

Messbar, aber milde: Auswirkungen des SMP-Wertpapierankaufprogramms der EZB auf den regionalen Bankenwettbewerb in Deutschland

Friederike Altgelt, Michael Koetter

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat mit dem Securities Markets Programme (SMP) im Mai 2010 ein Instrument unkonventioneller Geldpolitik eingeführt. Im Rahmen des SMP erwarb sie im Wert von 218 Mrd. Euro Staatsanleihen ausgewählter Länder, welche erhöhten Risikoaufschlägen am Kapitalmarkt ausgesetzt waren. Eine mögliche Nebenwirkung solcher Ankaufprogramme ist es, auch jene Banken zu stützen, die nicht zum direkten Adressatenkreis gehören, aber Anleihen betroffener Länder in ihren Portfolios hielten. Möglicherweise resultierende Refinanzierungs-, Ertrags-, und Liquiditätsvorteile für bevorteilte Banken könnten zu Wettbewerbsverzerrungen führen. Dieser Beitrag betrachtet deshalb die Wertpapierportfolios regionaler deutscher Banken, um den kausalen Effekt des SMP auf das Wettbewerbsverhalten zu identifizieren. Die empirischen Befunde belegen in der Tat eine statistisch nachweisbare Zunahme der lokalen Marktanteile jener regionalen Banken, welche Anleihen in ihren Portfolios hielten, die Teil des SMP waren. Während dieses Ergebnis somit einen Beleg für die Existenz unbeabsichtigter Nebenwirkungen unkonventioneller Geldpolitik darstellt, so ist auch festzuhalten dass diese Wettbewerbseffekte ausgesprochen klein sind. Somit ist zumindest für den regionalen Bankenmarkt in Deutschland keine nennenswerte Verwerfung aufgrund dieses Ankaufprogramms festzustellen.

Ansprechpartner: Michael Koetter (Michael.Koetter@iwh-halle.de)

JEL-Klassifikation: C30, C78, G21, G28, L51

Schlagwörter: Aufkaufprogramme, unkonventionelle Geldpolitik, Bankenwettbewerb, Europäische Zentralbank

Um den funktionierenden Transmissionsmechanismus ihrer Geldpolitik sicherzustellen und den Unruhen auf bestimmten Segmenten der Finanzmärkte entgegenzuwirken, hat die Europäische Zentralbank (EZB) als Reaktion auf die globale Finanzkrise 2007/2008 ihre konventionelle Geldpolitik durch eine Reihe von weniger konventionellen Maßnahmen ergänzt. Die Verwendung solcher Instrumente ist nach wie vor sehr umstritten.

Unter unkonventionelle Geldpolitikmaßnahmen fallen Programme der Zentralbanken zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, kurz APP). Die EZB hat mit dem Securities Markets Programme (SMP), in dessen Rahmen sie zwischen Mai 2010 und September 2012 ausgewählte griechische, italienische, irische, portugiesische und spanische Staatsanleihen im Wert von 218 Mrd. Euro aufkaufte, ein solches Instrument genutzt.

Insbesondere die Auswirkungen von APP auf den Wettbewerb zwischen Banken sind unerforscht. Unkonventionelle Geldpolitikmaßnahmen wirken sich auf zwei Arten auf Marktteilnehmende aus und können dadurch Wettbewerbsunterschiede hervorrufen: Zum einen können Banken, die im Rahmen des SMP angekaufte Vermögenswerte halten, riskantere Aktivposten zu höheren Preisen liquidieren (*duration risk channel*).

Zum anderen können sich für Banken, die über die Laufzeit des Programms hinweg ihre SMP-Vermögenswerte behalten, positive Preiseffekte durch die gesteigerte Nachfrage nach diesen Finanzprodukten von Seiten der EZB ergeben, welche sich in einer Portfolio-Wertsteigerung und somit in Überschussreserven niederschlagen würden (*capital relief channel*)¹. Daher unterscheidet sich die Wirkung von APP zwischen Banken, die die entsprechenden Vermögenswerte halten, und solchen, bei denen diese nicht Teil ihres Portfolios sind.²

Die diesem Beitrag zugrunde liegende Studie³ untersucht die möglichen Wettbewerbseffekte des SMP,

1 Beide Mechanismen – der *duration risk channel* und der *capital relief channel* – sind Teil des *portfolio rebalancing channel*, einem der drei Kanäle, die die EZB zur Wirkung unkonventioneller Geldpolitik identifiziert. Vgl. *European Central Bank: The Transmission of the ECB's Recent Nonstandard Monetary Policy Measures*, in: *ECB Economic Bulletin*, Vol. 1 (7), 2015, 32–51.

