

# Fokus

## Volkswirtschaft

Nr. 15, 29. Januar 2013

### Die „Dicke Bertha“ und ihre Wirksamkeit

Autor: Christian Hornberg, Telefon 069 7431-3770, research@KfW.de

In den kommenden Tagen zahlen die Banken erstmals Mittel aus den außerordentlichen Dreijahrestendern der EZB, der so genannten „Dicke Bertha“, zurück. Die EZB hat ihr Hauptziel, eine stabilere Liquiditätsausstattung der Banken, erreicht. Der Dreijahrestender hatte nur begrenzte direkte Effekte auf das Kreditneugeschäft in den Reformländern, was angesichts der Rezession aber nicht überrascht. Die vielen befürchteten Nebenwirkungen blieben aus.

#### Welchen Umfang hatten die Dreijahrestender der EZB tatsächlich?

Die EZB hat zwei dreijährige sog. *Long-term Refinancing Operations* (LTRO) durchgeführt, am 21.12.2011 und am 29.02.2012. Im Zuge der ersten Auktion wurden den Banken 489 Mrd. EUR überwiesen, in der zweiten noch einmal 529 Mrd. EUR. Abzüglich der zwischenzeitlich fällig gewordenen einjährigen LTRO nahm der Bestand an LTRO-Forderungen in der EZB-Bilanz zwischen Dezember 2011 und März 2012 um **netto 731 Mrd. EUR** zu. Dieses Volumen ist die beste Ab-

schätzung des mittelfristigen Liquiditätseffekts.

Aufgrund weiterer auslaufender kurzfristiger Transaktionen reduzierte sich dieser Betrag zwischenzeitlich auf das in den Medien oft genannte Volumen von ungefähr 500 Mrd. EUR, stieg bis zum Juni 2012 jedoch wieder auf rd. 630 Mrd. EUR an.

#### Haben die Dreijahrestender die Kreditvergabe angekurbelt?

Der Löwenanteil der Mittel wurde an spanischen und italienische Banken überwiesen. Daher nehmen wir insbesondere diese beiden Märkte in den Blick.

Zumindest in **Spanien** zeigten sich nach den beiden Dreijahrestendern jeweils Anstiege im Kreditneugeschäft, die über den saisonalen Anstieg hinausgingen. Vor allem nach dem zweiten Tender fiel die Erholung stärker aus als saisonal erwartbar und lag deutlich über dem Trend (Grafik 1). Da dies zudem auch der Zeitraum ist, in dem sich eine Erholung auf den spanischen Staatsanleihemärkten eingestellt hatte, hat zumindest ein Teil der LTRO-Mittel tatsächlich seinen Weg auf die

Kreditmärkte gefunden und so einen Teil seiner Mission erfüllt.

In **italienischen** Daten finden sich hingegen keine Indizien für eine Belebung des Kreditneugeschäfts durch die LTRO, vielmehr schrumpfte das Neugeschäft völlig unbeeindruckt von den beiden LTRO seit Ende 2011 sehr schnell. Allerdings waren die italienischen Banken auch nicht von ähnlich durchgreifenden Refinanzierungsschwierigkeiten betroffen (keine vorangegangene Immobilienblase in den Bilanzen), sodass die Kreditvergabe dort nicht durch die Refinanzierung beschränkt, sondern vielmehr vom schlechten Konjunkturverlauf geprägt war.

Insgesamt ist der **direkte, kurzfristige Effekt** auf den Kreditmarkt schwach, was angesichts der schweren Rezession in den Reformländern allerdings auch nicht anders zu erwarten war.

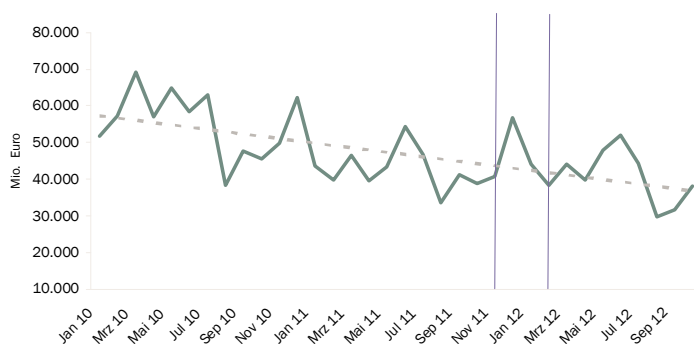
#### Wie stark haben die Dreijahrestender zur Wiederherstellung von Vertrauen auf den Märkten für Bankanleihen geführt?

