

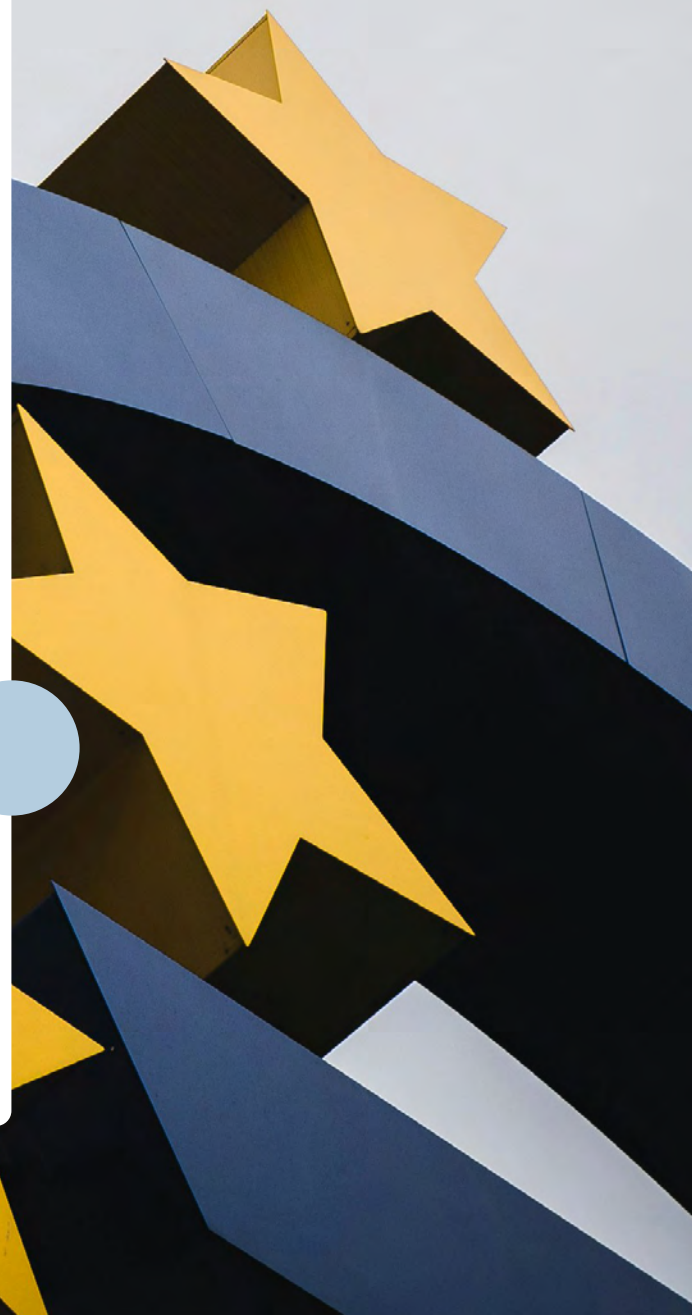
Guardian of the Euro Galaxy

Die EZB stärkt
sich für die
Liquiditätswende



JUNI 2024

Marketing Kommunikation



Über den Autor.

Pierre Boyer

Head of Money Market
and Short Term



Pierre Boyer ist seit 2012 Head of Money Market Funds bei Candriam und zudem seit 2008 ein Geldmarktfondsmanager.

Seine berufliche Laufbahn begann er 2004 im Middle Office von Calyon, wo er sich mit Derivaten befasste.

Daraufhin kam er zu Crédit Lyonnais Asset Management als Assistent für den Geldmarktfondsmanager. Im Jahr 2005 bekleidete er dann bei CIC – Banque Transatlantique den Posten des Aktien- und Anleihenmanagers.

Pierre hat einen Abschluss in Finanzwesen von der ESCÉM School of Management in Frankreich und einen Studienabschluss in Financial Engineering von der Skema Business School, ebenfalls in Frankreich.

Inhaltsverzeichnis.

Zusammenfassung 04

Einleitung: Der Wandel der EZB und das Dilemma der Liquidität 06

Vom Preishüter zum Anker der Eurozone 07

Unkonventionelle Maßnahmen für beispiellose Herausforderung 08

Die Auswirkungen auf die Bilanz der EZB 09

Künftige Handlungen der EZB in Bezug auf die Liquidität 12

Korridor- vs. Floor-Mechanismus und Bedeutung für die Zinsen 12

Bewältigung des Balanceakts der Überschussliquidität 16

Die Zukunft des Liquiditätsmanagements in der Eurozone 18

Schaffen einer künftigen Roadmap 19

Der Phönix des Geldmarkts ersteht auf 22

Eher eine Frage der Marktvolatilität als von Korridor oder Floor 25

Fazit: Flexible Vorgehensweise in einem sich wandelnden Umfeld 27

Zusammenfassung.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat einen erheblichen Wandel von einem passiven Beobachter zu einem proaktiven Hüter der finanziellen Stabilität in der Eurozone vollzogen. Als die EZB ihre Geldpolitik nach einer Reihe unkonventioneller Maßnahmen normalisierte, trat eine neue Herausforderung auf: das Management der Überschussliquidität. Dieses Dokument befasst sich mit der sich ändernden Rolle der EZB bei der Bewältigung dieser Herausforderung.

Feststellungen:

- **Die EZB muss einen feinfühligem Balanceakt vollziehen:** Bändigung der Inflation und gleichzeitige Unterstützung des Konjunkturwachstums, Beibehaltung der finanziellen Stabilität und Vermeidung von Marktstörungen.
- **Die aktuelle Strategie** umfasst die schrittweise Verringerung der Überschussliquidität mittels quantitativer Straffung (Quantitative Tightening - QT) und weiteren Instrumenten.
- **Die EZB erwägt einen flexibleren und stärker auf die Nachfrage ausgerichteten Ansatz** mit Hinsicht auf das künftige Liquiditätsmanagement, wobei potenziell ein hybrides Korridor-Floor-System eingesetzt wird.
- **Die Straffungsmaßnahmen werden voraussichtlich die Geldmarktfonds wieder als attraktive Alternative zu Bankeinlagen in den Vordergrund rücken.**

Der Erfolg der EZB hängt von ihrer Fähigkeit ab, vorsichtig durch dieses komplexe Umfeld zu navigieren. Klare Kommunikation, gemäßigte Maßnahmen und innovative Lösungen werden erforderlich sein, um einen reibungslosen Übergang und eine langfristige finanzielle Stabilität in der Eurozone zu gewährleisten.



Einleitung: Der Wandel der EZB und das Dilemma der Liquidität.

//

Die EZB ist bereit den Euro, koste es was wolle, zu schützen.

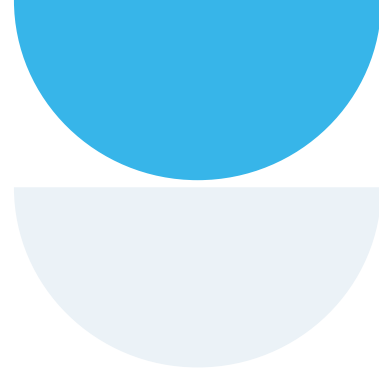
- Mario Draghi, der damalige Vorsitzende der Europäischen Zentralbank bei der Global Investment Conference in London, 26. Juli 2012

Die Tage sind vorbei, als die Europäische Zentralbank (EZB) zuschaute und lediglich die Inflation und das Geldvolumen überwachte. Nach einem über mehr als 15 Jahre vollzogenen Wandel ist die EZB nun zu einem unerschütterlichen Hüter der finanziellen Stabilität des Euroraums geworden. Der Wendepunkt war die Finanzkrise im Jahr 2008, die die Unzulänglichkeiten einer reinen Überwachung der Inflation darlegte. Als die Krise zu einer Liquiditäts- und dann Bankenkrise überging, stand die EZB zunehmend unter Druck, ausschlaggebende Maßnahmen zu ergreifen.

Unter der Leitung von Mario Draghi vollzog die EZB einen drastischen Wandel vom passiven Beobachten hin zum proaktiven *Interventionismus*. Hierzu bewaffnete sie sich mit einem breitgefächerten Arsenal an Instrumenten, um den Euroraum zu schützen. 2012 kam dann ein bestimmender Moment. In einer unvergesslichen

Ansprache erklärte der damalige Vorsitzende Mario Draghi, dass die EZB sich standhaft zum Schutz des Euroraums verpflichtete: *„Im Rahmen unseres Mandats ist die EZB bereit, alles Notwendige zu tun, um den Euro zu schützen. Und glauben Sie mir, dass dies ausreichend sein wird (...) Wir müssen diese finanzielle Fragmentierung also durch das Angehen dieser Probleme bewältigen.“*

Die Eurokrise, in deren Rahmen mehrere europäische Regierungen zwischen 2010 und 2012 Schwierigkeiten hatten, Kredite aufzunehmen, zwang die EZB dazu, allen Ländern des Euroraums, die gerettet werden mussten, umfassende und unbegrenzte Unterstützung zu bieten. Diese Vorgehensweise konnte zwar ein unmittelbar bevorstehendes Desaster vermeiden, blähte jedoch die Bilanz der EZB auf ein beispielloses Niveau auf und überflutete den Markt mit Liquidität.



