



427 Bericht von Pia Hüttl, Gökhan Ider und Matthias Kaldorf

Unterschätzte Stellschraube: EZB-Sicherheitenpolitik stärkt Finanzmärkte und reduziert Unsicherheit

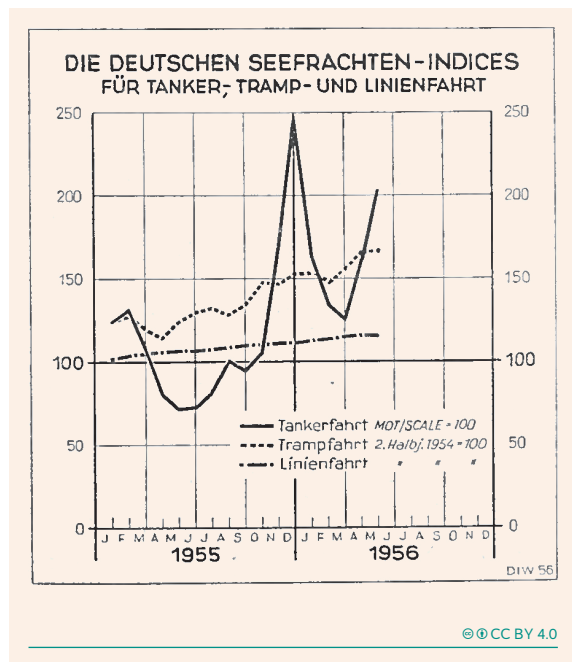
- Neben Zinsen ist Sicherheitenrahmen ein wichtiges Instrument der Europäischen Zentralbank
- Werden Anforderungen gelockert, steigen Aktienkurse der Banken und ihr Ausfallrisiko wird geringer eingeschätzt
- Bankenunion und Euro-Staatsanleihe könnten Sicherheitenpolitik symmetrischer wirken lassen

435 Interview mit Pia Hüttl

436 Kommentar von Marcel Fratzscher

Die Rente mit 70 wäre ein Wachstumsprogramm

Saisonale oder konjunkturelle Abschwächung der Seefrachtraten?



Die seit Mitte 1954 an Hand von verschiedenen Indices zu verzeichnende Aufwärtsentwicklung der Seefrachten hat sich der Tendenz nach bis weit in das zweite Quartal 1956 hinein fortgesetzt. Im Mai d. J. sind in der nordatlantischen Kohlefahrt, u. a. infolge starker französischer Tonnagenachfrage, Höchstsätze von 78s 6d je Tonne¹ – fast das Dreifache des Standes von 1954 – gezahlt worden. Damit war ein Höchststand erreicht. Mitte Juni wurden erstmals wieder 72s je Tonne, d. h. etwa die Spitzenraten von 1955 akzeptiert², eine Woche später war ein weiterer Rückgang um etwa 5 v.H. zu verzeichnen. Gegenwärtig befindet sich der Seefrachtenmarkt – einschließlich der langsam folgenden Zeitcharterraten – in der „Sommerflaute“, und es besteht die Möglichkeit, daß sich aus dieser saisonalen Erscheinung ein Abschwung entwickelt. Von dieser allgemeinen Entwicklung ist aber der Nord/Ostsee und Mittelmeermarkt auszunehmen.

Aus dem DIW Wochenbericht Nr. 27 vom 6. Juli 1956

- ¹ Für Einzelreisen wurden noch etwa 6d mehr bezahlt.
- ² Wegen der Ende Juni einsetzenden Bergarbeiterferien in den USA hat sich das Angebot an Kohleladungen verringert.

IMPRESSUM

DIW BERLIN

DIW Berlin — Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e. V.
Anton-Wilhelm-Amo-Straße 58, 10117 Berlin

www.diw.de

Telefon: +49 30 897 89-0 E-Mail: kundenservice@diw.de

93. Jahrgang 1. Juli 2026

Herausgeber*innen

Prof. Anna Bindler, Ph.D.; Prof. Dr. Tomaso Duso; Sabine Fiedler; Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.; Prof. Dr. Peter Haan; Prof. Dr. Claudia Kemfert; Prof. Dr. Alexander S. Kritikos; Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky; Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.; Prof. Dr. Sabine Zinn

Chefredaktion

Prof. Dr. Pio Baake; Claudia Cohnen-Beck; Sebastian Kollmann; Kristina van Deuverden

Lektorat

Prof. Dr. Lukas Menkhoff

Redaktion

Dr. Hella Engerer; Petra Jasper; Adam Mark Lederer; Frederik Schulz-Greve; Sandra Tubik

Gestaltung

Roman Wilhelm; Stefanie Reeg; Eva Kretschmer, DIW Berlin

Umschlagmotiv

© imageBROKER / Steffen Diemer

Satz

Satz-Rechen-Zentrum Hartmann + Heenemann GmbH & Co. KG, Berlin

Der DIW Wochenbericht ist kostenfrei unter www.diw.de/wochenbericht abrufbar. Abonnieren Sie auch unseren Wochenberichts-Newsletter unter www.diw.de/wb-anmeldung

ISSN 1860-8787

Unterschätzte Stellschraube: EZB-Sicherheitenpolitik stärkt Finanzmärkte und reduziert Unsicherheit

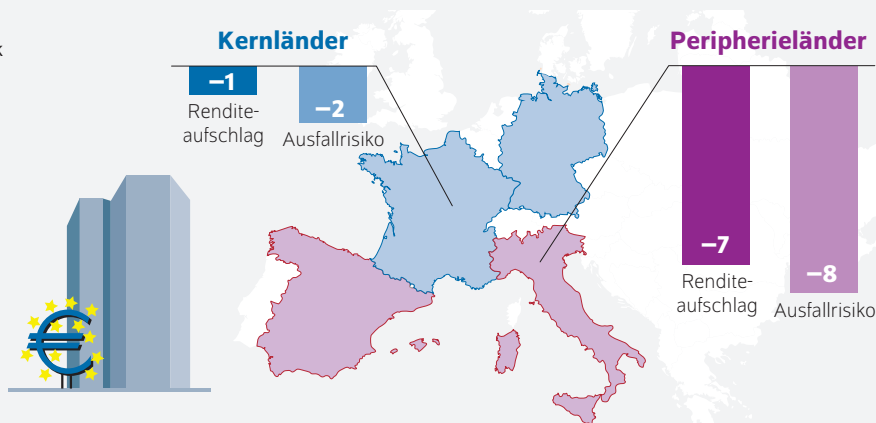
Von Pia Hüttl, Gökhan Ider und Matthias Kaldorf

- Neben Zinsentscheiden ist der Sicherheitenrahmen ein wichtiges geldpolitisches Instrument der Europäischen Zentralbank (EZB)
- Sicherheitenpolitik entscheidet, welche Vermögenswerte (wie Staatsanleihen) Banken bei EZB als Sicherheit für Refinanzierungsgeschäfte hinterlegen dürfen
- Wird der Sicherheitenrahmen gelockert, stärkt dies die Finanzmärkte: Aktienkurse der Banken steigen und ihr Ausfallrisiko sinkt, insbesondere von Instituten mit schlechter Bonität
- Kurse von Staatsanleihen der Euroraum-Peripherieländer wie Italien und Spanien reagieren aber stärker als die von Euroraum-Kernländern wie Deutschland und Frankreich
- Bankenunion und Euro-Staatsanleihe könnten asymmetrische Wirkung der Sicherheitenpolitik zwischen Peripherie- und Kernländern reduzieren

Lockert die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Sicherheitenpolitik, profitieren einige Länder davon stärker als andere

In Basispunkten

Die Sicherheitenpolitik legt fest, welche Vermögenswerte Banken als Sicherheit für Liquidität hinterlegen können. Lockert die EZB den Rahmen, werden etwa auch Staatsanleihen mit schlechterer Bonität akzeptiert.



