Bericht an den Finanzausschuss des Parlaments

Thema: Aktuelle geldpolitische Maßnahmen des Eurosystems

Executive Summary

Univ.-Prof. Dr. Ewald Nowotny, Gouverneur
Oesterreichische Nationalbank

Sonder-Sitzung am 12. März 2015

Die Ankaufprogramme des Eurosystems

Der Euroraum konnte im Jahr 2014 mit einem BIP-Wachstum von 0,8% zwar die Rezession der Vorjahre hinter sich lassen, doch erholte sich die Wirtschaft deutlich langsamer und schwächer als erwartet. Die HVPI-Inflationsraten betrugen zu Jahresbeginn weniger als 1% und lagen damit deutlich unter dem Preisstabilitätsziel von knapp unter aber nahe bei 2%. Zudem wiesen die Inflationsraten einen Abwärtstrend auf und lagen beständig unter den Prognosen. All dies ist vor dem Hintergrund einer weiterhin schwachen Kreditdynamik und einer nach wie vor beeinträchtigten geldpolitischen Transmission zu sehen. Die wirtschaftliche Situation sprach demnach für eine weitere Lockerung der Geldpolitik.

Diese Lockerung wird mit einem großen Maßnahmenpaket umgesetzt. Das Paket besteht erstens aus neuen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, die an die Kreditvergabe der Banken gekoppelt sind. Zweitens kauft das Eurosystem seit Herbst 2014 gedeckte Schuldverschreibungen und Asset-Backed Securities. Schließlich werden ab März 2015 auch Staatsanleihen aus dem Euroraum sowie Anleihen von Emittenten mit Förderauftrag und von europäischen Institutionen angekauft. Das Gesamtvolumen der Ankaufprogramme wird 60 Mrd EUR pro Monat betragen.

Ein Rückblick auf das Maßnahmenpaket von Juni bis September 2014

Um die Kreditgewährung anzukurbeln und damit der Konjunktur und in weiterer Folge der Inflation einen positiven Impuls zu geben, wurden im Juni 2014 „Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte“ (engl. Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTROs) ins Leben gerufen. Im Rahmen dieses Programmes wird den Banken ab September 2014 Zentralbankgeld – zusätzlich zu den bestehenden Zentralbankkreditgeschäften – mit einer maximalen Laufzeit von 4 Jahren zur Verfügung gestellt. Im Unterschied zu den bis dahin angebotenen Liquiditätshilfen ist dieses Programm jedoch an die Bedingung geknüpft, dass das Zentralbankgeld für Kredite an Unternehmen und private Haushalte (jedoch nicht für den Kauf von Immobilien) verwendet werden muss. Sollte eine Bank dieser Auflage nicht nachkommen, muss sie den Zentralbankkredit vorzeitig, also bereits im September 2016, zurückzahlen.

Für beide TLTROs des Jahres 2014 galt ein Fixzins von 0,15%, der sich aus dem geltenden Zinssatz im Hauptrefinanzierungsgeschäft plus einem Aufschlag von 10 Basispunkten ergibt. Im Rahmen dieser ersten beiden TLTROs fragten die Banken insgesamt 212 Mrd EUR nach.