Das Umfeld hat sich seitdem weiterentwickelt und die EZB steht nun vor einer neuen Herausforderung. Sie muss nun ihr Rahmenwerk neu kalibrieren, um die Kontrolle über ihr wichtigstes Instrument zu behalten: die kurzfristigen Zinsen. Der jüngste Abbau der Bilanz und die Bemühungen zur Normalisierung der Lage erfordern weitere Anpassungen des geldpolitischen Rahmenwerks.

In diesem sich wandelnden Umfeld muss die EZB kritische Entscheidungen treffen, die sich tiefgreifend auf die Entwicklung des Finanzwesens im Euroraum

auswirken werden. Diese Entscheidungen haben weitreichende Folgen, da die EZB die Zinsen und die Überschussliquidität in einem Konjunkturumfeld steuert, das sich über ihr ursprüngliches Rahmenwerk hinaus entwickelt hat.

Die Frage, die sich nun stellt, ist, ob die Vorsitzende Christine Lagarde das aktuelle „Floor-System“ beibehalten wird, wieder das „Korridorsystem“ von vor der Krise anwenden, oder vielleicht ein hybrides Modell einführen wird, welches Kontrolle und Volatilität kombiniert.

Vom Preishüter zum Anker der Eurozone.

Die Europäische Zentralbank hat sich seit ihrer Gründung im Jahr 1999 stark verändert. Ursprünglich bestand ihre Hauptaufgabe darin, die Preisstabilität zu bewahren, wie dies im Vertrag von Amsterdam festgelegt wurde. Mittlerweile wird die Institution aber von einer ehemaligen geschäftsführenden Direktorin des Internationalen Währungsfonds und der ehemaligen Wirtschaftsministerin Frankreichs geleitet und ist zu einem Eckpfeiler des Finanzsystems des Euroraums geworden.

Während die EZB in den Vordergrund gerückt ist, muss man auch die Bemühungen der Mitgliedstaaten der Eurozone anerkennen, die Einheit Europas

aufrecht zu erhalten. Nichtsdestotrotz ist die Rolle der EZB angesichts der zunehmenden Krisen nach 2008 wesentlich proaktiver geworden.

Unter Draghi führte die EZB eine Ära wesentlicher geldpolitischer Interventionen herbei, die durch zahlreiche Zinsanpassungen, die Einführung von negativen Zinsen, Liquiditätsspritzen und umfassende Anleihenkäufe geprägt war. Während der Pandemie spielte die EZB eine entscheidende Rolle bei der Unterstützung der Konjunktur im Euroraum und der Bewältigung der folgenden Herausforderungen aufgrund der steigenden Inflation.

Unkonventionelle Maßnahmen für beispiellose Herausforderungen

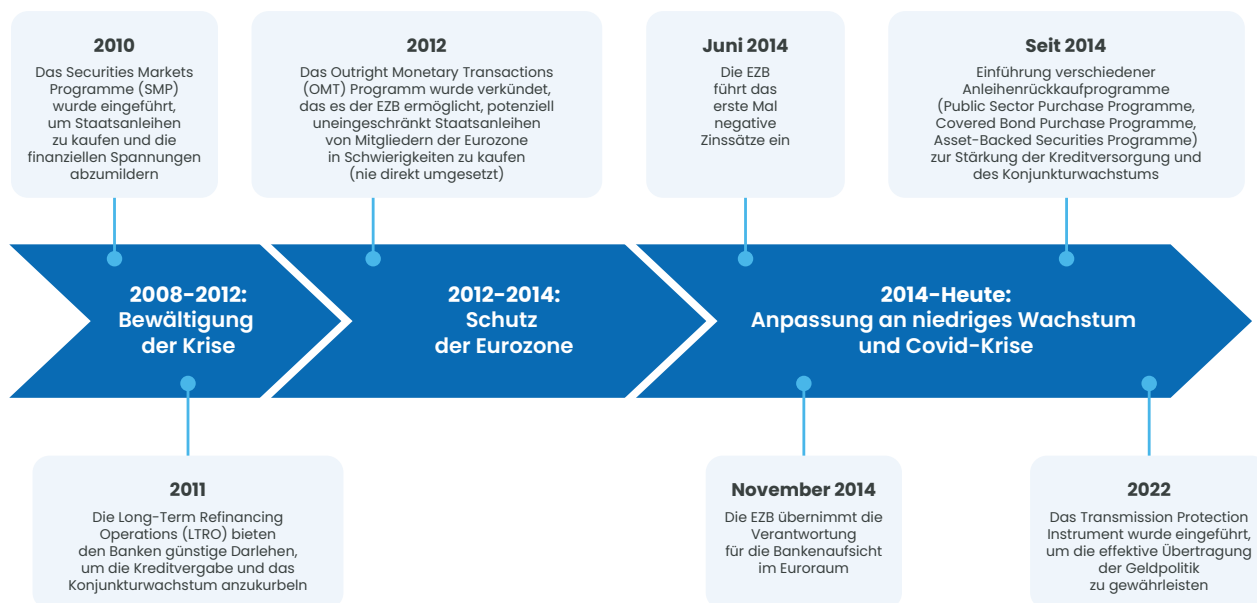
Die Inflation ist zwar nach wie vor ein zentrales Ziel, die Krise von 2008 zeigte jedoch Schwachstellen im Euroraum, die eine proaktivere EZB forderten. Diese Phase war der Anfang einer wesentlichen Verlagerung, wobei die Zentralbank verschiedene unkonventionelle Maßnahmen ergriff, die bei der Vermeidung einer Finanzkrise und der Stabilisierung der Konjunktur des Euroraums mitwirkten.

Sie halfen:

- **Das Vertrauen in das europäische Finanzsystem wieder aufzubauen:** Durch die Gewährleistung, dass die Banken über ausreichende Liquidität verfügten, beruhigte die EZB die Anleger und vermied eine Finanzpanik.
- **Stimulierung der Kreditvergabe und Vermeidung der Deflation:** Das höhere Liquiditätsvolumen veranlasste die Banken, an Unternehmen und private Haushalte unbehinderter Kredite zu vergeben, was wiederum die Konjunkturtätigkeit unterstützte. Durch die Steigerung des Geldvolumens und die Unterstützung der Finanzaktivität half die EZB dabei zu vermeiden, dass die Inflation nicht zu weit sank, was das Konjunkturwachstum hätte beeinträchtigen können.

Abbildung 1:

Die Antwort der EZB auf Krisen



Quelle: EZB, Candriam, Mai 2024

Die Auswirkungen auf die Bilanz der EZB

Die verschiedenen, von der Bank angesichts eines längeren Zeitraums mit niedrigem Wachstum eingeführten umfassenden Anleihenkaufprogrammen haben die Bilanz der Institution im vergangenen Jahrzehnt wesentlich aufgebläht.

Ein kurzer Überblick über die Bilanz der EZB

Angesichts ihrer bedeutenden Rolle bei der Gestaltung der Marktdynamik und der Leitung der Geldpolitik ist die Bilanz der EZB zu einem wichtigen Instrument für die Bewältigung der finanziellen Komplexität geworden. Sie ist sowohl ein Abbild für die Größe als auch die Zusammenstellung der Aktiva und Passiva der EZB.

Eine vereinfachte Aufschlüsselung der EZB-Bilanz ist nachstehend aufgeführt:

Aktiva

- **Main Refinancing Operations (MROs) und Longer-Term Refinancing Operations (LTROs):** Haupt- und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte bieten den Banken Liquidität.
- **Geldmarktportfolios:** Diese Portfolios, darunter das Asset Purchase Programme (APP) und das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), injizieren Liquidität in das System.
- **Sonstige Aktiva:** Diese umfassen unter anderem nichtmonetäre Vermögenswerte wie Gold, IWF-Forderungen und Währungsreserven.

Passiva

- **Einlagen von Banken:** Summe der Kontokorrentkonten der Banken und der Einlagenfazilität.
- **Einlagen von Regierungen:** Einlagen von EU-Regierungen.
- **Ausländische Einlagen:** Einlagen von ausländischen öffentlichen Einrichtungen.
- **Sonstige Einlagen:** Einlagen von Finanzinstituten (Nichtbanken).
- **Banknoten:** Im Umlauf befindliche Eurobanknoten. Sie werden unter den verschiedenen nationalen Zentralbanken und der EZB anhand des vom EZB-Rat vereinbarten Kapitalschlüssels verteilt.
- **Sonstige Passiva:** Diese umfassen Kapital und Neubewertungskonten.