2 Vgl. *Beck, T.; Coyle, D.; Seabright, P.; Freixas, X.*: Bailing out the Banks: Reconciling Stability and Competition – An Analysis of State-supported Schemes for Financial Institutions. *CEPR report*, Centre for Economic Policy Research: London 2010.

3 Grundlage dieses Beitrags ist *Koetter, M.; Podlich, N.; Wedow, M.*: Inside Asset Purchase Programs: The Effects of Unconventional Policy on Banking Competition. *ECB Working Paper No. 2017*, European Central Bank: Frankfurt am Main 2017.

indem sie die Veränderung der lokalen Marktanteile von regionalen Banken in ihren jeweiligen Kreisen, die während des SMP in dem Ankaufprogramm enthaltene Staatsanleihen gehalten haben, denen von Banken ohne diese Vermögenswerte gegenüberstellt. Da das SMP als erstes APP auf den Sekundärmärkten für Wertpapiere einen unerwarteten Schwenk der EZB-Politik darstellte und deutsche Banken nicht Adressat der Maßnahme waren, kann das Programm für diese Banken als exogenes Ereignis klassifiziert werden. Der Fokus liegt auf den regional agierenden deutschen Sparkassen und Genossenschaftsbanken. Diese Banken agieren auf regional abgegrenzten Märkten und sind aufgrund ihres ähnlichen Geschäftsmodells und -umfelds gut zu vergleichen. Die Nichtbetrachtung großer Institute beschränkt die Möglichkeit zu Rückschlüssen für den allgemeinen Bankenwettbewerb in Deutschland nicht entscheidend, da deren Marktanteil nach der Finanzkrise von 2008 sank und die aggregierte Bedeutung der regionalen Banken in Deutschland groß ist.⁴

Abbildung 1 zeigt die Zahl der deutschen Banken, die im Zeitraum vom zweiten Quartal 2010 bis zum ersten Quartal 2012 (keine der) von der EZB im Rahmen des SMP angekaufte(n) Staatsanleihen als Vermögenswerte gehalten haben.

