativer Zinssatz, der allein auf die Einlagenfazilität erhoben wird, keinerlei Effekt auf die Kreditvergabe haben dürfte, da daraus lediglich eine komplette Umschichtung der Überschussreserven in die Girokonten resultieren wird. Vielmehr muss sich der negative Zinssatz ebenso auf die überschüssigen Einlagen auf den Girokonten erstrecken.

Der Effekt negativer Einlagezinsen wird noch verstärkt, wenn dieser ebenfalls auf die Mindestreserve ausgeweitet würde. Diese wird derzeit mit dem Leitzins verzinst und beträgt 1% aller ausstehenden Einlagen der Kreditinstitute. Damit beläuft sich die Mindestreserve auf etwas über 100 Mrd. Euro. In Analogie zu Dänemark kann die Mindestreserve im Euroraum als Obergrenze der Einlagen auf Girokonten angesehen werden. Demnach würde eine Erhöhung der Mindestreserve bei gleichzeitiger Einführung eines negativen Einlagesatzes auf die Einlagenfazilität und der Überschussliquidität auf Girokonten, die Effekte des Instruments auf die Kreditvergabe abschwächen. Vielmehr sollte die Mindestreserve aber zumindest temporär abgeschafft werden, um die maximale Effektivität des negativen Einlagezinses auf die Kreditvergabe zu erzielen. Die Mindestreserve hat in Zeiten einer schwachen Geld- und Kreditnachfrage ohnehin ihre Funktion verloren, die in der Begrenzung der Geldschöpfung der Kreditinstitute liegt.

Title: *Negative Deposit Rates in the Euro Area? Lessons from Denmark*

Abstract: *The ECB's interest rate reduction in November 2013 has intensified the discussion about negative deposit rates in the euro area. The experience in Denmark has shown however that the efficient implementation of these rates would be necessary. In particular, loopholes would need to be closed and opposing actions avoided. Following this, the ECB would have to introduce the negative deposit rate not only on the deposit facility but also on excess reserves in its current accounts. Moreover, minimum reserve requirements should be abolished to raise the effectiveness of negative deposit rates.*

JEL Classification: E43, E52, E58