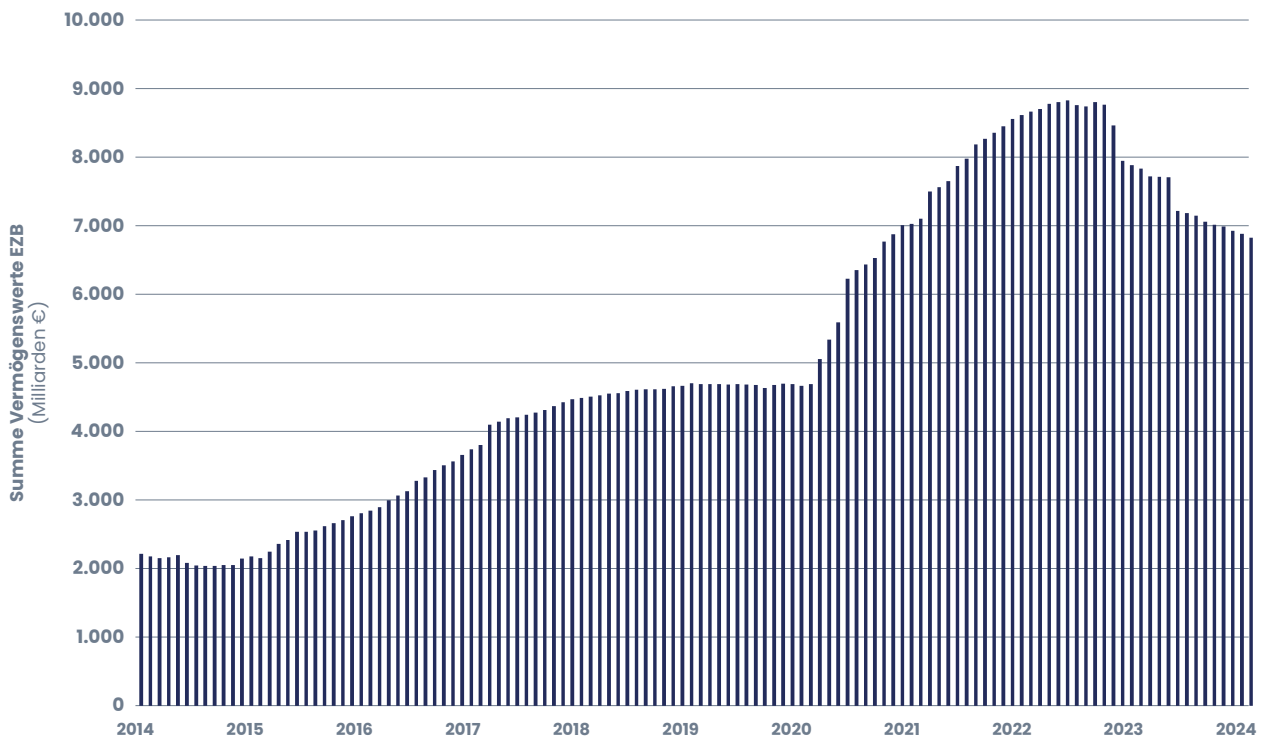
Bestimmte Elemente der EZB-Bilanz, bekannt als „autonome Faktoren“, können von ihr nicht direkt kontrolliert werden. Diese Faktoren haben wesentlichen Einfluss auf die Liquiditätsbedingungen, sind jedoch keine direkte Folge der geldpolitischen Transaktionen oder Reserven der EZB. Diese autonomen Faktoren können bei der Prognose des künftigen Liquiditätsbedarfs innerhalb des Bankensystems zu wesentlicher Ungewissheit führen.

EZB gibt dem Eurosystem Auftrieb

Die Überschussliquidität, also der Überschuss an Barmitteln im Bankensystem über den Mindestreserveanforderungen, wird direkt durch die Größe und die Zusammensetzung der EZB-Bilanz beeinflusst. Wenn die EZB Finanzierungsgeschäfte für Kreditinstitutionen durchführt, wie dies der Fall im vergangenen Jahrzehnt war, führt sie Liquidität in das Finanzsystem ein. Diese Liquidität fließt durch das System und wird letztendlich als Einlagen in den Passiva der EZB-Bilanz beglichen. Demgegenüber wird die Überschussliquidität durch die Verringerung des Umfangs ihrer Bilanz durch Maßnahmen wie die Drosselung der Anleihenkäufe verringert.

Abbildung 2:

Liquidität in der Eurozone: Der Billionen-Dollar-Anstieg



Quelle: Candriam, Bloomberg, März 2024

Aus den zuvor erklärten Gründen hat die EZB-Bilanz seit 2012 umfassend zugenommen und durch Anleihenkäufe und Leihgeschäfte nahezu 9 Billionen € erreicht. In jüngster Vergangenheit wurde die EZB-Bilanz auf 7 Billionen € verringert, da sie ihre unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen schrittweise reduzierte. Dies ist auf das Auslaufen von Darlehen von Geschäftsbanken und die Reduzierung der Anleihenkäufe zurückzuführen, da im Bankwesen eine gewisse Ruhe herrscht und der Inflationsdruck zunimmt.



Risiken und Vorteile der Überschussliquidität

Die Verwaltung der Überschussliquidität ist für die Zentralbanken eine wichtige Aufgabe. Denn die Überschussliquidität kann die finanzielle Stabilität unterstützen und spielt somit eine bedeutende Rolle bei der Gestaltung der Wirksamkeit der Geldpolitik. Sie verringert die Schwankungen der kurzfristigen Zinsen drastisch und erleichtert somit die Übertragung der Geldpolitik auf die Konjunktur als Ganze. Sie kann jedoch auch Risiken bergen, wie die Verstärkung der Inflation der Preise für Vermögenswerte oder die Verzerrung des Marktfunktion.

Eine geringere Liquidität könnte jedoch die Kreditvergabefähigkeit der Banken einschränken und somit die Konjunktur beeinträchtigen. Demgegenüber kann sie zu zunehmenden Schwankungen der kurzfristigen Zinsen führen, was wiederum die Übertragung der Geldpolitik auf die breitere Wirtschaft belasten kann. Aus diesem Grund müssen die Zentralbanken das optimale Niveau an Überschussliquidität sorgfältig bewerten, um die Ziele ihrer Politik zu erreichen und zugleich die potenziellen Nebeneffekte abzumildern.

Als Antwort auf die sich ändernden Konjunkturbedingungen hat die EZB ihren Ansatz zur Bewältigung neuer Herausforderungen aktiv neu gestaltet, wobei sie sich besonders auf die Expansion ihrer Bilanz konzentrierte. Die umgesetzten Maßnahmen haben Fragen über ihre Auswirkungen auf die Liquidität aufgeworfen, woraufhin die Banken Überschussreserven über den aufsichtsrechtlichen Auflagen halten. Da diese Überschussliquidität sich wesentlich sowohl auf die Finanzmärkte als auch die Konjunkturtätigkeit auswirkt, überwachen die Analysten die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf das breitere wirtschaftliche Umfeld genau.

Künftige Handlungen der EZB in Bezug auf die Liquidität.

Die Europäische Zentralbank befindet sich in einem kritischen Augenblick. Sie konnte den Euroraum erfolgreich durch die Finanzkrise von 2008, die Eurokrise, die Covid-19-Krise und die darauf folgenden konjunkturellen Herausforderungen bringen, steht nun aber vor einer neuen und komplexen Herausforderung: das Auflösen der umfassenden Liquiditätsmaßnahmen, die während diesen Zeiträumen umgesetzt wurden. Während die vorherigen Strategien auf intelligente Weise die Herausforderung ihrer Zeit angingen, bedarf das aktuelle Umfeld einen neu kalibrierten Ansatz. Die EZB muss einen feinfühligsten Balanceakt vollziehen, um nahtlos auf eine normalisierte Geldpolitik überzugehen.

Korridor- vs. Floor- Mechanismus und Bedeutung für die Zinsen

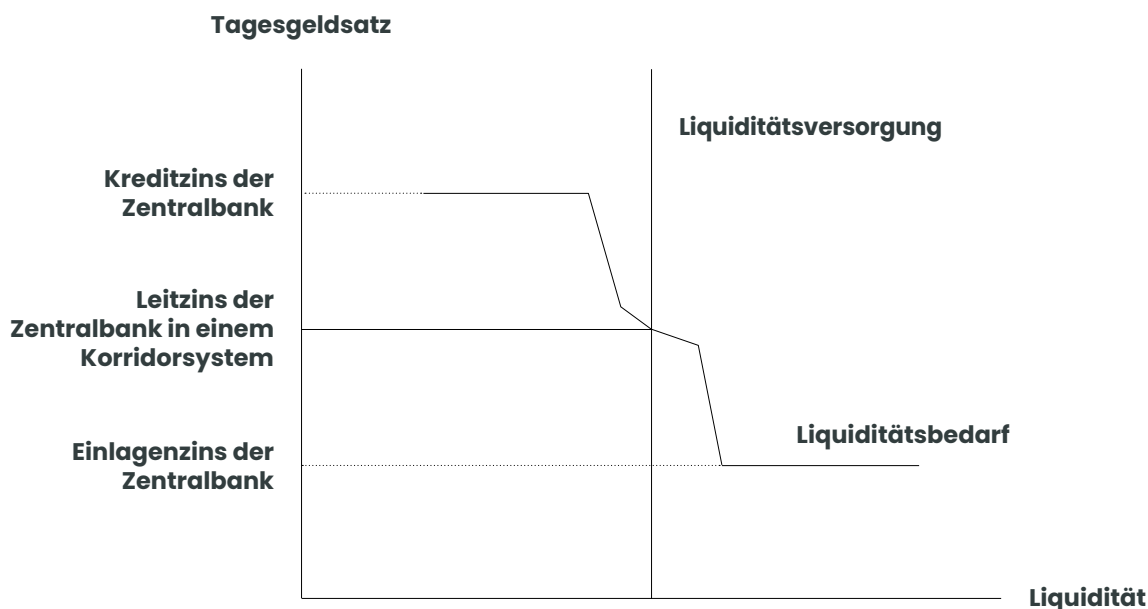
Während ihres Bestehens hat die EZB zwei Hauptsysteme eingesetzt, um das von den Banken gehaltene Geldvolumen zu kontrollieren: das Korridorsystem und das Floor-System. Das Korridorsystem von vor 2008 bot eine genaue Kontrolle der kurzfristigen Zinsen, hiermit war die genaue Bewertung des Liquiditätsbedarfs der Banken jedoch nur schwer möglich. Demgegenüber erleichterte das Floor-System nach der Krise die Geschäfte, führte jedoch zu einer geringeren Interbankenaktivität und anderen Hindernissen.