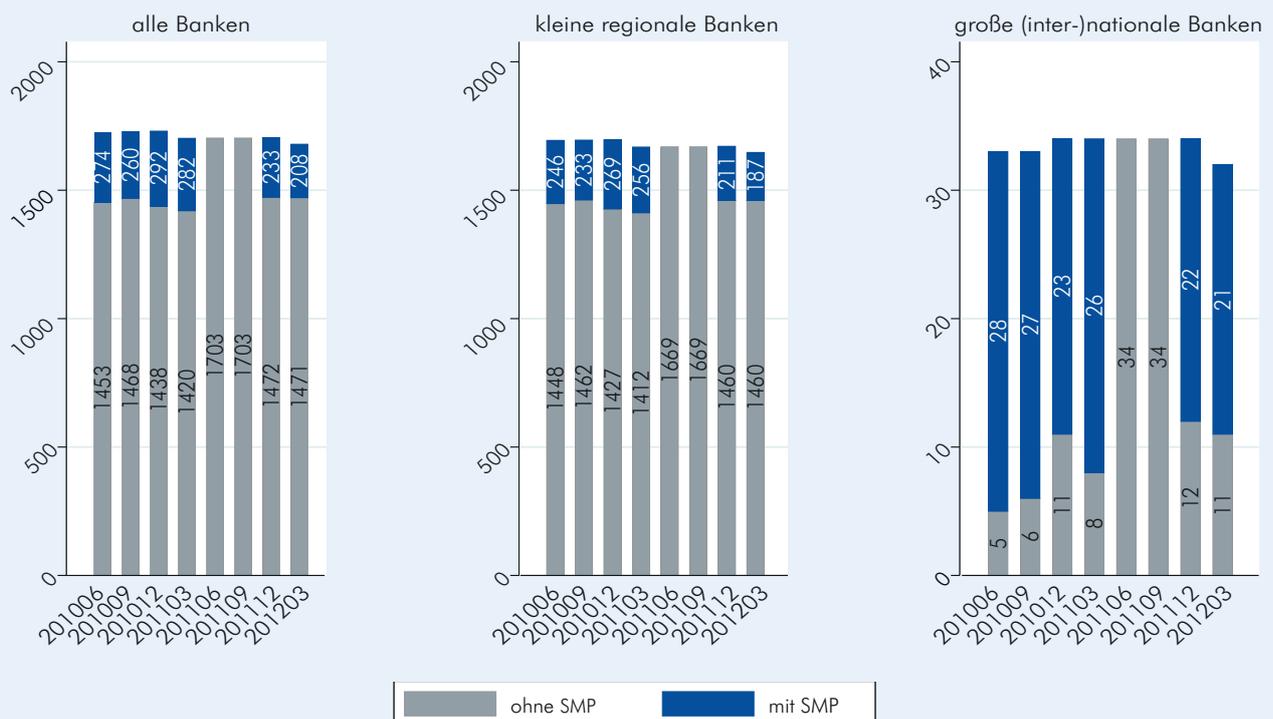
Vor allem die meisten der großen Banken⁵, welche über weitaus größere Wertpapierportfolios verfügen als die kleineren Kreditinstitute, wiesen SMP-Staatsanleihen auf. Aber auch ca. 12% der regionalen Banken hielten mindestens einen der von der EZB im Rahmen des SMP angekauften Vermögenswerte. Der Median der SMP-Wertpapiere der regionalen Banken als Anteil ihres Gesamtportfolios lag zwischen 1% und 2%. Falls sich Unterschiede zwischen den Banken bezüglich der Marktanteile feststellen lassen, die auf das SMP zurückzuführen sind, kann daher aufgrund deren geringer Anteile am Gesamtportfolio angenommen werden, dass das Programm einen wesentlichen Einfluss darauf hat.

4 Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2013/14: Gegen eine rückwärtsgegangene Wirtschaftspolitik, Kapitel 5: Deutschland auf dem Weg in die Europäische Bankenunion. Sachverständigenrat: Wiesbaden 2014, 208-247.

5 Vgl. Acharya, V.; Pierret, D.; Steffen, S.: Lender of Last Resort Versus Buyer of Last Resort – Evidence from the European Sovereign Debt Crisis. Mimeo 2016, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2762265>.

Abbildung 1

Anzahl von Banken mit SMP-Vermögenswerten von 2010 bis 2012, aufgeteilt in kleine regionale und große (inter-) nationale Banken



Anmerkung: Große Banken beinhalten Geschäftsbanken, Landesbanken, zentrale Genossenschaftsbanken und Hypothekenbanken.