Grund für die Asymmetrie: Banken in Peripherieländern halten im Schnitt einen hohen Anteil heimischer Staatsanleihen in ihren Bilanzen.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

Anmerkung: Renditeaufschlag ist der Renditeabstand von Staatsanleihen zu risikofreiem Referenzzins. Ausfallrisiko wird gemessen an der Spreads der Kreditausfallversicherungen (CDS).

© CC BY 4.0, creativecommons.org/licenses/by/4.0

ZITAT

„Die Geldpolitik im Euroraum sollte gleichmäßig auf alle Mitgliedstaaten wirken. Dass sie bei der Sicherheitenpolitik asymmetrisch wirkt, ist ein unerwünschter Nebeneffekt. Wichtig wäre es daher, die Bankenunion zu finalisieren. Dazu braucht es höhere Kapitalanforderungen für riskante Staatsanleihen und eine vollständig integrierte europäische Einlagensicherung.“ — Pia Hüttl —

MEDIATHEK



Audio-Interview mit Pia Hüttl
www.diw.de/mediathek

Unterschätzte Stellschraube: EZB-Sicherheitenpolitik stärkt Finanzmärkte und reduziert Unsicherheit

Von Pia Hüttl, Gökhan Ider und Matthias Kaldorf

ABSTRACT

Die Sicherheitenpolitik einer Zentralbank legt fest, welche Vermögenswerte Banken als Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte hinterlegen können. Sie ist damit eine zentrale Stellschraube, um das Bankensystem mit Liquidität zu versorgen und gleichzeitig zu stabilisieren. Mittels eines Hochfrequenz-Identifikationsansatzes wird untersucht, wie die Sicherheitenpolitik der Europäischen Zentralbank Banken, Finanz- und Staatsanleihenmärkte beeinflusst. Wird die Sicherheitenpolitik gelockert, steigen Aktienkurse der Banken stärker als die Kurse des Gesamtmarkts, die Aktienkurse schwanken weniger und das Ausfallrisiko von Banken wird geringer eingeschätzt, insbesondere von Instituten mit schlechter Bonität. Darüber hinaus verengen sich die Renditeabstände zwischen Staatsanleihen der Euroraum-Peripherieländer wie Italien und Spanien gegenüber Euroraum-Kernländern wie Deutschland und Frankreich deutlich. Diese asymmetrische Übertragung vom Bankensystem auf die Staatsanleihenmärkte unterscheidet sich grundlegend von den Effekten konventioneller Geldpolitik wie Leitzinsanpassungen, die gleichmäßig über die Euroländer wirkt. Grundsätzlich kann dieser Asymmetrie zwischen Peripherie- und Kernländern des Euroraums entgegengewirkt werden: durch mehr Harmonisierung bei Bankenregulierung und Insolvenzrecht.

Während die Zinsentscheidungen der Europäischen Zentralbank (EZB) die Märkte unmittelbar bewegen und medial meist Beachtung finden, wirkt eine weitere geldpolitische Stellschraube üblicherweise im Hintergrund: die Sicherheitenpolitik der EZB. Auch wenn sie medial kaum wahrgenommen wird, hat sie entscheidenden Einfluss. Sie bestimmt, welche Vermögenswerte Banken bei der Zentralbank als Sicherheit hinterlegen dürfen, um sich Liquidität zu beschaffen. Der Sicherheitenrahmen ist so weit gefasst, dass eine reibungslose Umsetzung der Geldpolitik gewährleistet ist, und zugleich so eng, dass der EZB keine hohen Verluste drohen.

Der Sicherheitenrahmen der EZB ist außergewöhnlich breit angelegt. Während die US-amerikanische Federal Reserve Bank Liquidität hauptsächlich gegen US-Staatsanleihen als Sicherheit verleiht, können Finanzinstitute im Euroraum nicht nur Staats- und Unternehmensanleihen, sondern auch weniger gängige und risikoreichere Wertpapiere aus dem privaten Sektor hinterlegen. Das hat einen einfachen Grund: Im Euroraum gibt es keine gemeinsame sichere Anleihe, und das Volumen hochliquider Staatsanleihen mit dem besten Rating ist – gemessen an der Größe und Vielfalt seines Bankensektors – schlicht zu gering.

Über die Jahre hinweg ist die Sicherheitenpolitik alles andere als ein starres Regelwerk. Sie wird im Durchschnitt sechsmal pro Jahr angepasst – meist unabhängig von den regulären Sitzungen des EZB-Rats. Wie wirksam diese – vielfach unterschätzte – Stellschraube ist, zeigte sich während der Corona-Pandemie eindrücklich: Die EZB akzeptierte vorübergehend auch Staatsanleihen mit schlechterer Bonität als Sicherheiten.¹ Allein schon die Ankündigung half, die Renditen auf Staatsanleihen zu senken, fiskalischen Spielraum für die Euroraum-Länder zu schaffen und eine drohende Bankenkrise abzuwenden.

Wenn die EZB ihre Sicherheitenpolitik ändert, kann sie das über zwei Hebel machen: die Zulassungskriterien und die

¹ Luis de Guindos und Isabel Schnabel (2020): Improving funding conditions for the real economy during the COVID-19 crisis: the ECB's collateral easing measures. EZB-Blogbeitrag, 22. April 2020 (online verfügbar, abgerufen am 22. Mai 2026). Dies gilt für alle Onlinequellen in diesem Bericht, sofern nicht anders vermerkt).

Kasten

Wie unerwartete Änderungen in der Sicherheitenpolitik identifiziert werden

Die Identifikation von Effekten der Sicherheitenpolitik folgt der Logik der Hochfrequenz-Identifikation, die in der geldpolitischen Forschung seit langem etabliert ist.¹ Die Grundidee ist einfach: Wenn die Aktienkurse kurz vor einer Änderung der Sicherheitenpolitik bereits alle bis dahin verfügbaren Informationen widerspiegeln, dann muss eine Kursänderung in einem sehr engen Zeitfenster um die relevante Politikankündigung herum auf neue Informationen zurückgehen, die den Markt „überrascht“ haben, also unerwartet waren.

Konkret geht die Studie in mehreren Schritten vor. Zunächst wird eine umfassende Liste von 98 Änderungen des EZB-Sicherheitenrahmens zwischen Januar 2007 und Dezember 2022 zusammengestellt. Mithilfe des historischen Archivs der Nachrichtenagentur Thomson Reuters wird der genaue Zeitpunkt, an dem die Nachricht die Finanzmärkte erreichte, bestimmt. Von den 98 Ereignissen fanden 55 ausreichend Beachtung, um in den Nachrichtenarchiven verzeichnet zu sein. Nach Ausschluss von Ankündigungen, die mit geldpolitischen Entscheidungstagen zusammenfallen, verbleiben 44 Ereignisse.

Für jedes dieser 44 Ereignisse werden die Aktienkurse der zehn größten Banken im EuroStoxx-Banken-Index in hochfrequenter Auflösung herangezogen. In einem 45-Minuten-Fenster um die Politikankündigung wird die Kursänderung bei jeder einzelnen Bank gemessen.

Anschließend wird aus den einzelnen Kursreaktionen ein gemeinsamer Nenner extrahiert („Principal Component Analysis“). Damit wird sichergestellt, dass keine bankspezifischen Besonderheiten das Ergebnis verzerren. Bewegt sich der so konstruierte aggregierte Bankaktienkurs nach oben, wird die Ankündigung als Lockerung eingestuft, bewegt er sich nach unten, als Straffung.