Das Korridorsystem: Verwaltung des Kapitalflusses

Vor 2008 betrieb die EZB ein sogenanntes „Korridorsystem“ für die Geldpolitik, in dessen Rahmen den Banken maßgeschneiderte Reserven geboten wurden, um die kurzfristigen Interbankenzinssätze innerhalb einer bestimmten Spanne zu halten. Dieser Ansatz sollte gewährleisten, dass die Banken Liquidität vor allem am Interbankenmarkt tauschen, anstatt zur Spitzenrefinanzierungsfazilität¹ der EZB Liquidität aufzunehmen oder Barmittel in die Einlagenfazilität einzuzahlen.

In der Praxis würden sich bei diesem System die Interbankenzinsen zwischen dem Einlagenzins (die untere Grenze) und der Spitzenrefinanzierungsfazilität (die obere Grenze) bewegen, wobei die EZB die angebotene Liquidität durch Refinanzierungsgeschäfte anpasst, um die Zinssätze in Richtung der Mitte des Korridors zu leiten (T1 in Abbildung 4).

Abbildung 3:
Das Korridorsystem



Nachfrage und Angebot für Liquidität in einem Korridorsystem mit Reserveanforderungen über eine Erfüllungsperiode.

Quelle: Candriam, März 2024

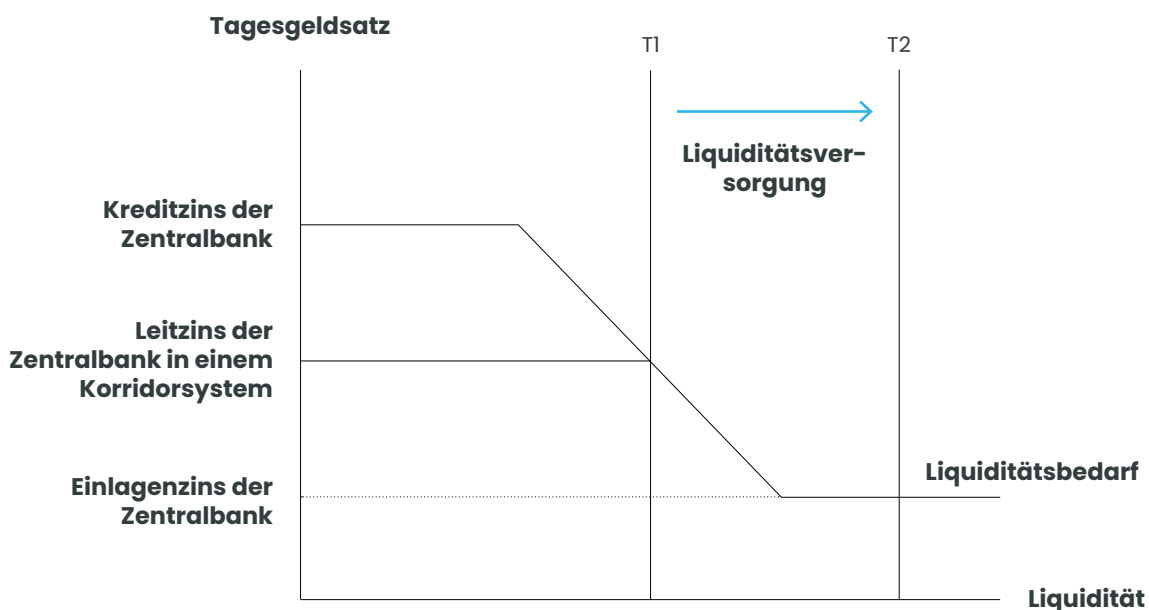
¹ - Die Spitzenrefinanzierungsfazilität ist der Zinssatz, den Banken zahlen, wenn Sie Geld von der EZB über Nacht leihen. Hierbei müssen Sie Sicherheiten bieten, beispielsweise Wertpapiere, um die Rückzahlung des Gelds zu garantieren.

Dieses System brachte jedoch Herausforderungen mit sich, vor allem bei der genauen Bewertung des Liquiditätsbedarfs der Banken. Eine Überschätzung könnte die kurzfristigen Zinsen stören, während eine Unterschätzung zu Liquiditätsengpässen führen könnte, besonders in bestimmten Phasen. Darüber hinaus könnte der häufige Rückgriff auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf eine finanzielle Schwäche hinweisen, was dem Ruf einer Bank schaden und von ihrem Einsatz abschrecken könnte, was wiederum ihre Wirksamkeit verringert.

Das Floor-System: Große Mengen Bargeld

Seit 2014 hat die Europäische Zentralbank, sehr ähnlich der Federal Reserve (Fed), ihre Rolle als finanzieller Feuerwehrmann beibehalten, doch die Flammen sind verglüht. Hierbei wird Liquidität durch Anleihenkäufe und regelmäßige Darlehensgeschäfte für Banken (Refinanzierungsgeschäfte) in das Finanzsystem injiziert. Heute schwimmen die Banken in Reserven, wodurch die kurzfristigen Zinsen in der Nähe des Einlagenzinses der EZB (T2 in Abbildung 4) verankert sind, also dem Zins, zu dem die Banken ihre überschüssige Liquidität einlegen können.

Abbildung 4:
Das Floor-System



Nachfrage und Angebot für Liquidität vom Korridor- zum Floor-System

Quelle: Candriam, März 2024

Das Floor-System scheint rationalisiert und unkompliziert, da die EZB nicht weiter den genauen Liquiditätsbedarf der Banken akribisch genau bestimmen muss. Diese dem Anschein nach einfache Lösung verbirgt jedoch die damit verbundenen Nebeneffekte:

- **Geringere Interbankenaktivität:** Geringere Risikobereitschaft aufgrund der geringeren Interbankendarlehensvergabe.
- **Knappheit der Vermögenswerte:** Die Anleihenkäufe der EZB haben die Verfügbarkeit hochwertiger Vermögenswerte verringert.
- **Hohe Finanzierungskosten:** Die Beibehaltung der Überschussliquidität bei positiven Zinsen ist für die EZB teuer.
- **Geringere Laufzeitprämie:** Die Überschussliquidität bremst die Risikoprämien, was die Renditekurve verflacht. Das ursprüngliche Ziel der EZB bestand darin, die Differenz der Zinsen zwischen den Ländern Europas zu verringern, später kamen jedoch negative Effekte zum Vorschein, da das mit den Ländern und Anleihenemittenten verbundene Risiko nicht länger wahrgenommen wurde.

Abbildung 5:

Die wichtigsten Unterschiede zwischen beiden Mechanismen

Merkmal	Korridorsystem	Floor-System
Interbankenaktivität	Starker Anreiz für den Austausch von bilanziellen Reserven untereinander, was die Abhängigkeit des Finanzsystems von der Liquidität der Zentralbank verringert	Weniger Anreize für Interbankenaktivität
Risikoprämie	Risiko vollständig eingepreist, transparent in Instrumenten	Die Renditekurve verflachte sich und die Laufzeitprämie von Anleihenrenditen gab in der Laufzeitstruktur nach. Die Spreads von Asset-Swaps und verfügbare Sicherheiten werden von der Drosselung der EZB beeinflusst
Finanzielle Kosten	Sehr begrenzte Kosten für EZB	Das aktuelle Umfeld mit positiven Zinsen, zusammen mit der umfassenden Überschussliquidität der EZB und einer aufgeblähten Bilanz, haben zur Folge, dass diese Situation für die Zentralbank extrem kostspielig ist ²

2 - Dies ist auf den Unterschied zwischen dem Zinssatz, zu dem die EZB ihre Reserven vergütet, und dem, was sie mit ihren Vermögenswerten verdient, zurückzuführen. Dies ist im aktuellen Umfeld für die EZB extrem kostspielig.

Bewältigung des Balanceakts der Überschussliquidität

Als Antwort auf das neue Konjunkturmilieu mit seinem Inflationsdruck steht die EZB vor einer schwierigen und facettenreichen Aufgabe: die Überschussliquidität im Finanzsystem des Euroraums beseitigen, ohne unbeabsichtigte Folgen auszulösen.

Ein feinfühligere Balanceakt

Diese Situation erfordert einen feinfühligeren Balanceakt zwischen verschiedenen bedeutungsvollen Erwägungen:

- **Inflation vs. Wachstum:**

- **Bändigung der Inflation:** Die Überschussliquidität kann durch die Verzerrung der Preise den Inflationsdruck antreiben. Die EZB muss die Liquidität schrittweise verringern, um zu vermeiden, dass die Inflation außer Kontrolle gerät.
- **Unterstützung des Konjunkturwachstums:** Eine zu schnelle Verringerung der Liquidität könnte die Konjunktur- und Bankentätigkeit drosseln, indem die Kredite für Unternehmen und private Haushalte teurer werden. Die EZB muss gewährleisten, dass das Tempo maßvoll ist, um das Wachstum nicht zu behindern.