Die Prämien für Kreditausfallversicherungen für fünfjährige Bankanleihen europäischer Großbanken sind nach den Dreijahrestendern sichtbar zurückgegangen (Grafik 2). Erst mit dem erneuten Aufblakern der Krise im Frühsommer 2012 zogen sie wieder an, da die Frage nach einem *lender of last resort* (Kreditgeber letzter Instanz) für die Eurozone noch nicht eindeutig beantwortet war.

Insgesamt haben sich die Konditionen der Bankenrefinanzierung durch die beiden Tender spürbar verbessert. Noch stärker gilt das für den kurzfristigen Interbankenmarkt. Der 3-Monats-Euribor fiel am Tag der Ankündigung von 1,472 % auf 1,43 % und sank bis zum 02.03.2012 (Tag nach dem Settlement des zweiten Dreijahrestenders) weiter bis auf 0,948 %.

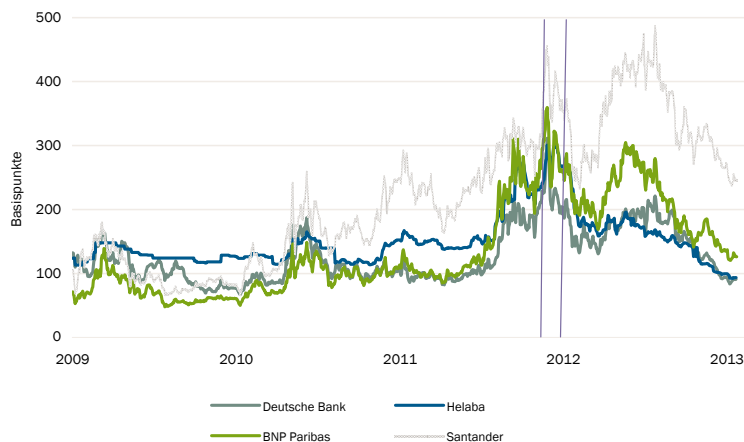
Das Ziel, Geldmarkt und Bankenrefinanzierung zu stabilisieren, haben die Tender also erreicht.

Grafik 1: Kreditneugeschäft Spanischer Banken mit Unternehmen und Selbstständigen



Quelle: Banca de España, eigene Berechnungen

**Grafik 2: CDS-Spreads europäischer Großbanken (in Basispunkten)**



Quelle: Bloomberg

**Grafik 3: Überschussreserven der Banken bei der EZB (Mrd. EUR)**



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

**Wie stark haben die Geschäftsbanken die Dreijahrestender zur Hortung von Liquidität auf ihren Konten bei der EZB genutzt?**

Grafik 3 zeigt den Verlauf der Überschuss-

reserven (Guthaben der Banken bei der EZB, abzüglich Mindestreserve) über die letzten Jahre. Die Überschussreserven sind unmittelbar nach den jeweiligen Ten-

dern um rd. 165 Mrd. EUR (nach dem ersten) und um rd. 340 Mrd. EUR (nach dem zweiten) angestiegen und lange auf einem historischen „Hochplateau“ verblieben. Bei einem unterstellten Netto-liquiditätszufluss in das Bankensystem von gut 630 Mrd. EUR haben die Banken in den ersten Monaten nach den beiden Tendern im Durchschnitt ungefähr 80 % auf ihren Konten belassen, um sich gegen mögliche Liquiditätsengpässe – etwa den Abzug von Guthaben durch verunsicherte Kunden – abzusichern. Seitdem sind die Reserven erst langsam, seit Ende Juli 2012 etwas schneller zurückgegangen. Damit steht zunehmend mehr Liquidität der Realwirtschaft zur Verfügung.

Die massive, von Vorsicht geprägte Liquiditätshaltung der Banken ist einer der Gründe, warum die von vielen Publizisten prognostizierte Inflationsbeschleunigung nicht eingetreten ist.

**Wie stark ist der Besitz von Staatsanleihen bei den europäischen Banken infolge der Dreijahrestender angestiegen?**

Zwischen November 2011 und Juni 2012 um 206 Mrd. EUR von 1.381 Mrd. auf 1.587 Mrd. EUR, 140 Mrd. EUR davon unmittelbar nach den beiden Tender-geschäften.

Dahinter dürften sich jedoch nicht nur direkte Staatsanleihenkäufe verbergen, sondern in geringerem Umfang auch Wert-zuschreibungen nach der Beruhigung an den Staatsanleihenmärkten. ■