Kein „Abladen“ von Wertpapieren an die EZB

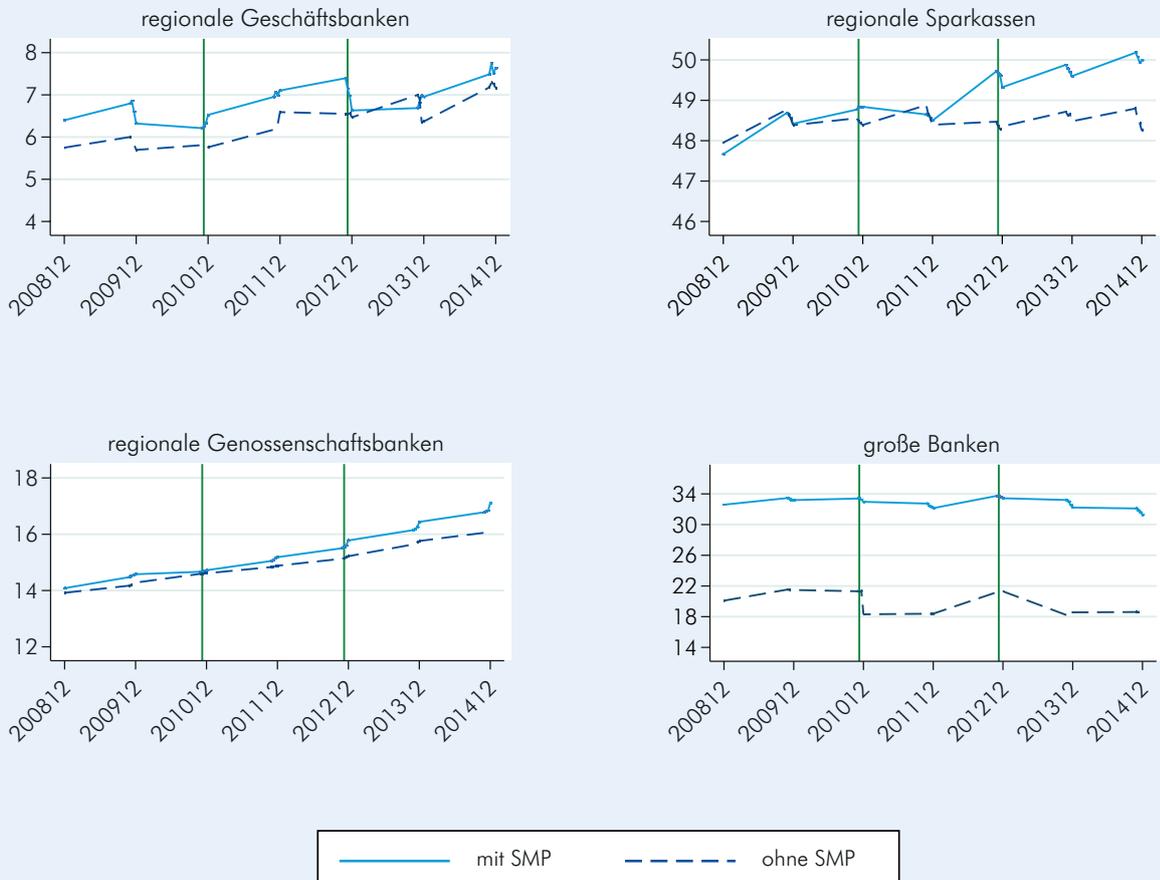
Es ist denkbar, dass sich positive Effekte für Banken mit SMP-Wertpapieren vor allem aus einem „Abladen“ der Vermögenswerte an die EZB statt aus einer Wertsteigerung ergeben. Um dies zu testen, werden die Banken in drei Gruppen unterteilt: Je nachdem, ob die Anzahl der SMP-Effekte im Portfolio im Verlauf des Programms gestiegen, gesunken oder gleichgeblieben ist, werden sie als *increasers*, *reducers* oder *stayers* bezeichnet. Die meisten der regionalen Banken, die SMP-Vermögenswerte besaßen, haben die Anzahl dieser Wertpapiere in ihrem Portfolio während der Laufzeit des Programms weder verringert noch erhöht, zählen also zur Gruppe der *stayers*. Unter jenen regionalen Banken, welche die Anzahl ihrer SMP-Vermögenswerte verändert haben, gab es mehr *increasers* als *reducers*, vor allem gegen Ende des Programms. Es gibt also wenig Anzeichen dafür, dass die regionalen

deutschen Banken Staatsanleihen aus den europäischen Ländern mit erhöhten Risikoaufschlägen im großen Rahmen an die EZB „abgeladen“ haben.

Steigerung der Marktanteile zugunsten der SMP-Banken

Es kann ein positiver Wettbewerbseffekt des Programms gemessen an den Marktanteilen beobachtet werden: Banken mit SMP-Vermögenswerten hatten nach dem Start des Programms Marktanteile, die 60 Basispunkte (d. h. 0,6 Prozentpunkte) höher lagen als die der nicht betroffenen Banken. Unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die durchschnittlichen Marktanteile der Banken ohne SMP-Vermögenswerte in ihrem jeweiligen Landkreis um 22% lagen, ist das ein moderater Effekt. Er gibt jedoch einen Anhaltspunkt für die möglichen unbeabsichtigten Konsequenzen unkonventioneller Geldpolitik. Auch wenn die regionalen Sparkassen und Genossen-

Abbildung 2
 Marktanteile an den Kundenkrediten pro Landkreis, je Bankengruppe und Jahresquartal
 in %



Anmerkung: Große Banken beinhalten Geschäftsbanken, Landesbanken, zentrale Genossenschaftsbanken und Hypothekenbanken.

schaftsbanken isoliert betrachtet werden, bleibt dieser Effekt signifikant und positiv. Er lässt sich auch dann noch beobachten, wenn die Zeitspanne, in der das SMP lief, ausgeklammert wird und lediglich die Marktanteile vor Beginn des Programms mit denen nach dessen Beendigung verglichen werden. Banken mit SMP-Vermögenswerten als Teil ihres Portfolios konnten zudem ihre Marktanteile sowohl im Bereich der Kundenkredite als auch bezüglich der Depositen und des Bruttovermögens ausbauen.

Denkbar ist, dass der beschriebene Effekt nicht durch das SMP, sondern ein anderes Politikereignis ausgelöst wurde. In Frage kämen z. B. der Übergang der EZB zu einer Politik der vollen Zuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften bei festen Zinssätzen oder Entwicklungen auf dem Interbankenmarkt. Um sicherzustellen, dass die beobachteten Unterschiede der Marktanteile tatsächlich auf das SMP zurückzuführen sind, wurden für eine Reihe von zeitlich parallelen Politikereignissen mit möglichen Effekten entsprechende Kontrollvariablen eingeführt.

Es bleibt die Frage, ob die Banken mit und ohne im Rahmen des Programms angekaufte(n) Vermögenswerte(n) sich in Bezug auf andere Eigenschaften zu sehr unterscheiden, um den Effekt auf das SMP zurückzuführen. Um dies zu überprüfen, wurde eine alternative Stichprobe von Banken gebildet, die keine der im Rahmen des SMP aufgekauften Vermögenswerte gehalten haben, und diese in einem so genannten Matching-Verfahren Banken mit SMP-Vermögenswerten mit ähnlichen Eigenschaften im letzten Quartal vor dem Start des Programms zugeordnet. Der positive Effekt der SMP-Vermögenswerte auf die Marktanteile bestätigt sich bei anschließender Wiederholung der vorherigen Analyse.

SMP-Einfluss auf den Wettbewerb maßgeblich durch Bewertungseffekte getrieben

Ein Vergleich der Wachstumsraten der Kredite und Kundeneinlagen gibt einen Anhaltspunkt dafür, warum sich die Marktanteile der Banken mit bzw. ohne SMP-Vermögenswerte(n) unterschiedlich entwickelt haben. Denkbar ist z. B., dass SMP-Banken ihre Kreditvergabe durch die Möglichkeit, die angekauften Wertpapiere zu verkaufen, erweitert haben, während Nicht-SMP-Banken ihre Kreditversorgung kürzen müssen. Für regionale Banken mit SMP-Vermögenswerten ergeben sich um 18 Basispunkte höhere Kreditwachstumsraten nach Beendigung des Programms; dagegen lassen sich keine nennenswerten Unterschiede auf der Seite der Kundeneinlagen feststellen. Diese Beobachtungen sprechen nicht für eine Verdrängung der Kreditvergabe

der Banken mit im SMP beinhalteten Vermögenswerten gegenüber den Banken, die keine solchen Wertpapiere in ihren Portfolios gehalten haben.

Die Verwendung der Marktanteile im Landkreis, in dem die betrachteten Banken ihr Geschäftsgebiet haben, zur Abbildung von Wettbewerbseffekten basiert auf der Annahme, dass bei Zinsen um null herum der Wettbewerb zwischen den Banken bezüglich Mengen, nicht Preisen stattfindet. Dies muss aber nicht zwangsläufig der Fall sein; durch die unkonventionelle Geldpolitik der EZB könnten z. B. Preise von Krediten gesunken sein.⁶ Um zu überprüfen, ob sich durch das SMP derartige Effekte ergeben haben, wurden Lerner-Indizes berechnet, ein oft verwendetes Maß, um die Wettbewerbsstärke im Bankensystem darzustellen. Der Lerner-Index einer Bank entspricht dabei der gewichteten Differenz zwischen Durchschnittserträgen und Grenzkosten, d. h., ein geringerer Wert zeigt eine höhere Wettbewerbsdichte und niedrigere ökonomische Gewinnaufschläge an. Für Banken mit SMP-Vermögenswerten ergeben sich um 40 Basispunkte geringere Lerner-Indizes nach Beendigung des Ankaufprogramms, ein Anzeichen dafür, dass die Banken sich tatsächlich im Wettbewerb um Mengen befanden und dabei auch Teile ihrer Monopolrenten aufgaben.

Die Ausweitung von SMP-Vermögenswerten (gemessen als Anzahl der gekauften Vermögenswerte) war weitaus höher als die Anzahl der betreffenden Wertpapiere, die während der Laufzeit des Programms verkauft wurden. Bezüglich der oben beschriebenen Kanäle, über die das SMP gemäß der Einschätzung der EZB Wirkung zeigen kann, spricht dies dafür, dass der *valuation channel* am wichtigsten ist, um die beobachteten Wettbewerbseffekte zu erklären. Die positiven Effekte des SMP entstehen vor allem durch die Gruppe der *increasers*; die unbeabsichtigten Effekte des Programms auf den Wettbewerb zwischen Banken können somit durch (positive) Bewertungseffekte bei Käufen der SMP-Vermögenswerte erklärt werden.

Es stellt sich die Frage, ob sich jenseits davon durch die Signalwirkung des Programms auch positive Effekte für Banken ergeben haben, die Nicht-SMP-Vermögenswerte, zum Beispiel Unternehmens- anstatt Staatsanleihen, aus SMP-Ländern hielten. Dieser Mechanismus wird von der EZB als *signalling channel* bezeichnet.⁷

⁶ Vgl. Acharya, V.; Pierret, D.; Steffen, S., a. a. O.

⁷ Vgl. European Central Bank: The Transmission of the ECB's Recent Nonstandard Monetary Policy Measures, a. a. O.

Tatsächlich hat sich der Marktanteil von Banken, die Wertpapiere aus einem der fünf am SMP beteiligten Länder, jedoch nicht ebenjene Vermögenswerte, die Teil des Programms waren, gehalten haben, im Ausmaß von ca. drei Prozentpunkten vergrößert. Der Effekt war jedoch für Banken mit mehr dieser Wertpapiere geringer.

Wettbewerbseffekte des SMP existieren, fallen jedoch milde aus

Zusammenfassend zeigt die zugrunde liegende Studie, dass sich aus dem SMP als Instrument unkonventioneller Geldpolitik der EZB in der Tat höhere Marktanteile für Banken ergeben haben, die im Rahmen des Programms angekaufte Vermögenswerte in ihrem Portfolio hatten. Sowohl im Bereich der Kundenkredite als auch bei den Kundendepositen konnten regionale deutsche Banken gegenüber den Banken ohne solche Wertpapiere ihre Marktanteile in ihrem jeweiligen Geschäftsgebiet ausweiten.

Dieser Effekt lässt sich besonders auf größere Wachstumsraten im Bereich der Kreditvergabe zurückführen und wurde durch ebenjene Banken vorangetrieben, die ihre SMP-Vermögenswerte im Laufe des Programms noch erweitert haben. Das deutet darauf hin, dass die Banken mit Vermögenswerten, die Teil des SMP waren, vor allem von positiven Bewertungseffekten profitierten und ihre Wertpapiere nicht zu möglicherweise vorteilhaften Preisen bei der EZB „abgeladen“ haben, um überschüssige Reserven zu erzielen.

Die beobachteten Effekte sind ökonomisch betrachtet relativ klein. Sie werfen jedoch ein Schlaglicht auf die möglichen Nebenwirkungen unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen, denn der Adressat des SMP waren nicht die deutschen Banken. Vielmehr war es darauf ausgerichtet, in Zeiten sprunghaft ansteigender Risikoprämien einzelner europäischer Mitgliedstaaten die Funktionsfähigkeit des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu sichern. 



Friederike Altgelt

Studentin BA Internationale Beziehungen,
Technische Universität Dresden

Friederike.Altgelt@iwh-halle.de



Professor Michael Koetter, Ph.D.

Leiter der Abteilung Finanzmärkte

Michael.Koetter@iwh-halle.de