- **Finanzielle Stabilität vs. Marktstörungen:**

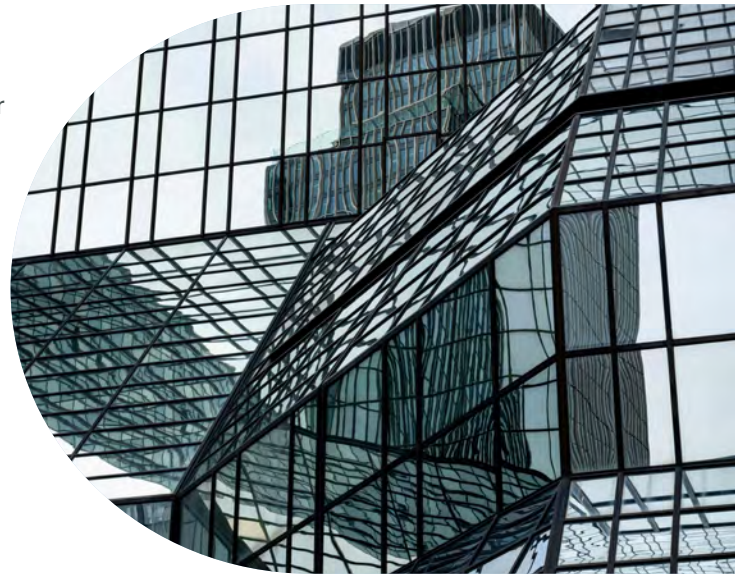
- **Beibehaltung der finanziellen Stabilität:** Ein plötzlicher oder aggressiver Entzug der Liquidität könnte durch einen Liquiditätsengpass im Bankensystem eine finanzielle Instabilität auslösen. Die EZB muss sicherstellen, dass der Auflösungsprozess die Risiken für die Banken und andere Finanzinstitute auf ein Minimum reduziert.
- **Vermeidung von Marktstörungen:** Schnelle Änderungen der Liquiditätsbedingungen können zu Marktschwankungen und Korrekturen der Preise für Vermögenswerte führen. Die EZB muss hierbei vorsichtig vorgehen, um die Störungen an den Finanzmärkten auf ein Minimum zu reduzieren.

- **Transparenz und Kommunikation:**

- **Klare Kommunikation:** Die EZB muss ihre Pläne und Strategien zur Handhabung der Überschussliquidität den Marktteilnehmern wirksam

mitteilen. So können die Erwartungen besser gehandhabt und unnötige Marktschwankungen vermieden werden.

- **Bewahrung der Glaubwürdigkeit:** Die Behörde muss ihre Bemühungen zum Erreichen ihres Inflationsziels und der Preisstabilität zeigen. Dies stärkt ihre Glaubwürdigkeit und hilft dabei, die Inflationserwartungen zu verankern und die Volatilität der Vermögenswerte im Euroraum zu begrenzen.



Die aktuell der EZB zur Verfügung stehenden Instrumente

Neben den Leitzinsen sind die unkonventionellen Maßnahmen für die Steuerung der Geldpolitik während der Krise entscheidend geworden. Die Aufhebung einiger von ihnen wird von wesentlicher Bedeutung sein, um die Reduzierung der Bilanz handzuhaben, darunter:

- **Verringerung des Umfangs des Anlagenportfolios der EZB (quantitative Straffung, QT):** Hierzu zählt die schrittweise Beseitigung auslaufender Vermögenswerte von der Bilanz ohne Wiederanlage der zurückgezahlten Kapitalbeträge: Mit diesem Prozess wird das Liquiditätsvolumen im System direkt verringert.
- **Zinsen und Zuteilungsverfahren für Liquiditätsspritzen:** Die Liquidität könnte durch die auf die einwöchigen und dreimonatigen Refinanzierungsgeschäfte angewandten festen oder variablen Zinsen und die teilweise Zuteilung verringert werden.
- **Reserveanforderungen:** Die EZB kann die Mindestreserveanforderungen schrittweise anheben, wodurch sie die Banken zwingt, ihre bei der EZB gehaltenen Barmittel zu steigern. Dies kann dabei helfen, die Überschussliquidität zu reduzieren.
- **Staatseinlagen:** Eine Änderung der Vergütungsobergrenze für Staatseinlagen könnte dem Bankensystem Liquidität entziehen (rund 150 Milliarden €).

Letztendlich kann der Balanceakt der EZB nur erfolgreich sein, wenn ihre Maßnahmen sorgfältig taxiert sind. Das Tempo und der Umfang der Liquiditätsreduzierung sowie das Instrument müssen auf das sich weiterentwickelnde Konjunkturmilieu und die Marktdynamik zugeschnitten werden. Dies bedarf eine gründliche Analyse und die Bereitschaft, den Ansatz auf die sich ändernden Umstände anzupassen.

Die Zukunft des Liquiditätsmanagements der Eurozone.

Da die Konjunkturbedingungen sich verbessern und die Inflation in Richtung der 2 %-Marke steuert, besteht für die EZB kein zwingender Grund, eine Überschussliquidität und einen Floor beizubehalten.

Abbildung 6:

Eine bessere wirtschaftliche Zukunft

	2022	2023	2024	2025
BIP	3,4	0,5	0,4	1,0
Inflation	8,4	5,4	2,4	2,0
EZB-Einlagenzins	2,0	4,0	3,25	2,5
10-Jahres-Zins	2,6	2,0	2,5	2,4

Quelle: Candriam, Bloomberg, EZB, März 2024

Die EZB hat quantitative Straffungsmaßnahmen eingeführt, um ihren Ansatz zu normalisieren. Hierzu reduziert sie schrittweise ihre Bilanz durch die Drosselung der Anleihenkäufe und das natürliche Auslaufen von Anleihen. Dieser wesentliche Übergang von beispiellosen geldpolitischen Impulsen hinzu einer vorsichtigen Normalisierung soll die Inflation sowie den Anstieg der Preise der Vermögenswerte eingrenzen und zugleich die finanzielle Stabilität und das Konjunkturwachstum unterstützen. Sie muss diese Maßnahmen sorgfältig umsetzen, um einen gleichmäßigen Übergang zu gewährleisten, ohne dabei die Märkte oder die breitere Wirtschaft zu stören.

Erschaffen einer Roadmap

Der künftige Kurs des Managements der Überschussliquidität im Euroraum ist noch ungewiss. Hierbei scheint es drei mögliche Szenarien zu geben, mit jeweils unterschiedlicher Bedeutung für die Finanzinstitute, die Marktstabilität und das allgemeine Tempo der Normalisierung. Aus diesem Grund wird die Innovation für die EZB der Schlüssel sein, um die von ihr geschaffene Überschussliquidität zu verwalten.

Geldmarktinstrumente und Annahmen

Laut Isabel Schnabel, ein Mitglied des Direktoriums der EZB, sollte die Überschussliquidität im Euroraum bis Ende 2025 um weitere 1,4 Billionen € auf rund 2,1 Billionen € zurückgehen. Wie dies möglich ist?

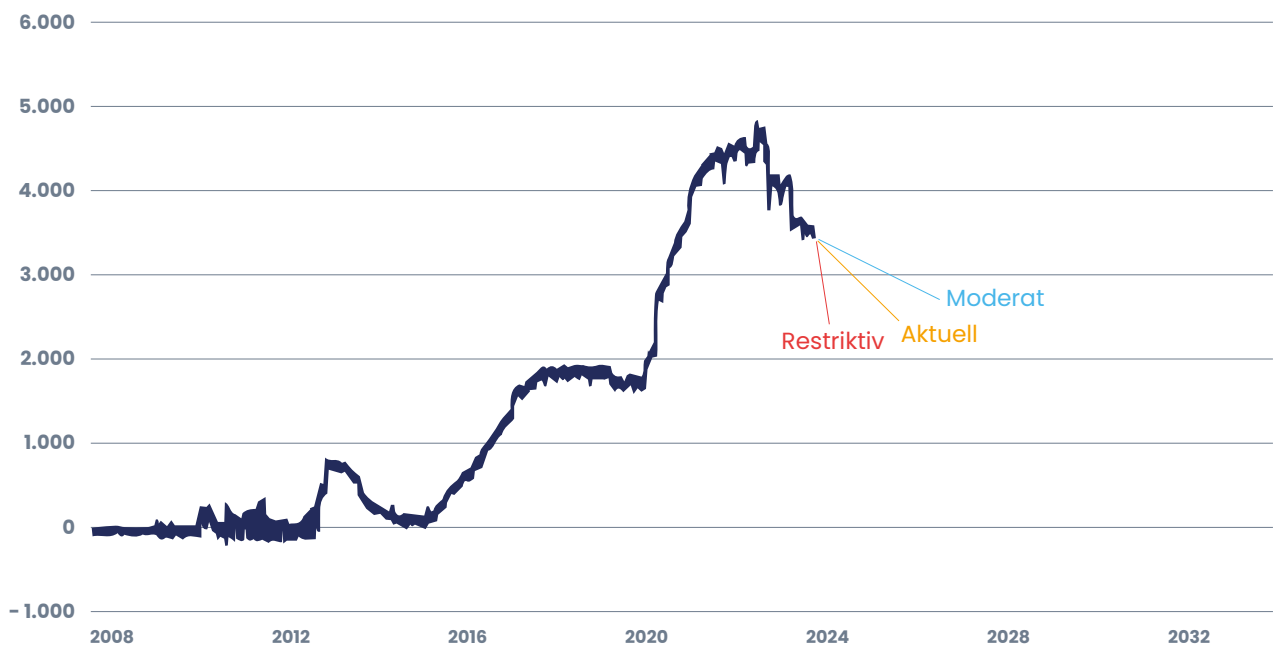
Hierzu muss die Behörde ihre Haltung ändern, was uns zu drei verschiedenen Szenarien bringt:

- **Beibehaltung des Kapitalflusses:** In diesem moderaten Szenario wird die EZB die Rücknahmen aus auslaufenden Vermögenswerten wieder in ihr Portfolio investieren. So wird das aktuelle Liquiditätsniveau beibehalten und die Störungen werden auf ein Mindestmaß reduziert, dies wird jedoch potenziell den Auflösungsprozess verlängern und die Bemühungen zur Bekämpfung der Inflation behindern.
- **Eine gleichmäßige Reduzierung:** Die EZB nimmt eine schrittweise Reduzierung der Liquidität vor, indem sie die Wiederanlage von auslaufenden Vermögenswerten bremst. Dieser ausgewogene Ansatz soll die Inflation kontrollieren und zugleich die Marktschwankungen auf ein Mindestmaß reduzieren. Das Tempo der Reduzierung würde sorgfältig auf der Grundlage der Konjunkturdaten und der Marktbedingungen bestimmt werden.
- **Eine schnelle Reduzierung:** Bei diesem restriktiven Szenario wird ein aggressiverer Ansatz verfolgt, wobei die EZB die Liquidität durch eine wesentliche Reduzierung der Wiederanlagen oder sogar den vollständigen Verkauf der Vermögenswerte schnell reduziert. Hierbei werden zwar inflationsbezogene Sorgen schnell angegangen, dies birgt jedoch ebenfalls ein höheres Risiko für Marktturbulenzen und finanzielle Instabilität, was eine Liquiditätskrise für die Banken auslösen könnte.