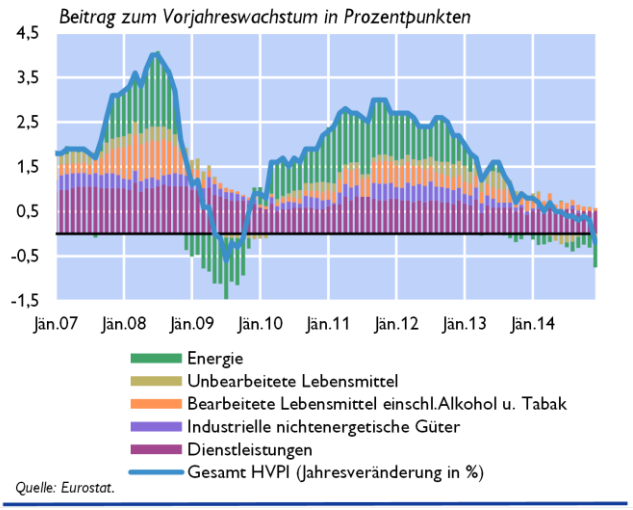
Weiters kam der EZB-Rat im September 2014 überein, zusätzlich zwei Ankaufprogramme – nämlich das Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) sowie das dritte Covered Bonds Purchase Programme (CBPP3) – zu starten. Im Rahmen des ABSPP kauft das Eurosystem ein breites Portfolio an einfachen und transparenten ABS an, deren dahinterliegende Vermögenswerte aus Forderungen gegenüber dem nicht-finanziellen privaten Sektor im Euroraum bestehen. Im Rahmen des CBPP3 wird ein breites Portfolio an in Euro denominierten gedeckten Schuldverschreibungen gekauft, die von im Euroraum ansässigen Banken begeben wurden. Beide Programme richten sich an Marktsegmente, die für die Finanzierung der Realwirtschaft wichtig sind, und haben die Stimulierung der Kreditvergabe der Banken im Euroraum zum Ziel. Mit dem ABSPP soll zudem der Markt für Kreditverbriefungen belebt werden, um Banken die Verbriefung von Krediten an KMUs und den Verkauf an andere Investoren zu erleichtern. Damit soll den Banken ein erhebliches Hemmnis für die langfristige Kreditvergabe an KMUs genommen werden, nämlich die Unsicherheit, in schwierigeren Zeiten dem Ausfallsrisiko und der niedrigen Liquidität dieser Kredite ausgesetzt zu sein.

Mit 20. Oktober 2014 startete das Eurosystem die Ankäufe im Rahmen des CBPP3 und am 21. November 2014 jene der ABS. Bis zum Stichtag 27. Februar 2015 wurden Papiere im Ausmaß von rund 55 Mrd EUR erworben.

Die Ausgangssituation für das neue Ankaufprogramm

Trotz der seit Jahren expansiven Geldpolitik, die durch das oben genannte Maßnahmenpaket weiter gelockert wurde, folgt die HVPI-Inflationsrate im Euroraum seit Mitte 2011 einem deutlichen Abwärtstrend, der sich auch im Jahr 2014 fortsetzte. Einerseits ist die Abnahme der Inflationsraten stark durch die globale Entwicklung der Energie- und Nahrungsmittelpreise verursacht. Andererseits wertete der Euro zwischen Mitte 2012 und Anfang 2014 deutlich gegenüber seinen wichtigsten Handelspartnern auf, was die Preise importierter Güter dämpfte und damit ebenfalls zur Abnahme der Inflationsraten beitrug.

Die HVPI-Inflationsrate und ihre Komponenten



Quelle: Eurostat.

Während die Inflationsrate zu Jahresbeginn 2014 noch knapp unter 1% lag, nahm diese im Jahresverlauf weiter ab und betrug zum Jahresende -0,2%. Der Rückgang fiel deutlich stärker aus als von den Prognosen erwartet, da ungefähr ab Jahresmitte 2014 der Ölpreis einen dramatischen Preisverfall zu verzeichnete. In US-Dollar fielen die Ölpreise im Jahresverlauf 2014 um rund 50%. Da der Euro-Wechselkurs in der zweiten Jahreshälfte 2014 gegenüber dem US-Dollar abwertete, war der Ölpreisverfall in Euro mit rund 40% etwas geringer.

Im Durchschnitt lag die HVPI-Inflationsrate im Jahr 2014 bei 0,4%. Die Inflationsentwicklung lag damit deutlich unter dem Preisstabilitätsziel von unter aber nahe 2%.