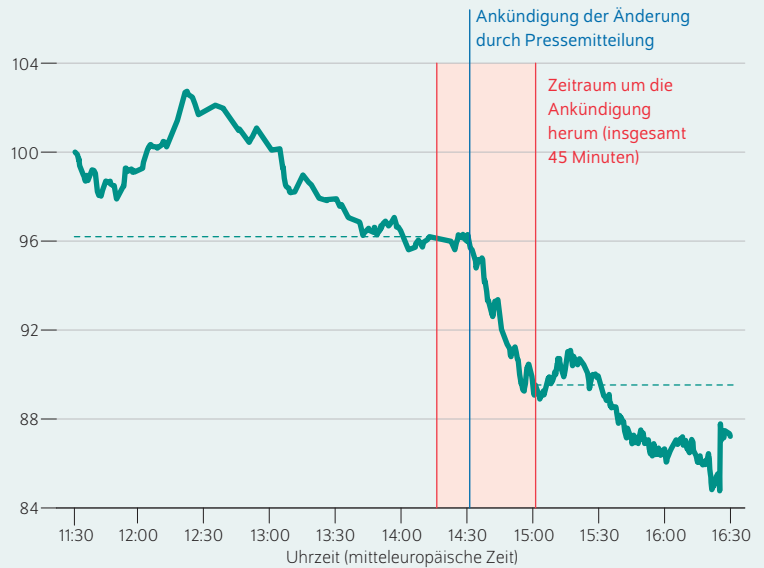
Der Ansatz kann mit zwei Beispielen illustriert werden: Am 20. Januar 2009 hob die EZB das Mindestrating für die als Sicherheit akzeptierten Asset Backed Securities (ABS) auf das Höchststrating

¹ Vgl. Kenneth N. Kuttner (2001): Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market. *Journal of Monetary Economics* 47(3), 523–544 (available online); Refet S. Gürkaynak, Brian Sack und Eric T. Swanson (2005): Do Actions Speak Louder Than Words? The Response of Asset Prices to Monetary Policy Actions and Statements. *International Journal of Central Banking* 1(1), 55–93 (available online); Carlo Altavilla et al. (2019): Measuring Euro Area Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics* 108, 162–179 (available online).

Bewertungsabschläge, die sogenannten Haircuts. Die Zulassungskriterien bestimmen, welche Vermögenswerte überhaupt als Sicherheiten akzeptiert werden. So gibt es beispielsweise Mindestanforderungen an Rating und Handelbarkeit. Die Haircuts legen den Anteil des Marktwertes der Sicherheit fest, den die Geschäftsbanken nicht beleihen können. Je höher der Abschlag, desto weniger Zentralbank-Kredit erhalten die Banken für dieselbe Sicherheit.

Abbildung

Entwicklung des Bankaktienkurses¹ am 20. Januar 2009 nach einer Straffung der Sicherheitenpolitik
 Indexiert, 20. Januar 2009, 11:30 Uhr = 100



¹ Tagesaktueller bereinigter Kurs der zehn größten Banken im EuroStoxx-Banken-Index.

Anmerkung: Die horizontalen gestrichelten grünen Linien zeigen die Median-Kursniveaus vor und nach der Ankündigung.

Quellen: Thomson Reuters (Intraday-Daten); LSEG Refinitiv Germany GmbH (Nachrichtenarchiv); Europäische Zentralbank (Pressemitteilungen); eigene Berechnungen.

© CC BY 4.0

Unmittelbar nach der Ankündigung einer restriktiven Sicherheitenpolitik verlieren Bankaktien an Wert.

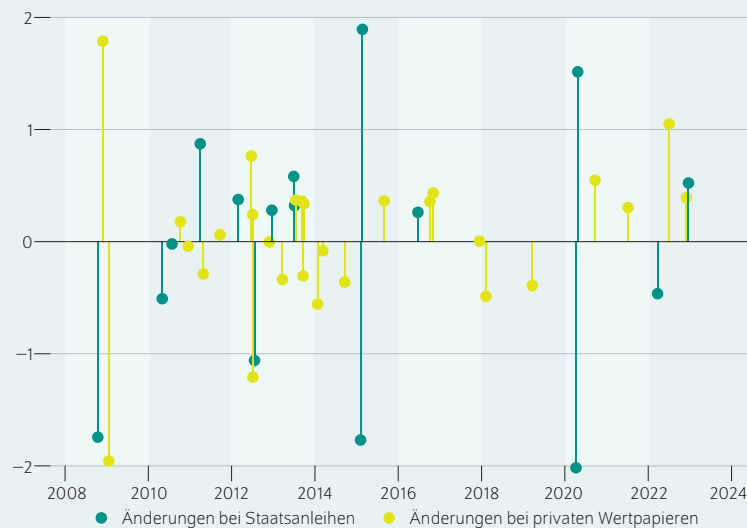
AAA an – eine Maßnahme, die von Marktteilnehmenden als Belastung für die Finanzmärkte gewertet wurde und nicht als Verbesserung der Marktliquidität. Der konstruierte aggregierte Bankaktienkurs zeigt einen starken Rückgang nach der entsprechenden Pressemitteilung um 14:30 Uhr, während in den 15 Minuten vor dem Ereignis kaum Bewegung zu verzeichnen ist (Abbildung).

Eine Ankündigung, die hingegen positiv vom Markt aufgenommen wurde, betraf den 22. April 2020: Die EZB kündigte Maßnahmen an, um die Auswirkungen möglicher Rating-Herabstufungen auf die Verfügbarkeit von Sicherheiten abzumildern. Der konstruierte Bankaktienkurs reagierte einheitlich positiv mit einem Kursanstieg von über einem Prozent innerhalb des Zeitfensters.

In Krisenzeiten fragen Banken mehr Liquidität bei der Zentralbank nach, während gleichzeitig weniger Vermögenswerte die Anforderungen als Sicherheit erfüllen, etwa weil deren Rating herabgestuft wird. Die Zentralbank weitet ihren Sicherheitenrahmen dann typischerweise aus, indem sie wie in der Corona-Pandemie auch Anleihen mit schlechterer Bonität als Sicherheiten akzeptiert. Manche dieser Anpassungen haben die Finanzmärkte bereits erwartet und auch

Abbildung 1

Kursreaktionen von europäischen Bankaktien nach Änderungen der EZB-Sicherheitenpolitik In Prozent



Anmerkung: Die Kursveränderung der größten Banken im EuroStoxx-Banken-Index wurde in einem engen Zeitfenster von 45 Minuten rund um die jeweiligen Politikankündigungen gemessen.

Quellen: Thomson Reuters; Europäische Zentralbank; eigene Berechnungen.

© CC BY 4.0

Die Kursausschläge sind oft beträchtlich – sowohl wenn die Ankündigung der EZB als Lockerung als auch als Straffung eingestuft wird.

im Voraus eingepreist. Genau deshalb kann es aber schwierig sein, die Wirkung solcher Maßnahmen zu messen.