Abbildung 7:

Die Liquiditätsmanagementstrategien der EZB

■ Überschussliquidität



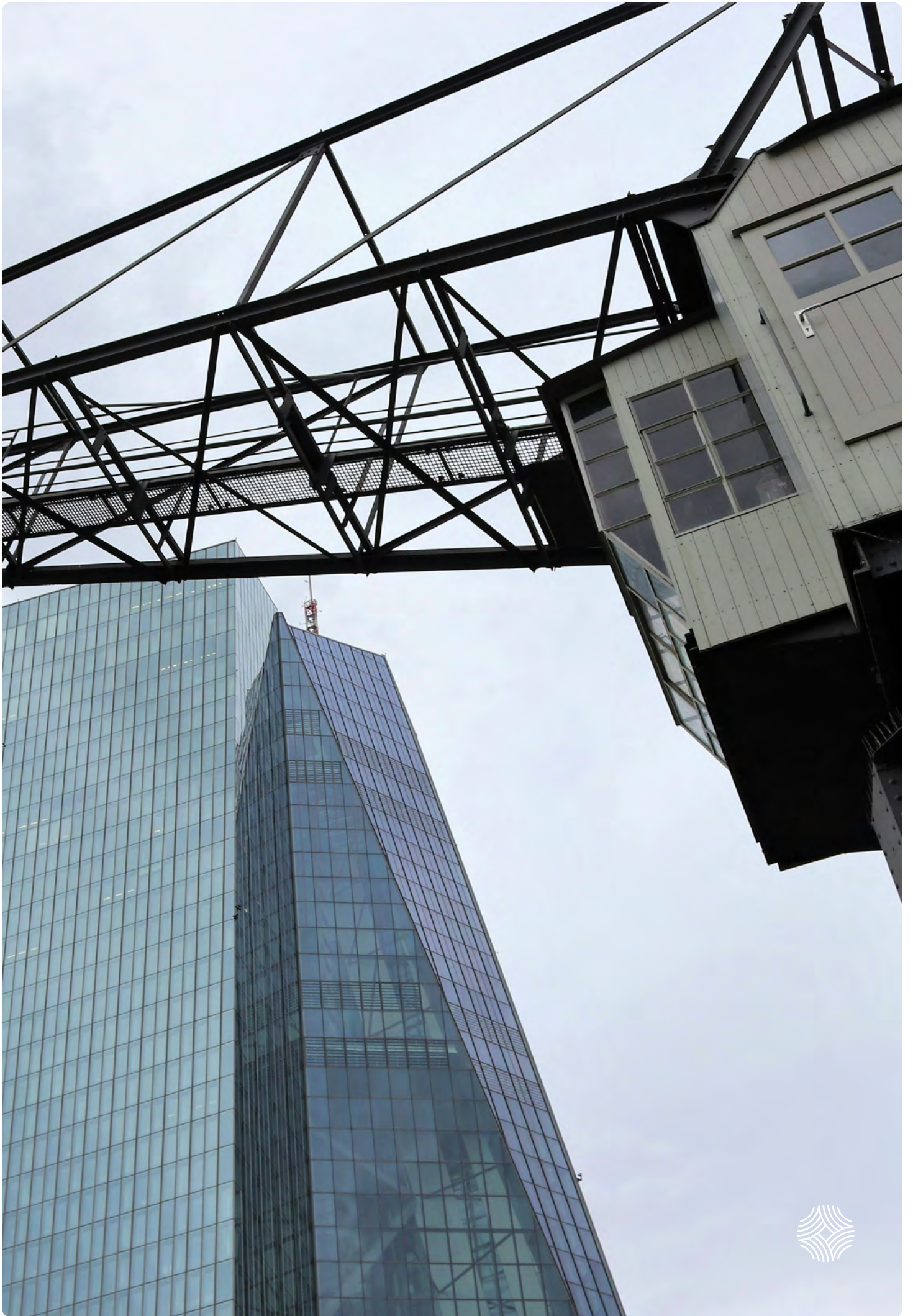
Quelle: Candriam, Bloomberg, März 2024

Auf der Grundlage einer schrittweisen Reduzierung soll die Überschussliquidität im Euroraum Prognosen zufolge bis Ende 2024 rund 3 Billionen € erreichen, was über die Prognosen von Isabel Schnabel hinaus geht. Bis Ende 2025 soll sie weiter auf rund 2,4 Billionen € zurückgehen. Diese hohe Überschussliquidität soll bis mindestens 2028 anhalten und knapp über 1 Billion € verharren.

Künftige Vorgaben: Innovation für mehr Widerstandsfähigkeit

Infolge dessen hat die EZB sich 2026 als Ziel gesetzt, um ausführlichere Einblicke in zwei zusätzliche innovative Programme zu geben, die einen gleichmäßigen Übergang während des langen Zeitraums mit hoher Liquidität erleichtern sollen: ein strukturelles Wertpapierportfolio und strukturelle längerfristige Kreditgeschäfte.

- **Strukturelles Wertpapierportfolio:** Die EZB gab nur wenige Einzelheiten zu ihrem neuen Portfolio, gab jedoch an, dass es die Geldpolitik nicht stören wird. Kurzfristige Staatsanleihen werden bevorzugt, um Verzerrungen der Creditspreads und der Laufzeitprämien zu vermeiden. Der Kapitalschlüssel wird unverändert beibehalten, um die Marktneutralität zu gewährleisten. Da dieses Portfolio die Liquiditätsinstrumente



diversifizieren und die Zuteilung von Ressourcen mit gezielten Liquiditätsspritzen und einer breiteren Palette zulässiger Wertpapiere optimieren soll, könnte es spezifische Liquiditätsbedürfnisse im Finanzsystem erfüllen und zugleich die Stabilität fördern.

- **Strukturelle längerfristige Kreditgeschäfte:** Die EZB hat die Einführung neuer LTROs aufgeschoben, die den Klimawandel betreffende Aspekte berücksichtigen könnten. Einzelheiten wie Zuteilungsmethoden, Zinssätze, Laufzeiten und Auflagen für Sicherheiten werden aktuell noch besprochen. Diese LTROs könnten den Banken, sobald sie eingeführt worden sind, regelmäßigen Zugang zu längerfristigen Finanzierungen (länger als 3 Monate) bieten, was potenziell Banken mit niedrigerem Rating zugute kommt. Die EZB verfolgt dabei das Ziel, diese LTROs so zu konzipieren, dass die finanzielle Stabilität gefördert und die Konjunkturtätigkeit unterstützt wird.

Der Phönix des Geldmarkts ersteht auf

Da die Konjunkturbedingungen sich verbessert haben und der Inflationsdruck weiterhin besteht, überdenkt die EZB nun ihre moderate geldpolitische Haltung, wobei eine Änderung umfassende Auswirkungen auf die Geldmärkte haben könnte.

Einblicke zum Geldmarktsatz

Nach den jüngsten Ankündigungen der EZB könnten an den Geldmärkten mehrere umfassende Änderungen eintreten:

- **Ungewisse Zukunft für die Tagesgeldsätze:** Die Einführung der €STR³, ein Referenzzinssatz für Banken der Eurozone, hat bei der Dynamik der Tagesgeldsätze, die traditionell durch den Eonia⁴ gemessen werden, für Unklarheit gesorgt. Verschiedene Vorschriften, die seit 2014 umgesetzt wurden (Liquiditätssystem des Bankwesens), können die Entwicklung der Kreditkosten über Nacht weiter erschweren und zu Ungewissheit in der unmittelbaren Zukunft führen. Darüber hinaus hat die EZB sich dazu entschieden, zu diesem Zeitpunkt Nicht-Banken direkten Zugang zur Einlagenfazilität zu bieten, was die unmittelbaren Auswirkungen auf die €STR abmildert.

3 - Die Euro Short-Term Rate (€STR) ist ein Tagesgeldreferenzzinssatz, der die Kreditkosten von Banken im Euroraum darstellt. Er wird von der Europäischen Zentralbank berechnet und veröffentlicht.