In der zweiten Jahreshälfte 2014 stieg mit dem deutlichen Rückgang des Ölpreises die Besorgnis über mögliche Zweitrundeneffekte auf die Lohn- und Preissetzung, was die mittelfristige Preisentwicklung zusätzlich negativ beeinflussen könnte. Niedrige Inflationsraten, die über einen längeren Zeitraum anhalten, können dazu führen, dass sich die Inflationserwartungen von der EZB-Definition für Preisstabilität von unter aber nahe 2% wegbewegen und nach unten revidiert werden. Erste Hinweise darauf lieferte die Abnahme marktbasierter Messgrößen der Inflationserwartungen. Zudem näherten sich die meisten Indikatoren für die gegenwärtige und die erwartete Inflation historischen Tiefständen an. Zum Beispiel verringerten sich die langfristigen Termin-Breakeven-Inflationsraten, die anhand inflationsgebundener Swaps berechnet werden, Ende des Jahres 2014 auf rund 1,8%. Sinkende Inflationserwartungen erhöhen die Realzinsen, was auf die Realwirtschaft wie eine geldpolitische Straffung wirken kann.

Zugleich besteht im Eurogebiet weiterhin eine beträchtliche Unterauslastung der Produktionskapazitäten, und die Kreditvergabe ist nach wie vor verhalten. Weiters bewirkten die im Zeitraum Juni bis September 2014 verabschiedeten geldpolitischen Maßnahmen zwar eine deutliche Verbesserung im Hinblick auf die Preise an den Finanzmärkten (d.h. die Zinsen sanken), in der Kreditvergabe war jedoch weiterhin keine Zunahme zu erkennen.

Überdies zeigte die Zentralbankbilanz des Eurosystems im Vergleich zu den Bilanzen der Federal Reserve, der Bank of England und der Schweizer Notenbank in den vergangenen Jahren nur eine schwache Expansion (siehe Graphik links).

Folglich reichte in der Einschätzung des EZB-Rates der vorherrschende Grad an geldpolitischer Lockerung nicht aus, um angemessen auf erhöhte Risiken einer zu lang anhaltenden Phase niedriger Inflation zu reagieren.

Das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten

Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat im Jänner 2015 ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (engl. expanded asset purchase programme, APP), in dessen Rahmen zu den bereits genannten gedeckten Schuldverschreibungen (CB) und Asset Backed Securities (ABS) auch Anleihen von im Euroraum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und von europäischen Institutionen (wie zum Beispiel der Europäischen Investitionsbank oder dem Europäischen Stabilitätsmechanismus) vom Eurosystem erworben werden. Das monatliche Volumen, welches ab März 2015 gekauft wird, beträgt 60 Mrd EUR. Die Ankäufe sollen mindestens bis September 2016 und in jedem Fall so lange erfolgen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung in Richtung 2% erkennt.

Das Programm ist im Einklang mit den rechtlichen Vorgaben des EU-Vertrags: Zur Durchführung der Geldpolitik steht dem EZB-Rat eine Vielzahl an in den Verträgen festgelegten Instrumenten zur Verfügung. Direktkäufe von marktfähigen Instrumenten sind in Artikel 18.1 der Satzung des ESZB explizit als geldpolitisches Instrument angeführt. Dies beinhaltet die Möglichkeit, Wertpapiere wie beispielsweise Staatsanleihen zu kaufen. Voraussetzung bei Staatsanleihen ist jedoch, dass diese am Sekundärmarkt von anderen Anlegern und nicht am Primärmarkt, also nicht direkt von den Mitgliedstaaten, erworben werden. Das Eurosystem hält das Verbot der monetären Finanzierung strikt ein, indem keine Ankäufe am Primärmarkt getätigt werden. Das Eurosystem erwirbt Anleihen erst dann, wenn sich bereits ein Marktpreis gebildet hat.

Im Rahmen dieses Ankaufprogramms werden Wertpapiere mit der Einstufung „investment grade“ gekauft, wobei für Programmländer Ausnahmebestimmungen gelten. Während der Überprüfungsphase von Reformprogrammen in diesen Ländern wird die Kaufwürdigkeit unterbrochen, und diese ist erst wieder gegeben, wenn die Überprüfung positiv abgeschlossen ist. Bezüglich der technischen Details der Anleihen von im Euroraum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und von europäischen Institutionen werden nur solche mit einer Restlaufzeit von 2 bis 30 Jahren erworben. Dabei gibt es sowohl eine Emittentenobergrenze von 33% als auch eine Einzelemissionsobergrenze von 25%. D.h., das Eurosystem kauft maximal 1/3 der Gesamtschuld eines Emittenten (zum Beispiel eines Staates) und maximal ¼ einer einzelnen Anleihe. Beide Grenzwerte werden dazu beitragen, die Funktionsfähigkeit des Marktes aufrecht zu erhalten und eine wirksame Preisfindung am Markt zuzulassen. Des Weiteren strebt das Eurosystem keinen bevorzugten Gläubigerstatus an, sondern akzeptiert den gleichen Status wie private Investoren (pari passu). Dies wird durch die erwähnte