Die bisherige Forschung hat sich überwiegend auf einzelne Politikänderungen, etwa eine Erweiterung des Sicherheitenrahmens um eine bestimmte Klasse an Wertpapieren, konzentriert. So zeigt eine Studie beispielsweise, dass die Aufnahme von Unternehmensanleihen als notenbankfähige Sicherheiten deren Renditen senkt und die Sekundärmarktliquidität verbessert.² Eine andere Studie belegt, dass sich Staatsanleiherenditen verändern, wenn die Zentralbank die Bewertungsabschläge für gewisse Laufzeitensegmente ändert.³ Weitere Forschung hat herausgefunden, dass eine gelockerte Sicherheitenpolitik die Refinanzierungskosten von Banken senkt, ihr Kreditangebot erhöht und dadurch realwirtschaftliche Effekte hat.⁴ Es fehlt bislang eine systematische Analyse der gesamtwirtschaftlichen Effekte über

² Lorian Pelizzon et al. (2024): Collateral Eligibility of Corporate Debt in the Eurosystem. *Journal of Financial Economics* 153, 103777 (online verfügbar).

³ Juuso Nissinen und Markus Sihvonen (2024): Bond Convenience Curves and Funding Costs. *Journal of International Economics* 151, 103969 (online verfügbar).

⁴ Nuno Cassola und François Koulischer (2019): The Collateral Channel of Open Market Operations. *Journal of Financial Stability* 41, 73–90 (online verfügbar); Hanming Fang, Yongqin Wang und Xian Wu (2025): The Collateral Channel of Monetary Policy: Evidence from China. *International Economic Review* (online verfügbar); Sjoerd van Bakkum, Marc Gabarro und Rustom M. Irani (2018): Does a Larger Menu Increase Appetite? Collateral Eligibility and Credit Supply. *Review of Financial Studies* 31(3), 943–979 (online verfügbar); Anne-Laure Delatte, Pranav Garg und Jean Imbs (2025): The Transmission Channels of Unconventional Monetary Policy: Evidence from a Change in Collateral Requirements in France. CEPR Discussion Paper 1369 (online verfügbar); Pia Hüttl und

die volle Bandbreite der Politikänderungen hinweg. Dies ist aber erforderlich, da sich mit dem laufenden Abbau der hohen Anleihebestände der EZB abzeichnet, dass die Banken des Euroraums wieder stärker auf Zentralbankrefinanzierung und somit auf einen angemessenen Sicherheitenrahmen angewiesen sein werden.

Neuer Identifikationsansatz über Bankaktienkurse

Die Wirkung der Sicherheitenpolitik akkurat zu messen ist aus zwei Gründen schwierig. Erstens betreffen Änderungen oft mehrere Anlageklassen gleichzeitig, was die Wahl eines geeigneten Maßes erschwert. Statt sich auf die einzelnen Anlageklassen zu fokussieren, misst die Studie erstmals den Effekt der Änderungen bei den Nutzern der Zentralbankfazilitäten selbst: bei den Banken. Die Idee dahinter ist, dass sich Änderungen der Sicherheitenpolitik direkt auf die Banken und damit auch auf deren Aktienkurse auswirken, unabhängig davon, welche Vermögenswerte von einer Änderung betroffen sind.

Zweitens stellt sich die Frage, wie sich der Effekt der Ankündigungen vom Einfluss des finanzwirtschaftlichen Umfelds trennen lässt. Dazu werden die Aktienkurse der größten Banken im Euroraum in einem engen Zeitfenster von 45 Minuten rund um EZB-Ankündigungen zur Sicherheitenpolitik ausgewertet (Kasten). Das kurze Zeitfenster stellt dabei sicher, dass andere Einflüsse nahezu ausgeschlossen werden. An den Kursreaktionen lässt sich erkennen, wie unerwartet die Änderung war: Steigen die Aktienkurse der Banken, wird dies als eine unerwartete Lockerung interpretiert, fallen sie, als unerwartete Straffung. Die vorliegende Studie verfolgt somit einen Ansatz, der beide Herausforderungen, die Messproblematik und den Einfluss des Umfelds, überwindet.⁵

Bankaktien reagieren stark auf Ankündigungen zur Sicherheitenpolitik

Die Studie analysiert eine umfassende Liste von Ankündigungen der EZB zur Sicherheitenpolitik, die den Zeitraum von der Einführung eines harmonisierten Sicherheitenrahmens im Januar 2007 bis Dezember 2022 abdeckt.⁶ Die unmittelbaren Kursreaktionen der Bankenaktien auf solche Ankündigungen sind zum Teil erheblich und an einigen Tagen größer als zwei Prozent (Abbildung 1). Zum Vergleich: Herkömmliche geldpolitische Entscheidungen bewegen Bankaktien im Schnitt nur um etwa 0,4 Prozent.⁷ Es

Matthias Kaldorf (2026): Central Banks and Financial Integration: Evidence from the Eurosystem Collateral Framework. Working Paper (im Erscheinen).

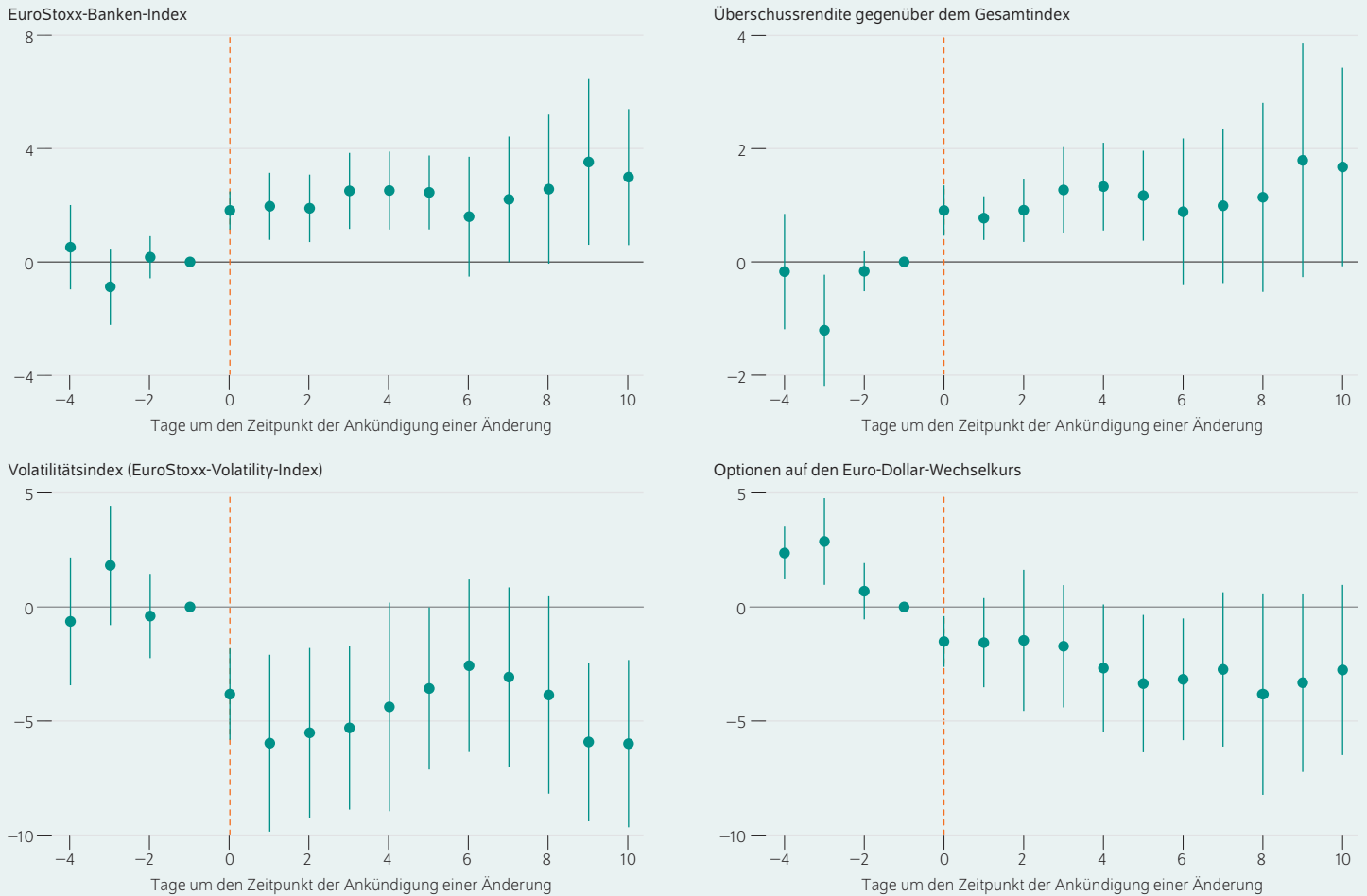
⁵ Für mehr Details vgl. Pia Hüttl, Gökhan Ider und Matthias Kaldorf (2026): Collateral Policy Surprises. DIW Discussion Paper 2162 (online verfügbar).

⁶ Die hier zugrundeliegende Liste baut auf Ulrich Bindseil et al. (2017): The Eurosystem Collateral Framework Explained. ECB Occasional Paper Series, 72 ff. (online verfügbar) auf und erweitert diese.

⁷ Vgl. Marek Jarociński und Peter Karadi (2020): Deconstructing Monetary Policy Surprises — The Role of Information Shocks. *American Economic Journal: Macroeconomics* 12(2), 1–43 (online verfügbar).

Abbildung 2

Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der Ankündigung einer Lockerung der EZB-Sicherheitenpolitik
Veränderung in Prozent



Anmerkung: Die Effekte einer unerwarteten Lockerung werden mit einem ökonometrischen Schätzverfahren gemessen. Die abhängigen Variablen sind der EuroStoxx-Banken-Index und die Überschussrendite des EuroStoxx-Banken-Index gegenüber dem Gesamtindex (EuroStoxx50-Index) für die Aktienmarktreaktion sowie die implizite Volatilität von EuroStoxx50-Optionen und die aus Optionspreisen abgeleitete Volatilität des Euro-Dollar-Wechselkurses als Indikator für die Unsicherheit an den Märkten. Die vertikalen Linien bezeichnen das 90-prozentige Konfidenzintervall.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© CC BY 4.0

Bei Lockerungen der Sicherheitenpolitik steigen Bankaktien stärker als der Gesamtmarkt und die Unsicherheit an den Finanzmärkten sinkt.

zeigt sich, dass nicht nur Ankündigungen zu Staatsanleihen, sondern auch zu privat emittierten Wertpapieren, wie Unternehmensanleihen, die Kurse der Bankaktien bewegen.

Banken mit schlechter Bonität profitieren stärker von Lockerungen

Nicht alle Bankenaktien reagieren im selben Ausmaß auf die Änderungen der Sicherheitenpolitik. Um zu verstehen, welche Banken besonders stark betroffen sind, wird die Liste der Ankündigungen mit Bankbilanzdaten verknüpft. Bei Banken mit weniger liquiden Bilanzen und geringerer Kapitalausstattung sind die Kursausschläge deutlich stärker, unabhängig davon, ob die Sicherheitenpolitik gelockert oder gestrafft wird. Diese Resultate sind plausibel, da gerade

diese Banken stärker auf den Zugang zu Zentralbankgeld angewiesen sind und daher besonders von einer Ausweitung des Sicherheitenrahmens profitieren. Die Sicherheitenpolitik beeinflusst auch das Ausfallrisiko einzelner Banken. Ein Blick auf die gehandelten Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) einzelner Banken bestätigt dieses Muster:⁸ Lockert die EZB ihre Sicherheitenpolitik, sinkt das vom Markt gepreiste Ausfallrisiko für alle Banken und die Kurse der Bankaktien steigen. Strafft sie diese, tritt der umgekehrte Fall ein.

⁸ Ein Credit Default Swap (CDS) ist ein Finanzderivat, das wie eine Kreditausfallversicherung funktioniert. Der CDS-Spread ist die jährliche Gebühr, die der Käufer dafür an den Verkäufer zahlt. Er wird in Basispunkten angegeben und fungiert als direktes Barometer für die Bonität und das wahrgenommene Ausfallrisiko eines Unternehmens oder Staates. Je höher die Basispunkte, desto größer wird das Ausfallrisiko eingeschätzt.

Der Euroraum ist dabei heterogen: Banken mit ihrem Hauptsitz in Ländern wie Italien und Spanien (Peripherieländer)⁹ sind im Schnitt schwächer kapitalisiert, weniger liquide und haben mehr heimische Staatsanleihen in ihren Bilanzen als Banken mit ihrem Hauptsitz in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden (Kernländer). Demensprechend reagieren Banken in den Peripherieländern deutlich stärker: Ihr Ausfallrisiko, gemessen an ihren jeweiligen CDS-Spreads, sinkt um bis zu zehn Basispunkte, verglichen mit rund vier Basispunkten für Banken in den Kernländern Frankreich und Deutschland. Banken in Peripherieländern profitieren von der Lockerung der Sicherheitenpolitik also deutlich stärker.

Lockere Sicherheitenpolitik stärkt Finanzmärkte und senkt Unsicherheit

Wie wirken sich aber nun die Änderungen der Sicherheitenpolitik gesamtwirtschaftlich aus? Mithilfe eines ökonomischen Schätzverfahrens¹⁰ zeigt sich, dass nach einer unerwarteten Lockerung der Sicherheitenpolitik die Überschussrendite des EuroStoxx-Banken-Index gegenüber dem Gesamtindex steigt. Anders ausgedrückt, die Kurse des gesamten Aktienmarktes steigen, wenn auch weniger stark als diejenige der Bankaktien (Abbildung 2). Gleichzeitig sinkt die Unsicherheit an den Finanzmärkten: Der Volatilitätsindex (EuroStoxx-Volatility-Index), ein gängiges Maß für die erwartete Schwankungsbreite europäischer Aktien, geht um rund vier Prozent zurück. Auch die implizite Volatilität von Optionen auf den Euro-Dollar-Wechselkurs sinkt, was auf eine geringere Finanzmarktunsicherheit hindeutet.

Staatsanleihen der Peripherieländer profitieren besonders stark

Besonders interessant sind die Auswirkungen der Sicherheitenpolitik auf die Kurse europäischer Staatsanleihen. Nach einer unerwarteten Lockerung sinken die Renditeaufschläge aller großen Euro-Staatsanleihen gegenüber dem risikofreien Referenzzins.¹¹ Der Rückgang fällt jedoch mit rund sieben Basispunkten in den Peripherieländern Italien und Spanien deutlich stärker aus als in den Kernländern des Euroraums Deutschland und Frankreich, wo die Renditeaufschläge nur um etwa einen Basispunkt sinken (Abbildung 3).

Eine naheliegende Erklärung für diese asymmetrische Reaktion ist, dass bestimmte Staatsanleihen durch die Lockerung als Sicherheit attraktiver werden und dadurch die Nachfrage und auch der Preis steigen. Die Ergebnisse deuten aber auf einen anderen Wirkungskanal hin: Denn es sinken auch die CDS-Spreads der Staaten, also ein Maß, das ausschließlich

das Ausfallrisiko des jeweiligen Landes widerspiegelt und nichts mit der Eignung einer Anleihe als Sicherheit zu tun hat. Tatsächlich gehen die CDS-Spreads für die Peripherieländer auch um rund acht Basispunkte zurück, für die Kernländer nur um etwa zwei Basispunkte.

Diese asymmetrische Wirkung erklärt sich aus der Struktur des Bankensektors: Eine gelockerte Sicherheitenpolitik ermöglicht einen einfacheren Zugang zu Zentralbankkredit und senkt das Ausfallrisiko von Banken. Gesundere Banken akzeptieren niedrigere Renditen auf Staatsanleihen – sie müssen weniger Kompensation für das Halten dieser Anleihen verlangen und können gleichzeitig mehr davon in ihrer Bilanz halten. Dieser Effekt ist bei Banken in Peripherieländern besonders stark, da diese überproportional viele heimische Staatsanleihen (Home Bias) halten und damit weniger diversifiziert aufgestellt sind. Eine Lockerung der Sicherheitenpolitik stärkt vor allem diese Banken und wirkt sich über deren Portfolios besonders stark auf die Renditen der heimischen Staatsanleihen aus.

Dieser Wirkungskanal unterscheidet sich grundlegend von dem der konventionellen Geldpolitik. Zinssenkungen zum Beispiel lassen zwar ebenfalls die Renditen von Staatsanleihen zurückgehen, dies erfolgt in Kern- und Peripherieländern jedoch nahezu gleichmäßig. Darüber hinaus entfaltet konventionelle Geldpolitik kaum Wirkung auf das Ausfallrisiko von Banken oder Staaten sowie auf die Bankaktienkurse. Konventionelle Geldpolitik wirkt somit breit und weitgehend symmetrisch über die Länder des Euroraums hinweg; die Sicherheitenpolitik wirkt hingegen primär über das Bankausfallrisiko und damit asymmetrisch, also stärker in Ländern mit schwächeren Bankensektoren.

Wirkung ist in Rezessionen stärker

Die Effekte der Änderungen unterscheiden sich je nach konjunktureller Lage. In Rezessionsjahren wirken Änderungen der Sicherheitenpolitik deutlich stärker: Die Überschussrendite von Bankaktien¹² steigt um 1,5 Prozent, gegenüber nur 0,3 Prozent in Phasen des Aufschwungs. Auch das Ausfallrisiko der Banken sinkt mit einer Änderung der Sicherheitenpolitik in Rezessionen stärker – und zwar um fast fünf Basispunkte, gemessen an den CDS-Spreads der jeweiligen Bank, im Vergleich zu nur einem Basispunkt in Aufschwungsphasen. Die Sicherheitenpolitik entfaltet ihre größte Wirkung also genau dann, wenn sie am dringendsten gebraucht wird: In Rezessionen steigt einerseits der Bedarf an Zentralbankliquidität, während andererseits die Bankbilanzen stärker belastet sind. Die Lockerung des Sicherheitenrahmens wirkt beidem entgegen.

Die Stärke der Effekte hängt auch davon ab, wie viel Liquidität im Bankensystem vorhanden ist. Selbst nach dem Beginn

⁹ Als Peripherieländer im Euroraum werden in der wissenschaftlichen Literatur Staaten bezeichnet, die geografisch an den Außengrenzen liegen und im wirtschaftlichen Vergleich zu den stärkeren Wirtschaftszentren strukturelle Defizite aufweisen, etwa geringere Wettbewerbsfähigkeit, höhere Staatsverschuldung und fragilere Banken- und Staatsfinanzen.

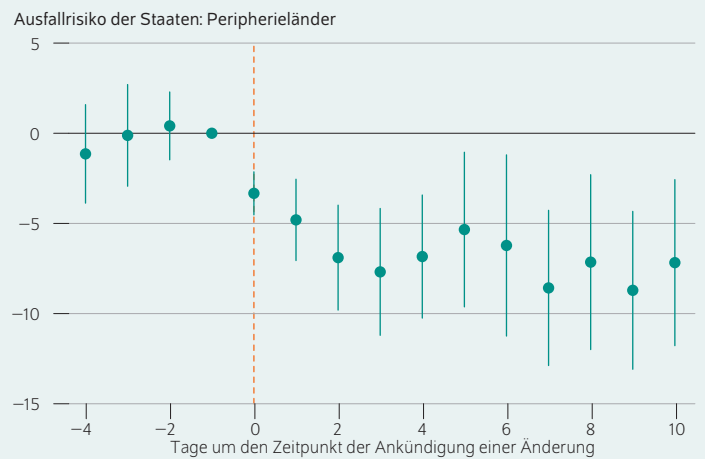
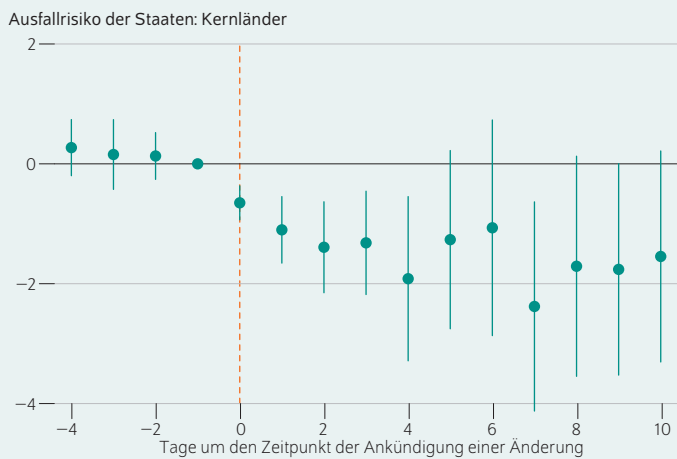
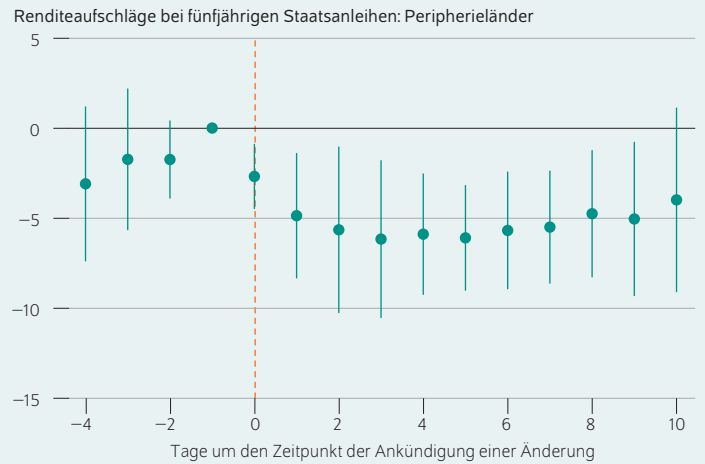
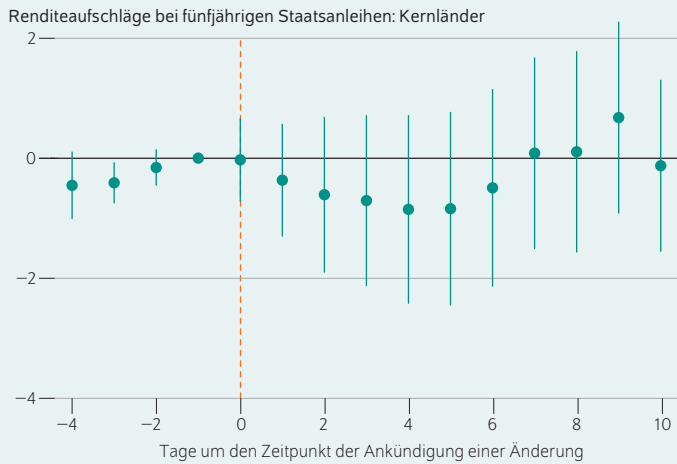
¹⁰ Vgl. Óscar Jordà (2005): Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. *American Economic Review* 95(1), 161–182 (online verfügbar).

¹¹ Der Renditeaufschlag (Spread) einer Staatsanleihe bezeichnet die Differenz zwischen der Rendite der jeweiligen Staatsanleihe und einem risikofreien Referenzzins, üblicherweise dem „Overnight Index Swap“-Satz mit gleicher Laufzeit.

¹² Die Überschussrendite von Bankaktien gibt an, um wie viel besser oder schlechter sich Bankaktien im Vergleich zum Gesamtmarkt entwickeln. Sie misst die Differenz zwischen der Rendite eines Bankaktienindex (hier: EuroStoxx-Banken-Index) und der Rendite des breiten Aktienmarktes (hier: EuroStoxx50-Index).

Abbildung 3

Kurse europäischer Staatsanleihen und Kreditausfallversicherungen der Länder nach der Ankündigung einer Lockerung der EZB-Sicherheitenpolitik
Veränderung in Basispunkten



Anmerkung: Renditeaufschlag bezeichnet den Abstand von Staatsanleiherenditen zu risikofreiem Referenzzins. Das Ausfallrisiko wird gemessen an den Spreads der Kreditausfallversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) der Länder. Zu den Kernländern zählen Frankreich und Deutschland, zu den Peripherieländern Spanien und Italien.

Quelle: Bloomberg; eigene Berechnungen.

© CC BY 4.0

Lockert die EZB die Sicherheitenpolitik, sinken die Renditen der Staatsanleihen und das Ausfallrisiko der Länder – in Peripherieländern stärker als in Kernländern.

der großvolumigen Anleihekäufe der EZB ab März 2015 zeigt die Sicherheitenpolitik weiterhin messbare Effekte. Das deutet darauf hin, dass ein Teil der Banken weiterhin auf den direkten Zugang zu Zentralbankkrediten angewiesen ist. Mit dem laufenden Abbau der Bestände wird die Bedeutung der Sicherheitenpolitik noch steigen.

Fazit: Bankenunion und Euro-Staatsanleihe könnten Asymmetrie der Sicherheitenpolitik reduzieren

Die vorliegende Studie zeigt, dass die Sicherheitenpolitik der EZB weit mehr als ein technisches Detail des geldpolitischen Rahmens ist. Sie ist ein eigenständiges und

wirkungsvolles Instrument, das Banken sowie Finanz- und Staatsanleihenmärkte insbesondere in Krisenzeiten unterstützt. Wird in diesen Zeiten die Sicherheitenpolitik gelockert, stärkt dies die Banken durch ein niedrigeres Ausfallrisiko, reduziert die Unsicherheit an den Finanzmärkten und drückt die Renditen von Staatsanleihen – mit besonders starken Effekten in der Peripherie des Euroraums.

Die ungleichmäßige Wirkung ist dabei strukturell bedingt: Solange Banken in einigen Peripherieländern überproportional viele heimische Staatsanleihen halten, wird die Sicherheitenpolitik auf den Anleihenmärkten dieser Länder stärker durchschlagen als in den Kernländern.

Eigentlich sollte die Geldpolitik im Euroraum gleichmäßig über alle Mitgliedstaaten wirken, was sie im Falle von Zinsentscheiden auch tut. Eine asymmetrisch wirkende Sicherheitenpolitik ist hingegen ein potenziell unerwünschter Nebeneffekt. Um dem entgegenzuwirken, ergeben sich klare Ansatzpunkte für die europäische Politik. Der Home Bias europäischer Banken sollte reduziert werden, beispielsweise durch die Finalisierung der Bankenunion. Dazu braucht es höhere Kapitalanforderungen für riskante Staatsanleihen und gleichzeitig eine vollständig integrierte europäische Einlagensicherung, vergleichbar mit der Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) in den USA. Außerdem würde ein europaweit harmonisiertes Insolvenzrecht die

Bedingungen für mehr grenzüberschreitenden Wettbewerb und Diversifikation im Bankensektor verbessern.

Eine sichere und liquide europäische Anleihe, vergleichbar mit den in der Corona-Pandemie emittierten Anleihen der EU-Kommission,¹³ könnte den Home Bias im Bankensystem und damit auch die Asymmetrie der Sicherheitenpolitik weiter senken.

13 In der Corona-Pandemie hat die EU-Kommission in größerem Umfang Anleihen emittiert, die vom EU-Haushalt abgesichert wurden und die wirtschaftliche Erholung der Staaten erleichtern sollten. Vgl. Pressemitteilung der Europäischen Kommission vom 15. Juni 2021: NextGenerationEU: Europäische Kommission bringt im Rahmen der ersten Transaktion zur Unterstützung der Erholung Europas 20 Mrd. Euro auf (online verfügbar).

Pia Hüttl ist Wissenschaftlerin in der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin | phuettl@diw.de

Gökhan Ider ist Doktorand in der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin | gider@diw.de

Matthias Kaldorf ist Ökonom im Forschungszentrum der Deutschen Bundesbank | matthias.kaldorf@bundesbank.de

JEL: E44, E58, G12, G21

Keywords: Central bank collateral framework, bank stocks, government bond market, high frequency identification, intermediary asset pricing

©  Der Artikel ist gemäß der Creative-Commons-Lizenz CC BY 4.0 nutzbar: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

This report is also available in an English version as DIW Weekly Report 26+27/2026:

www.diw.de/diw_weekly



INTERVIEW



„Die Sicherheitenpolitik der EZB entfaltet in einer Rezession ihre größte Wirkung“

Pia Hüttl ist Wissenschaftlerin in der Abteilung Makroökonomie im DIW Berlin.

- 1. Frau Hüttl, welche Bedeutung hat die Sicherheitenpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und welche Ziele verfolgt sie?** Die Sicherheitenpolitik der Europäischen Zentralbank ist sowohl in Krisen als auch in normalen Zeiten von großer Bedeutung und eine sehr wichtige Stellschraube. Sie ermöglicht es den Banken, sich gegen Vermögenswerte, die die EZB in ihrem Sicherheitenrahmen definiert, Liquidität bei der Zentralbank zu beschaffen. Die EZB muss dabei eine gewisse Balance halten, denn sie muss den Sicherheitenrahmen so weit halten, dass die Geldpolitik funktioniert, und gleichzeitig muss aber auch der Sicherheitenrahmen eng genug sein, damit der EZB keine Verluste drohen.
- 2. Wie können Sie die Wirkung des Sicherheitenrahmens der EZB messen?** Das Sicherheitenrahmen der EZB ist sehr weit. Wir schauen uns jetzt aber nicht alle Anlagen an, die die EZB als Sicherheit akzeptiert, sondern wir schauen uns die Nutzer an, die diese Vermögenswerte verwenden, um sich Liquidität von der Zentralbank zu besorgen – und das sind die Banken. Die Idee dahinter ist relativ einfach. Wenn eine Ankündigung der EZB zur Sicherheitenpolitik kommt, also die EZB beispielsweise den Sicherheitenrahmen erweitert, schauen wir uns die sekundengenauen Kursreaktionen der größten Bankaktien in Europa an. Und wenn diese Kurse positiv ausschlagen, dann sehen wir, dass der Bankensektor positiv auf eine expansive, also lockerere Sicherheitenpolitik, reagiert.
- 3. Wie wirken sich die Änderungen der Sicherheitenpolitik gesamtwirtschaftlich aus?** Wenn wir uns eine Lockerung der Sicherheitenpolitik anschauen, dann sehen wir, dass nicht nur die Bankaktienkurse, sondern auch der gesamte Aktienmarkt positiv reagiert. Allerdings reagieren die Bankaktien stärker. Gleichzeitig können wir beobachten, dass die Volatilität, also die Schwankungsbreite des Aktienmarkts, abnimmt. Das deutet darauf hin, dass eine Lockerung der Sicherheitenpolitik die Unsicherheit auf den Finanzmärkten dämpft.
- 4. Inwieweit unterscheiden sich die Effekte nach konjunktureller Lage?** Die Sicherheitenpolitik entfaltet in einer Rezession ihre größte Wirkung. Das Ausfallrisiko der Banken verringert sich und die Aktienkurse der Banken steigen deutlich. Das heißt, die Sicherheitenpolitik entfaltet ihre Wirkung genau dann, wenn sie am meisten gebraucht wird.
- 5. Welche Auswirkungen hat die Sicherheitenpolitik der EZB auf Staatsanleihen?** Eine expansive Sicherheitenpolitik wirkt sich auf die Rendite der europäischen Staatsanleihen aus. Dabei beobachten wir eine asymmetrische Wirkung. Das heißt, die Staatsanleihenrenditen der Kernländer wie Deutschland und Frankreich reagieren weniger als die Renditen der Peripherieländer Italien und Spanien. Der Hauptgrund dahinter ist, dass die Banken in diesen Ländern weniger kapitalisiert und von schlechterer Bonität sind. Zudem halten sie sehr viele heimische Staatsanleihen. Dadurch schlägt die Sicherheitenpolitik stärker auf den Staatsanleihenmarkt Südeuropas durch.
- 6. Was bedeuten die Ergebnisse Ihrer Studie für die europäische Politik?** Dass die Sicherheitenpolitik immer die größte Wirkung in den Ländern entfaltet, in denen Banken vornehmlich heimische Staatsanleihen in ihren Bilanzen haben, deutet darauf hin, dass diese Länder anfälliger für Krisen sind. Um diesem sogenannten Home Bias entgegenzuwirken, könnte man eine europäische Anleihe auf den Markt bringen, wie das auch schon die Europäische Kommission während der Corona-Pandemie gemacht hat. Dadurch könnte man für die Banken einen Anreiz schaffen, nicht nur in den heimischen Anleihemarkt, sondern auch breiter in den europäischen Anleihemarkt zu investieren.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.

© Der Artikel ist gemäß der Creative-Commons-Lizenz CC BY 4.0 nachnutzbar: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Das vollständige Interview zum Anhören finden Sie auf www.diw.de/interview



MARCEL FRATZSCHER

Die Rente mit 70 wäre ein Wachstumsprogramm

Marcel Fratzscher ist Präsident des DIW Berlin.
Der Kommentar gibt die Meinung des Autors wieder.

Die Rente mit 70 ist eine soziale Frage, die alle Generationen betrifft. Und gleichzeitig eine der wichtigsten wirtschaftlichen Fragen für Deutschland in den kommenden 20 Jahren. Eine faire Rente mit 70 wäre die sozialste Rentenreform, weil sie die junge Generation entlastet und Spielräume schafft, Altersarmut, Erwerbsminderung und Krankheit im Alter besser abzusichern. Sie wäre zudem ein enormes Wachstumsprogramm für Deutschland. Daher sind die Vorschläge der Rentenkommission, die Altersgrenze durch die Koppelung an die Lebenserwartung erst in Jahrzehnten auf 70 anzuheben, eine verpasste Chance.

Eine längere Lebensarbeitszeit ist nicht per se unsozial: Die Alternative zu einer längeren Lebensarbeitszeit wären höhere Beiträge der Beschäftigten, höhere Steuern, ein niedrigeres Rentenniveau oder weniger Schutz für Menschen mit geringen Renten. All dies würde vor allem junge und einkommensschwache Menschen belasten.

Was in der Debatte bisher jedoch zu kurz kommt: Eine faire Rente mit 70 hätte auch einen enormen wirtschaftlichen Nutzen. Deutschland steht vor einer dramatischen demografischen Zeitenwende. Für viele kleine und mittlere Unternehmen wird die Frage, ob sie ältere Beschäftigte länger halten können, zur Existenzfrage. Ohne eine stärkere Mobilisierung von Menschen im Alter von 60 bis 70 Jahren wird Deutschland viele offene Stellen nicht besetzen, viele Aufträge nicht erfüllen und viele Investitionen nicht realisieren können.

Die wirtschaftlichen Effekte, wenn ältere Beschäftigte länger im Arbeitsmarkt bleiben, wären groß. Eine Erhöhung des Renteneintrittsalters um nur ein Jahr könnte nach plausiblen Schätzungen mehrere hunderttausend zusätzliche Erwerbstätige mobilisieren. Noch größer wäre der Effekt, wenn eine Rente mit 70 mit der Abschaffung pauschaler Frühverrentungen verbunden würde, vor allem der Rente nach 45 Beitragsjahren, so wie jetzt auch von der Rentenkommission vorgeschlagen. Frühverrentungen mögen für den Einzelnen attraktiv sein. Der Gesellschaft kommen sie teuer zu stehen. Sie reduzieren Ar-

beitsleistung, verschärfen den Fachkräftemangel und belasten die Rentenkassen.

Eine Rente mit 70 ohne eine Reform der Frühverrentung wäre deshalb nur eine halbe Reform. Eine Rente mit 70 plus eine klare Begrenzung pauschaler Frühverrentungen wäre dagegen ein echter Strukturwandel. Am stärksten wäre der Effekt jedoch, wenn eine dritte Reform hinzukäme: mehr Freiheit und Autonomie für ältere Beschäftigte. Menschen sollten selbst stärker entscheiden können, ob und wie lange sie über das Renteneintrittsalter hinaus beim Arbeitgeber beschäftigt bleiben wollen. Wer mit 67 weiterarbeiten möchte, sollte nicht auf die Gnade des Arbeitgebers angewiesen sein.

Ziel einer Rente mit 70 sollte es nicht sein, Menschen einfach drei Jahre länger dasselbe tun zu lassen. Ziel muss es sein, den Übergang vom Erwerbsleben in den Ruhestand besser zu gestalten: mit Teilzeit, Mentoring, Weiterbildung, altersgerechten Arbeitsplätzen und einem klugen Zusammenspiel von älteren und jüngeren Beschäftigten. Natürlich darf eine Rente mit 70 nicht blind und pauschal sein. Nicht alle Menschen können länger arbeiten. Wer körperlich schwer gearbeitet hat, krank oder erwerbsgemindert ist, wer ein geringes Einkommen und eine geringere Lebenserwartung hat, braucht besseren Schutz.

Eine faire Rente mit 70 wäre ein Standortprogramm. Sie würde Unternehmen helfen, Fachkräftelücken zu schließen, Arbeitskosten zu stabilisieren und Investitionen planbarer zu machen. Sie würde den Sozialstaat entlasten und gleichzeitig höhere Beiträge und Steuern vermeiden helfen. Sie würde älteren Menschen mehr Freiheit geben und jüngeren Menschen mehr Fairness. Sie würde Deutschland zeigen: Wir nehmen die Alterung der Gesellschaft ernst und reagieren nicht mit Symbolpolitik, sondern mit einer echten Strukturreform.

Dieser Beitrag ist in einer längeren Fassung am 24. Juni 2026 in der Frankfurter Rundschau erschienen.

© Der Artikel ist gemäß der Creative-Commons-Lizenz CC BY 4.0 nachnutzbar: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>