4 - Der Euro Overnight Index Average (Eonia) ist der durchschnittliche Tagesgeldreferenzzinssatz, zu dem europäische Banken untereinander Geld in Euro verleihen.



- **Reduzierung der Überschussliquidität:** Die Straffungsmaßnahmen der EZB sollen die Überschussliquidität im Finanzsystem des Euroraums schrittweise reduzieren. Diese Reduzierung kann zu einer Entkoppelung der €STR vom Einlagenzins führen, was potenziell die €STR/BOR⁵-Basis ausweitet und die kurzfristigen Kreditkosten für Banken und andere Unternehmen steigert. Es könnte eine erhebliche Verringerung der Überschussliquidität, geschätzt auf rund 500–750 Milliarden EUR, erforderlich sein, damit wesentliche Auswirkungen auf die kurzfristigen Zinsen sichtbar sein können.
- **Wiederbelebung des Interbankenmarktes:** Wenn man den Zugang auf günstige Liquidität der EZB einschränkt, könnten die Banken zunehmenden für ihre Liquiditätsbedürfnisse an den Interbankenmarkt gehen. Dies könnte die Interbankenkreditvergabe wieder beleben, was im Laufe der Zeit dann die Emission von Commercial Papers der Banken antreiben und sich auf die kurzfristigen Zinsen wie den Euribor⁶ auswirken könnte. Der Umfang dieser Wiederbelebung wird vom Umfang des Liquiditätsentzugs und den Marktbedingungen abhängen.

Die EZB möchte diesen Übergang bewältigen, indem sie den Spread zwischen ihrem Hauptzinssatz und dem Einlagenzins verringert. Diese Anpassung soll die potenzielle Volatilität der Tagesgeldsätze kontrollieren und zugleich die kurzfristigen Kreditkosten in überschaubaren Grenzen halten.

Eine potenzielle Wiederauferstehung der Geldmarktfonds?

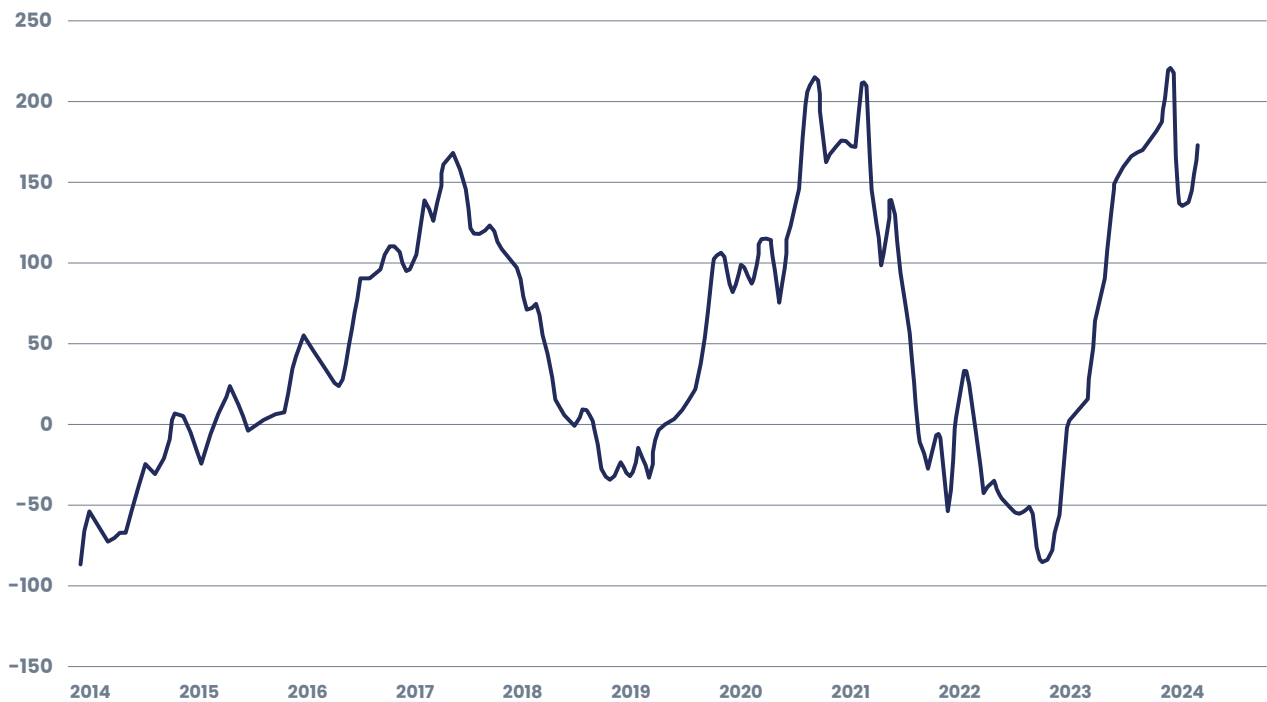
Da die Europäische Zentralbank den Liquiditätshahn langsam zudreht, ist ein Wandel zu sehen, der einen alten Liebling wiederbeleben könnte: die Geldmarktfonds. Es wird erwartet, dass diese Fonds wieder an Bedeutung hinzugewinnen werden, da sie vorwiegend für die Übertragung von Liquidität im Rahmen des europäischen Finanzsystems eingesetzt werden könnten.

5 - Dies ist der Spread zwischen dem Euro-Tagesgeldzinssatz und dem 3-monatigen Interbankenzinssatz. Er ist ein guter Hinweis auf den Zustand des Finanzwesens und misst die von einer Bank geforderte Risikoprämie, um einer anderen Bank Liquidität zu leihen.

6 - Der Euro Interbank Offered Rate (Euribor) dient als Basiszinssatz für die Interbankenkreditvergabe in der Europäischen Union und wird zudem als Referenz für die Festlegung von Zinssätzen bei zahlreichen Darlehen verwendet.

Abbildung 8:

Europäische Geldmarktfonds mit rekordverdächtigen Zuflüssen



Quelle: EFAMA-Geldmarktfonds, Nettoumsatz von OGAW, Mrd. EUR, jährlicher Kapitalfluss, letzte Beobachtung Dezember 2023.

Geldmarktfonds können eine attraktive Möglichkeit für Anleger darstellen, die sowohl nach Sicherheit als auch potenziellen Renditen streben. Unter den aktuellen Marktbedingungen kann sich eine Anlage von Bargeld in Geldmarktfonds als vorteilhaft erweisen, besonders da die Renditekurve Barmittel rentabler machen könnte als traditionelle Bankeinlagen. Darüber hinaus bieten Geldmarktfonds Diversifizierungsvorteile durch die Anlage in verschiedene kurzfristige, hochwertige Vermögenswerte, um das Risiko zu verteilen und die Marktschwankungen abzumildern. So können die Anleger die Volatilität managen und zugleich aus ihren Barmitteln Nutzen ziehen.

In Zeiten der wirtschaftlichen Ungewissheit können die Finanzmärkte abschreckend wirken. Die Geldmarktfonds bieten eine einfachere Lösung, da die Gelder der Anleger zusammengelegt und von professionellen Managern verwaltet werden. So können Einzelpersonen am Geldmarkt partizipieren, ohne jedoch über umfassende Finanzkenntnisse zu verfügen.

Eher eine Frage der Marktvolatilität als von Korridor oder Floor

Da die Grenzen der traditionellen Korridor- und Floor-Systeme immer offensichtlicher werden, erkennt die Behörde mit Sitz in Frankfurt an, dass für das Liquiditätsmanagement in der Eurozone ein anpassungsfähigerer Ansatz her muss. Die EZB möchte sich jedoch Möglichkeiten für die Zukunft freihalten. So behält sie eine möglichst weitreichende Flexibilität und gibt den Anlegern nicht zu viele Informationen, was ihr die Kontrolle über die Marktvolatilität bis mindestens 2026 ermöglicht.

In solch einem Umfeld könnte die EZB zwischen zwei Systemen zum Liquiditätsmanagement wählen: einem nachfragegesteuerten Floor-System oder einem hybriden Ansatz.

Ein dynamisches nachfragegesteuertes Floor-System

Bei diesem Ansatz würde die EZB zu einer stärker durch die Nachfrage gesteuerten Strategie übergehen. Diese wäre Teil eines Systems, in dem die Banken bei Bedarf Geld von der EZB leihen können. Mit diesem Ansatz könnten die Banken durch Repo-Geschäfte, also Vereinbarungen, bei denen die Banken sich Geld von der EZB im Gegenzug für Sicherheiten leihen, Liquidität bei Bedarf beantragen. Die Bank of England hat diesen Ansatz beispielsweise verfolgt.