Einzelemissionsobergrenze von 25% unterstrichen, wodurch das Eurosystem in Umschuldungsprozessen keine Sperrminorität erlangen wird.

Bei den Ankäufen von Staatsanleihen wird der EZB-Kapitalschlüssel herangezogen. D.h., 2,8% der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten (die über ABS, CB und Anleihen europäischer Institutionen hinausgehen) werden von österreichischen Emittenten stammen.

Die Daten zu den Ankäufen werden der Öffentlichkeit in wöchentlichen Berichten zugänglich gemacht. In diesen Berichten wird zwischen den unterschiedlichen Wertpapieren unterschieden werden, und sie werden zu amortisierten Kosten dargestellt. D.h. der Ankaufswert, der theoretisch über dem Nominalwert der Anleihe liegen kann, wird über die Zeit linear auf den Nominalwert bei Fälligkeit der Anleihe abgeschrieben.

Was die Risikoaufteilung anbelangt, so hat der EZB-Rat beschlossen, Gewinne und Verluste aus den ABS- sowie CB-Ankaufprogrammen gemeinsam zu tragen. Hinsichtlich der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten (die über ABS und CB hinausgehen) werden die Gewinne und Verluste bei Wertpapieren europäischer Institutionen ebenfalls geteilt. Diese Wertpapiere machen 12% der zusätzlichen Ankäufe aus und werden von NZBen erworben. Die EZB hält 8% der zusätzlich angekauften Vermögenswerte. Somit unterliegen 20% der zusätzlichen Ankäufe von Vermögenswerten dem Prinzip der Risikoteilung. Die übrigen zusätzlichen Ankäufe von Vermögenwerten durch die NZBen unterliegen nicht der Risikoteilung.

In einem Umfeld, in dem die Leitzinsen der EZB ihre Untergrenze erreicht haben, schaffen Ankäufe von Vermögenswerten monetäre Anreize für die Wirtschaft. Sie bewirken eine weitere Lockerung der monetären und finanziellen Bedingungen, sodass Unternehmen und private Haushalte günstiger Finanzmittel aufnehmen können. Dies stützt tendenziell die Investitionen und den Konsum, was letztendlich dazu beitragen wird, dass sich die Teuerungsraten wieder dem Preisstabilitätsziel des EZB-Rates (von unter aber nahe 2% im Durchschnitt des Euroraums auf mittlere Frist) annähern. Ziel dieses Programms ist es, dass das Eurosystem sein Mandat zur Gewährleistung von Preisstabilität erfüllt.

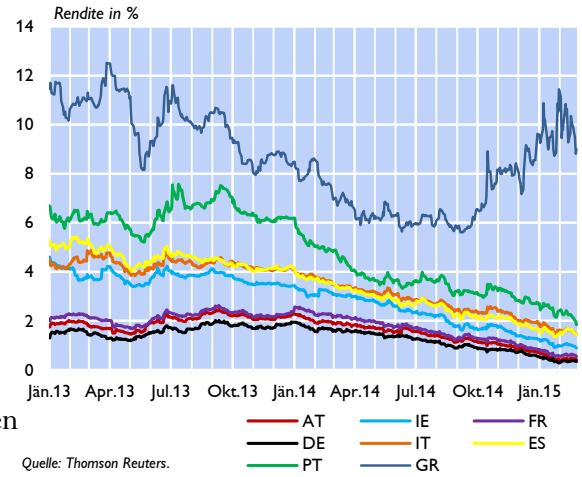
Aktuelle Entwicklungen in Griechenland

Der Regierungswechsel in Griechenland führte zu einem erheblichen Anstieg der Refinanzierungskosten, so dass Griechenland die zusätzlichen Refinanzierungserfordernisse für 2015, die bei Abschluss des 2. Programms nicht antizipiert wurden, nicht aus eigener Kraft aufbringen kann. Zudem gerieten griechische Banken aufgrund von Einlagenabflüssen unter Druck. Vor diesem Hintergrund einigte sich die griechische Regierung mit der Eurogruppe am 20. Februar 2015 darauf, das aktuelle Hilfsprogramm um vier Monate zu verlängern. Das gibt Griechenland die Möglichkeit, die noch nicht ausbezahlten, aber geplanten Hilfszahlungen abzurufen. Voraussetzung dafür ist ein positiver Abschluss der Überprüfung der Programmmaßnahmen. Der entsprechende Review ist für April geplant. Der öffentliche Schuldenstand Griechenlands betrug Ende 2014 rund 318 Mrd. €. Davon werden 77% von der EU, dem IWF und der EZB gehalten. Für den Staat Österreich ergibt sich dadurch ein Kreditexposure in Höhe von 6,5 Mrd. €.

Machtwechsel führt zu Turbulenzen auf den Renditemärkten

Bei den vorgezogenen Parlamentswahlen am 25.Jänner 2015 wurde das Linksbündnis SYRIZA zur stärksten Kraft und bildet seit Februar 2015 gemeinsam mit der nationalistischen Partei der Unabhängigen Griechen (ANEL) die neue Regierung in Griechenland. Das Hauptanliegen dieser Regierung ist es, die Vereinbarungen mit den internationalen Kreditgebern zu ändern, um den Sparkurs in Griechenland lockern zu können. Der Machtwechsel in Griechenland fand damit in der Endphase des EFSF-Hilfsprogramms statt, das ursprünglich Ende Februar dieses Jahres ausgelaufen wäre. Gleichzeitig sah sich Griechenland mit zusätzlichen Refinanzierungserfordernissen konfrontiert, die bei Abschluss des 2. Programms nicht antizipiert wurden.

10-jährige Staatsanleihen ausgewählter Länder



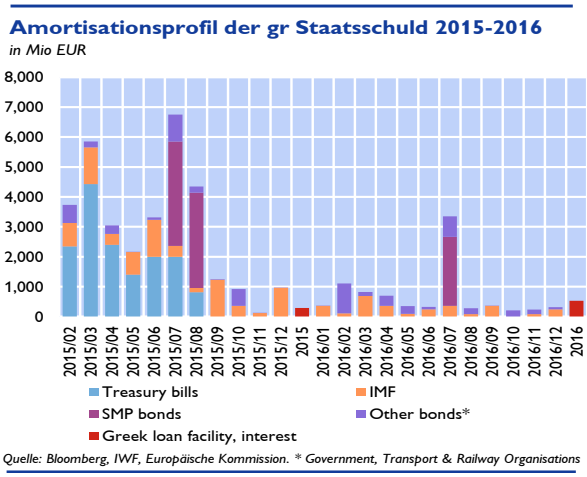
Quelle: Thomson Reuters.

Zusätzlich kam es aufgrund der politischen Unsicherheit zu einem erheblichen Anstieg der Renditen auf 10-jährige griechische Staatsanleihen, so dass der Finanzmarktzugang stark erschwert wurde. Zwar konnte Griechenland letztes Jahr (im Zeitraum April - September 2014) erstmals langfristige Anleihen im Ausmaß von 6,9 Mrd. € platzieren, jedoch sind die Renditen seither um bis zu 5 Prozentpunkte gestiegen (Höchstwert am 28.1. 2015 bei 10,9%).

Griechenland kann Finanzierungslücke nicht aus eigener Kraft schließen

Die neue Regierung Griechenlands wollte ursprünglich keine Verlängerung des aktuellen Hilfsprogramms beantragen. Aufgrund der auftretenden Finanzierungslücke (Schätzungen gehen von rund 10 Mrd. € aus) und des erschwerten Finanzmarktzugangs geriet die Regierung jedoch unter Druck.

Die rechte Grafik zeigt eine Aufstellung der monatlichen Amortisationen der griechischen Staatsschulden für die Jahre 2015 und 2016. Daraus wird ersichtlich, dass der höchste Anteil der im Jahr 2015 fälligen Schuldtitel im Juli (7,6 Mrd. €) und August (4,5 Mrd. €) refinanziert werden muss. Der **Hauptschuldner** ist mit 3,5 Mrd. im Juli und 3,2 Mrd. € im August die **EZB**. Es handelt sich hier um Anleihen, die im Rahmen des **Securities Markets Programme** (SMP) abreifen.



Griechische Banken geraten unter Druck

Zusätzlich gerieten die griechischen Banken unter Druck. Einerseits sahen sie sich aufgrund der politischen Unruhen und der damit verbundenen Unsicherheiten mit Einlagenabflüssen konfrontiert. Andererseits konnten sie sich nicht mehr zur Gänze über das Hauptrefinanzierungsgeschäft der EZB refinanzieren, da der **EZB-Rat** am **4. Februar 2015** beschloss, die Aussetzung der Mindestbonitätsanforderungen für marktfähige Sicherheiten, die vom griechischen Staat begeben oder garantiert wurden, aufzuheben. Durch die Aussetzung konnten **entsprechende Instrumente**, die bislang für geldpolitische Geschäfte des Eurosystems genutzt wurden, obwohl sie die Mindestbonitätsanforderungen nicht erfüllten, **nicht mehr als Sicherheiten hinterlegt werden**. Die Entscheidung des EZB-Rats beruht auf der Tatsache, dass zu diesem Zeitpunkt nicht von einem erfolgreichen Abschluss der Überprüfung des Anpassungsprogramms ausgegangen werden konnte, und steht damit im Einklang mit den geltenden Regelungen des Eurosystems. In der Folge verlagerte sich die **Finanzierung des griechischen Bankensystems** weg von der geldpolitischen Refinanzierung durch die EZB zu **Liquiditätshilfen durch die griechische Notenbank** (Emergency Liquidity Assistance: **ELA**).

Griechenland beantragt Verlängerung des EU-Hilfsprogramms

Vor diesem Hintergrund einigte sich die griechische Regierung mit der Eurogruppe am 20. Februar 2015 darauf, das aktuelle Hilfsprogramm um vier Monate zu verlängern. Am 24. Februar stimmte die Eurogruppe auch den Reformvorschlägen zu, die am Vortag von der griechischen Regierung übermittelten wurden. Allerdings wurde Griechenland aufgefordert, in enger Abstimmung mit den Institutionen weitere Reformmaßnahmen bis Ende April auszuarbeiten. Durch die Verlängerung des Programms hat Griechenland wieder die Möglichkeit, die noch nicht ausbezahlten aber geplanten Hilfszahlungen abzurufen. Voraussetzung dafür ist ein positiver Abschluss der Überprüfung der Programmmaßnahmen (Review), welcher für April angesetzt wurde.

Die von der griechischen Regierung zugesagten Reformmaßnahmen sollen die (1) Nachhaltigkeit der Staatverschuldung sichern, (2) die Finanzmarktstabilität gewährleisten und (3) den wirtschaftlichen Aufschwung fördern.[1] Die griechische Regierung erklärt sich zudem

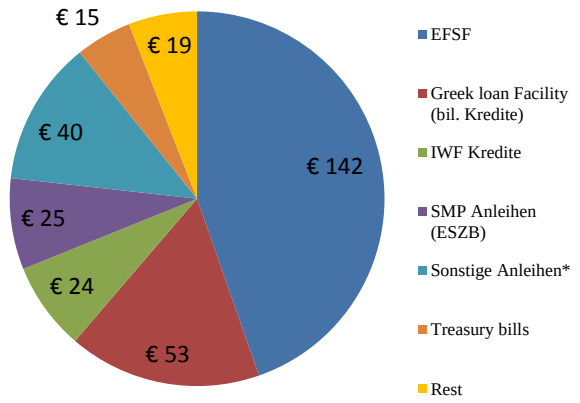
[1] Das siebenseitige Schreiben der griechischen Regierung zu den geplanten Reformmaßnahmen findet sich hier: http://diepresse.com/files/pdf/GriechischeVorschl%C3%A4ge.pdf

bereit, den Strukturreformprozess weiter voranzutreiben und erkennt auch an, ihren finanziellen Verpflichtungen nachzukommen. Weiters wird Griechenland keine Maßnahmen zurücknehmen oder einseitige Änderungen an den Reformen treffen, die negative Folgen für die fiskalischen Ziele, wirtschaftliche Erholung und Finanzstabilität hätten.

Wer sind die Gläubiger der griechischen Staatsschuld & wie hoch ist das Kreditexposure Österreichs?

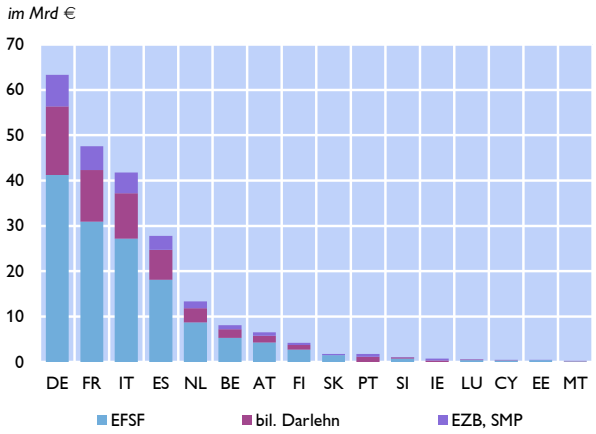
Der öffentliche Schuldenstand Griechenlands betrug Ende 2014 laut EK Winterprognose (02/2015) 318 Mrd. € oder 176,3% des BIPs. Davon werden 69% von der EU (European Financial Stability Fund und bilaterale Kredite) und dem IWF gehalten. Zählt man die Anleihen der EZB im Rahmen des SMP dazu, beläuft sich der **Anteil öffentlicher Schuldner an der griechischen Staatsschuld auf 77%**. Neben den SMP Anleihen wurden vom Staat weitere 40 Mrd. € in Anleihen begeben. Diese umfassen unter anderem die im Rahmen des *Private Sector Involvement* (PSI) getauschten Anleihen, sowie nicht in EUR denominierte Anleihen. Zusätzlich emittiert Griechenland kurzfristige Schuldtitel (T-Bills) im Ausmaß von 15 Mrd. €.

Griechische Staatsschuld Dez 2014 nach Gläubigern und Darlehensart in Mrd. EUR (insg. 318 Mrd. EUR)



Quelle: IWF, ESZB, EK, Bloomberg (Abfrage am 5.2.2015)
** inkl getauschte Anleihen (PSI) & intern. Anleihen (nicht in EUR denominiert)*

Unmittelbare Kreditexponierung der öffentlichen Haushalte im Euroraum an der GR Staatsschuld



Quelle: EZB, IWF, Europäische Kommission.

Für die Hilfspakete der EU (EFSF, bilalterale Kredite) und für mögliche Verluste aus dem SMP Programm haften die Staaten des Euroraums im **Ausmaß ihres EZB-Kapitalschlüssels**. Insgesamt belaufen sich die entsprechenden Kredite bzw. Anleihen auf 219,7 Mrd. €. Für den Staat Österreich ergibt sich dadurch ein Kreditexposure in Höhe von **6,5 Mrd. €** (siehe rechte Grafik).[2] Eingerechnet sind hier allerdings nicht die IWF Kredite, für die – bei einem Zahlungsausfall Griechenlands – ebenfalls die Euroraumstaaten (neben anderen Staaten, wie zum Beispiel den USA) haften würden. Für Österreich liegt das Kreditexposure aus dieser Position bei 0,26 Mrd. €.

[2] Hier sind nicht die Übergarantien Österreichs an den EFSF-Krediten eingerechnet. Diese würden relevant werden, wenn andere garantierende Länder nicht an den Verlusten partizipieren würden. Hier könnten zusätzliche Kosten von bis zu 2,7 Mrd.€ anfallen.