Im Gegensatz zum traditionellen Modell soll diese Methode die Fähigkeit der EZB, umgehend auf Schwankungen des Liquiditätsbedarfs zu reagieren, verbessern. Indem das Liquiditätsangebot genau auf den Marktbedarf angepasst wird, fördert dies die

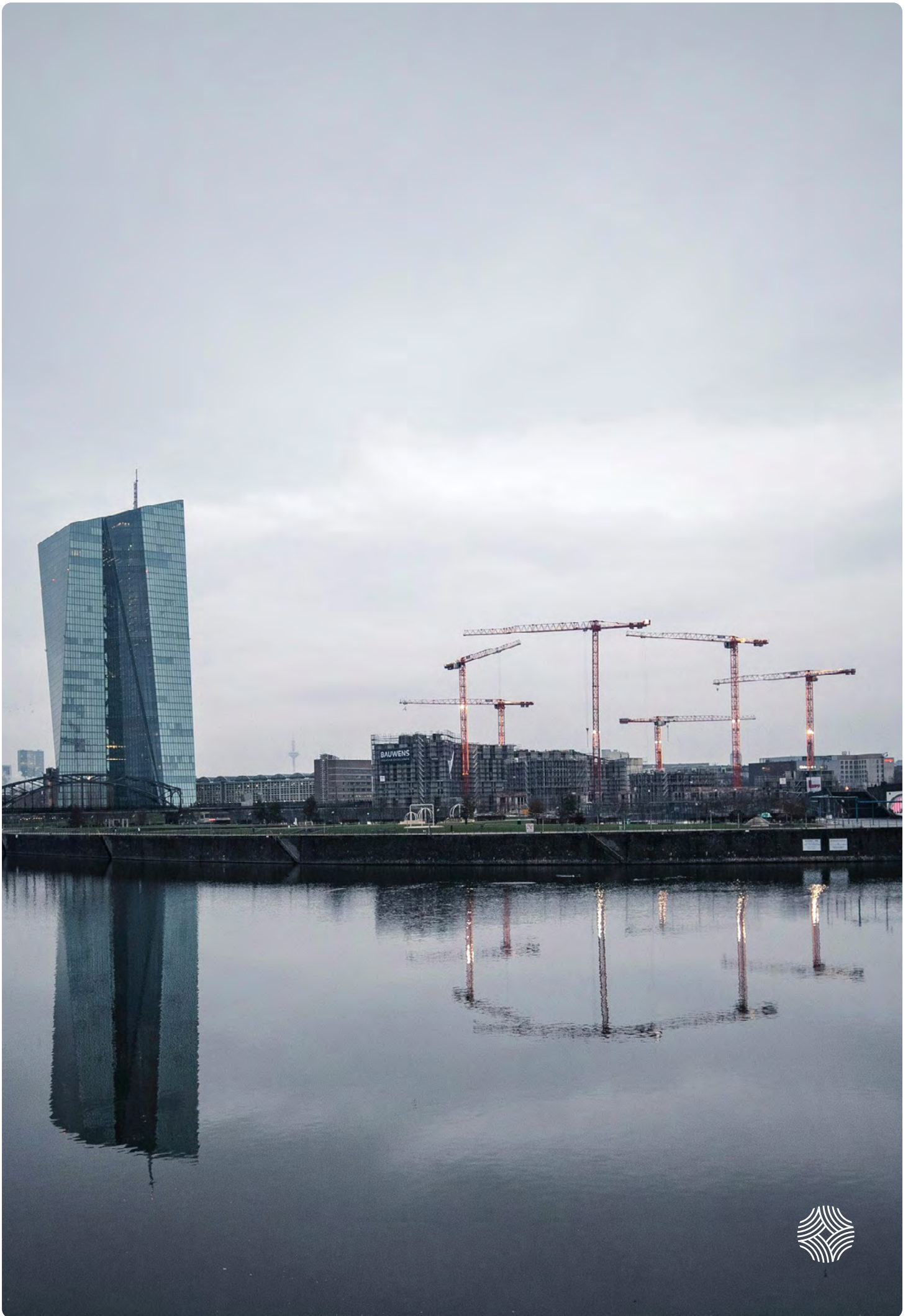
Effizienz, eine faire Verteilung der Liquidität an die Finanzinstitute und die allgemeine Marktstabilität.

Der hybride Ansatz

Dieses Modell stellt eine Kombination aus den Elementen des Korridor- sowie auch des Floor-Systems dar. Hierbei wird ein Mittelweg zwischen präzisiertem und flexiblem Liquiditätsmanagement gefunden. Die EZB behält ein Niveau der Überschussreserven bei, das eine niedrige Volatilität der kurzfristigen Zinsen ermöglicht, und zugleich implementiert sie Aspekte der Präzision des Korridorsystems. So möchte sie dann die Wirksamkeit ihrer geldpolitischen Geschäfte optimieren.

Diese Strategie ermöglicht eine nuancierte Reaktion auf sich ändernde Marktbedingungen und vermindert zugleich die Nachteile wie Überschussliquidität oder Volatilität der kurzfristigen Zinssätze, was wiederum die Widerstandsfähigkeit und Wirksamkeit ihres Rahmenwerks für das Liquiditätsmanagement stärkt.

Ganz gleich, welches System die EZB in der Zukunft anwenden wird, sie befindet sich an einem kritischen Augenblick mit dem komplexen Übergang von einer unkonventionellen Geldpolitik hin zu einer stärker normalisierten Haltung. Die Fähigkeit der EZB, die Überschussliquidität wirksam anzugehen, die finanzielle Stabilität beizubehalten und ein nachhaltiges Konjunkturwachstum im Euroraum zu fördern, wird von entscheidender Bedeutung sein. Dies muss sorgfältig geplant sein, sie wird neue Denkweisen annehmen müssen und die sich weiterentwickelnde Marktdynamik bis ins letzte Detail verstehen.



Fazit.

Fazit: Flexible Vorgehensweise in einem sich wandelnden Umfeld?

Während die Mitglieder der Eurozone nach der Einheit Europas streben, hat die Europäische Zentralbank einen erheblichen Wandel von einem passiven Beobachter zu einem aktiven Hüter der finanziellen Stabilität im Euroraum vollzogen. Diese Entwicklung unterstreicht ihre Verpflichtung, nicht nur die Inflation zu kontrollieren und Marktverzerrungen zu korrigieren, sondern auch ein nachhaltiges Wachstum zu fördern. Das aktuell komplexe Umfeld erfordert jedoch einen feinfühligem Balanceakt.

Die EZB muss bestimmt auf dringende Probleme wie die Inflation reagieren und sich zugleich flexibel auf unvorhergesehene Umstände anpassen. Die absichtlich erst 2026 genannten Einzelheiten zu neuen Politikinstrumenten ist für diesen Ansatz und die Reife der Kommunikation der Behörde sinnbildhaft. Diese strategische Vorgehensweise ermöglicht es der EZB, die Marktstörung auf ein Mindestmaß zu reduzieren und optimiert ihre Fähigkeit, wirksam auf die sich entwickelnde Konjunkturdynamik zu reagieren.

Durch einen gemäßigten Ansatz mit einer schrittweisen Offenlegung von Informationen kann die EZB einen nahtlosen Übergang auf ihren neuen politischen Rahmen gewährleisten. Dies fördert die Marktstabilität, da die Anleger ihre Strategien anpassen können, was das Risiko potenzieller Schocks verringert.

Darüber hinaus öffnet die Drosselung der Geldversorgung durch die EZB die Tür für die Wiederbelegung der Geldmarktfonds als wichtiger Akteur im europäischen Finanzsystem. Diese Fonds bieten eine attraktive Alternative zu traditionellen Bankeinlagen, insbesondere angesichts einer potenziell rentableren Renditekurve. Durch die professionelle Verwaltung einer Reihe von kurzfristigen, hochwertigen Vermögenswerten können Geldmarktfonds den Anlegern dabei helfen, die Marktvolatilität zu überstehen und auch in ungewissen wirtschaftlichen Zeiten Einkommen mit ihren Barmitteln zu erzielen.

Trotz der vor uns liegenden Ungewissheiten weckt die unerschütterliche Entschlossenheit der EZB, die finanzielle Stabilität beizubehalten, Vertrauen in die langfristigen Perspektiven des Euroraums. Während die Behörde mit Sitz in Frankfurt sich weiter entwickelt und anpasst, stellt ihr unerschütterlicher Fokus auf die Förderung einer gesunden Konjunktur im Euroraum weiterhin einen Eckpfeiler der Stabilität in einem zunehmend ungewissen globalen Umfeld dar.



145 € Mrd.

verwaltetes Vermögen
zum Dezember 2023



+600

experten in
Ihrem Dienst



+25 Jahre

Vorreiter für
nachhaltiges Investieren

Dieses Dokument wird nur zu Informations- und Bildungszwecken zur Verfügung gestellt und kann die Meinung von Candriam und unternehmenseigene Informationen enthalten. Es stellt kein Angebot für den Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, keine Anlageempfehlung oder Bestätigung irgendeiner Art von Transaktion dar, außer wenn dies ausdrücklich vereinbart wurde. Candriam lässt bei der Auswahl der in diesem Dokument genannten Daten und ihrer Quellen größte Sorgfalt walten. Dennoch können Fehler oder Auslassungen nicht grundsätzlich ausgeschlossen werden. Candriam haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, die aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen könnten. Die Rechte von Candriam am geistigen Eigentum sind jederzeit zu wahren. Eine Vervielfältigung des Inhalts dieses Dokuments ist nur nach vorheriger schriftlicher Zustimmung seitens Candriam zulässig.

*Per 31.12.2022 hat Candriam die Berechnungsmethode für das verwaltete Vermögen geändert. Das verwaltete Vermögen umfasst nun bestimmte Vermögenswerte, wie nicht diskretionär verwaltetes Vermögen, externe Fondsauswahl, Overlay-Services, einschließlich ESG-Screening-Services, [Beratungs-] Services, White-Label-Services und Modellportfolio-Lieferservices, die laut Definition des Formulars ADV der SEC nicht als „Regulatory Assets Under Management“ einzustufen sind. Das verwaltete Vermögen ist in USD angegeben. Nicht in USD angegebenes verwaltetes Vermögen wird zum Kassakurs per 31.12.2023 umgewandelt.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY