

## Finanzsystem im Wandel: neue Bedeutung der Repomärkte

*Durch Marktentwicklungen, Reaktionen auf die Finanzkrise und regulatorische Maßnahmen haben die Repomärkte, die Märkte für Wertpapierpensionsgeschäfte, für das Finanzsystem in den letzten Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Da das Finanzsystem eine zentrale Rolle dabei spielt, geldpolitische Maßnahmen in die Realwirtschaft und damit letztlich in die Preisentwicklung zu übertragen, sind die Entwicklungen auf dem Repomarkt für die Notenbanken von wachsendem Interesse. Dabei werfen vor allem zwei Trends Herausforderungen auf.*

*Weil kurzfristige Kreditgeschäfte zunehmend mit Wertpapieren besichert werden, wirken Kursbewegungen bei Wertpapieren direkter auf den Liquiditätsausgleich, insbesondere denjenigen zwischen den Geschäftsbanken. Kursverluste der für Repogeschäfte genutzten Sicherheiten können steigende Sicherheitsabschläge und damit weitere Kursverluste bedingen. Das kann den Liquiditätsausgleich zwischen den Banken stören und im Extremfall zum Erliegen bringen. Um eine solche Destabilisierungsspirale zu stoppen, wäre die Notenbank im äußersten Fall gezwungen, in die Intermediation am Interbankenmarkt einzutreten.*

*Eine ähnliche Herausforderung könnte der Zentralbank aus der wachsenden Bedeutung Zentraler Gegenparteien entstehen, die sich auf den Repomärkten etablieren und den Repo-Kontraktpartnern bei der Handhabung der Sicherheiten gewisse Vorteile bieten. Wäre nämlich mit dem Ausfall eines einzelnen Kontrahenten auch die Zentrale Gegenpartei als solche bedroht, kann sich die Notenbank der Finanzstabilität wegen in die Rolle des Liquiditätsgebers letzter Instanz gedrängt sehen.*

*Da in beiden Fällen Risiken systemischer Art für die Finanzstabilität entstehen können, die eine reibungslose Umsetzung der Geldpolitik stören, liegt es im ureigenen Interesse der Notenbank, derartige Risiken zu minimieren. Hierzu sind diese Märkte entsprechend zu regulieren und laufend zu überwachen, zentrale Finanzmarktinfrastrukturen gegen den Ausfall großer Akteure zu schützen und die mit Repogeschäften verbundenen Risiken möglichst umfassend zu internalisieren, das heißt bei der Bepreisung von Repotransaktionen zu berücksichtigen.*

*Weil die Repomärkte für die geldpolitische Transmission an Bedeutung gewonnen haben, wirken sich auch Regulierungen und staatliche Eingriffe in diesem Teil des Finanzmarktes zunehmend auf die Geldpolitik aus. So würde die geplante Finanztransaktionssteuer den Repomarkt nachhaltig beeinträchtigen und den Liquiditätsausgleich zwischen den Banken gefährden. Voraussichtbare Folge wäre eine stärkere Refinanzierung der Banken über das Eurosystem. Dies wäre geldpolitisch und ordnungspolitisch nicht wünschenswert.*

*Zunehmende  
Bedeutung von  
Repogeschäften*

## ■ Einleitung

Repogeschäfte sind die mit Abstand wichtigste und relevanteste Form besicherter Geldmarktgeschäfte. Finanzinstitute, Wertpapierhändler, Unternehmen und andere Marktteilnehmer nutzen die Repomärkte vor allem um ihre Liquidität zu steuern oder längerfristige Anlagen zu finanzieren. Die Bedeutung von Repogeschäften hat in den letzten Jahren weiter zugenommen. Dahinter steht der anhaltende Trend, Risiken aus Kreditgeschäften zu begrenzen und sich wegen der Verpflichtung zu einer angemessenen Eigenkapitalausstattung zu beschränken. Dieser Trend hat schon vor der Finanzkrise eingesetzt und korrespondiert mit rückläufigen Umsätzen im unbesicherten Geldmarkt. Die Krise hat diese Entwicklung dramatisch verstärkt. Unmittelbar nach der Lehman-Insolvenz war der unbesicherte Interbanken-Geldmarkt in mittleren und längeren Laufzeiten weitgehend ausgetrocknet; eine nachhaltige Wiederbelebung dieses Segments, insbesondere bei längeren Laufzeiten, ist nicht absehbar.

Die Repomärkte sind – nicht zuletzt auch durch die Finanzkrise – starken Veränderungen unterworfen: Die Bedeutung außerbörslicher Repogeschäfte nimmt tendenziell ab, elektronische Handelsplattformen für Repogeschäfte und daran angeschlossene Abwicklungsinfrastrukturen gewinnen nicht nur Marktanteile, sondern tragen spürbar zum Wachstum dieser Märkte bei. Außerdem differenzieren die Geldmarktteilnehmer bei der Qualität der akzeptierten Sicherheiten und den Geschäftspartnern seit der Krise viel stärker als zuvor.

*Repomärkte  
stellen auch  
Zentralbanken  
vor neue  
Herausforderungen*

Für die Geldpolitik sind die Repomärkte von besonderer Bedeutung, weil sie im monetären Transmissionsprozess eine besondere Rolle spielen. Der Bedeutungsgewinn und die Entwicklung der Repomärkte haben in den letzten Jahren nicht nur die Rahmenbedingungen für Finanzmarktakteure verändert, sondern stellen auch Aufsichtsbehörden und Zentralbanken vor neue Herausforderungen. Dies berührt ver-

schiedenste Aufgabenbereiche – darunter den Infrastrukturbetrieb bei Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklung, die Analysen zur Finanzstabilität oder die Beobachtung der Finanzmärkte.

Zugleich sind die Repomärkte Objekt von Regulierungsinitiativen und Besteuerungsvorhaben, die ihren Ausgangspunkt ihrerseits in der noch immer andauernden Finanzkrise haben.

Diese regulatorischen Initiativen dürften sich angesichts der Bedeutung der Repomärkte wiederum auf die Durchführung der Geldpolitik und die geldpolitische Transmission auswirken, was die künftige Geldpolitik im Eurosystem vor neue Herausforderungen stellen kann. Der vorliegende Aufsatz beleuchtet die vorgenannten Aspekte im Zusammenhang und gelangt zu der Schlussfolgerung, dass bei der Ausgestaltung von Rahmenbedingungen für die Repomärkte die Interessen einer effektiven stabilitätsorientierten Geldpolitik nach Maßgabe des EU-Vertrages gewahrt bleiben müssen.

*Interessen der  
Geldpolitik  
müssen gewahrt  
bleiben*

## ■ Merkmale von Repogeschäften

Ein Repo (Sale and Repurchase Agreement, Pensionsgeschäft) kommt über einen Vertrag zustande, bei dem der Verkäufer Wertpapiere an den Käufer verkauft und sich gleichzeitig verpflichtet, dieselben oder ähnliche Wertpapiere zu einem späteren Zeitpunkt zurückzukaufen. Beim Rückkauf zahlt er den gleichen Preis wie beim ursprünglichen Verkauf, zuzüglich Zinsen für den erhaltenen Geldbetrag (Cash). Aus der Sicht des Käufers spricht man auch von einem Reverse Repo, da er die Wertpapiere zunächst kauft und später wieder verkauft, aus seiner Sicht also ein umgekehrtes Sale and Repurchase Agreement tätigt. Je nachdem, wie man sie betrachtet, erscheinen Repos als wertpapierbesicherter Kredit oder als Wertpapierleihe gegen Liquidität.

*Repos sind  
Wertpapier-  
pensions-  
geschäfte*

Ein Repogeschäft besteht aus zwei Transaktionen:

- Zum Valutadatum verkauft der Verkäufer (d. h. der Kreditnehmer) die Wertpapiere an den Käufer (d. h. den Kreditgeber) zu einem vereinbarten Betrag.
- Bei Fälligkeit kauft der Verkäufer die Wertpapiere zum ursprünglichen Betrag wieder zurück und zahlt an den Käufer Zinsen für den Geldbetrag, den er für die Laufzeit des Repos erhalten hat.

Die Eigentumsrechte an den Sicherheiten gehen für die Laufzeit des Repogeschäfts an den Kreditgeber über. Er kann mithin frei über die Sicherheiten verfügen und diese beispielsweise wiederum als Sicherheiten für einen eigenen Kredit verwenden.

Alternativ zu den bisher dargestellten bilateralen Repogeschäften können auch Triparty-Repogeschäfte abgeschlossen werden. In den USA bilden sie das Gros der Repogeschäfte. Bei einem Triparty-Repo tritt ein Agent zwischen Wertpapierverleiher und Liquiditätsgeber. Dieser Agent kontrolliert physisch die als Sicherheiten gestellten Wertpapiere, die ursprünglichen Kontrahenten bleiben Vertragsparteien der Transaktion. Der Agent (in Europa meist ein Clearinghaus, in den USA eine Clearingbank) verwaltet die Sicherheiten, nimmt erforderliche Substitutionen vor, überwacht die Risiken und besorgt das Inkasso. Bei einem Ausfall des Agenten bleibt das rechtliche Eigentum an den Sicherheiten beim Liquiditätsgeber.

*Als Sicherheiten können spezielle Wertpapiere oder Wertpapierkörbe akzeptiert werden*

Verständigen sich die Vertragsparteien eines Repogeschäfts auf ein bestimmtes Wertpapier als Sicherheit, spricht man von einem Special-Repo. Im Gegensatz dazu beziehen sich General Collateral-Repos (GC-Repos) auf eine bestimmte Auswahl von Wertpapieren (etwa eine Liste von Wertpapieren). Die Liste jeweils zugelassener Wertpapiere (GC Basket) kann beispielsweise Staatsanleihen des Euro-Raums umfassen. GC-Repos sind immer geldgetrieben:

Sie werden abgeschlossen, weil sich der Kreditnehmer Liquidität beschaffen möchte. Special-Repos hingegen sind meist wertpapiergetrieben, der Kreditgeber sucht ein ganz bestimmtes Wertpapier. Über Special-Repos kann man zum Beispiel Lieferverpflichtungen aus einem Leerverkauf erfüllen.

Um beide Vertragsparteien gegen den möglichen Ausfall des jeweils anderen abzusichern, sollte der Wert der gestellten Sicherheiten in etwa dem Barwert des Repogeschäfts entsprechen. Ein weiteres Verlustrisiko besteht, wenn der Markt für das als Sicherheit übertragene Wertpapier nicht hinreichend liquide ist. Dann müsste das Wertpapier gegebenenfalls unter Bewertungskurs verkauft werden. Deshalb werden bei Repogeschäften Sicherheitsabschläge vereinbart (Margins bzw. Haircuts).

Der Marktwert der Sicherheiten kann sich verändern, während das Repogeschäft läuft. Für solche Vermögenspreisänderungen werden Schwankungsmargen kalkuliert. Die Sicherheiten werden zu Marktpreisen bewertet, in der Regel auf Tagesbasis. Verringert sich der Sicherheitenwert, muss der Kreditnehmer zusätzliche Sicherheiten hinterlegen. Steigt der Wert der Sicherheiten, erhält er hingegen Sicherheiten zurück.

Der Reposatz bestimmt den Zinsbetrag, der nach Ablauf des Repogeschäfts zu zahlen ist. Die meisten Repoerträge sehen feste Zinssätze vor. Bei variabel verzinslichen Repogeschäften bezieht man den Reposatz auf einen Referenzzinssatz und vereinbart dazu einen Auf- oder Abschlag. Der Reposatz ändert sich analog zum Referenzzinssatz. Die Reposätze von Special-Repos liegen meist etwas unter den GC-Sätzen, weil bei Special-Geschäften der Sicherheitengeber den Reposatz zahlen muss, obwohl er oft gar keinen Liquiditätsbedarf hat. Wenn er den erhaltenen Geldbetrag als GC-Repo wieder anlegt, kann er Zinserträge erzielen, denen allerdings die Risiken dieser Transaktionen gegenüberstehen. Ist die Nachfrage nach einem bestimmten Wertpapier besonders

*Reposätze werden meist fest vereinbart*

hoch, können die Special-Repósitos dafür auch deutlich unter dem entsprechenden GC-Repósito liegen.

*Repogeschäfte können direkt oder über Zentrale Gegenparteien abgewickelt werden*

Repogeschäfte werden sowohl außerbörslich (Over-the-Counter: OTC) als auch börslich und über Zentrale Gegenparteien (Central Counterparties: CCP) abgewickelt. Außerbörsliche Repogeschäfte sind im Umfang bedeutend und wenig transparent, da für die Marktteilnehmer in der Regel keine aufsichtliche Meldepflicht besteht. Der Handel an einem regulierten Markt wie einer elektronischen Börse macht das Handelsgeschehen bei Preisbildung, Angebots- und Nachfrageverhältnis sowie Volumen abgeschlossener Geschäfte transparent und gewährleistet die Anonymität der Anbieter und Nachfrager zum Zeitpunkt des Handelns. Falls diese Geschäfte über CCP abgewickelt werden, bleibt diese Anonymität auch für die Abwicklungsphase erhalten. Denn die neutrale CCP sichert die Anonymität der Handelsparteien auch in der Phase der Abwicklung, übernimmt die eingegangenen Verpflichtungen und garantiert deren Erfüllung. Zudem führt, bewertet und verrechnet eine CCP die Handelspositionen und löst am Erfüllungstag die Abwicklung der jeweiligen Zahlungs- beziehungsweise Lieferverpflichtungen aus. Bei Geldmarkttransaktionen via CCP verringert sich das Kontrahentenausfall- und Abwicklungsrisiko, zugleich verlangt die Bankenaufsicht für diese Geschäfte eine geringere Eigenkapitalunterlegung.

*Übertragung des Eigentums an Sicherheiten impliziert die Möglichkeit von Wiederverwendungsketten*

Weil bei einem Repogeschäft die Eigentumsrechte an den Sicherheiten an den Kreditgeber übergehen, kann dieser seinerseits die erhaltenen Sicherheiten über ein weiteres Repogeschäft beleihen. Dies kann zu Wiederverwendungsketten führen. Einerseits erhöht die Wiederverwendung von Sicherheiten die Liquidität der Wertpapiermärkte und senkt die Kosten für das Liquiditätsmanagement der einzelnen Bank. Andererseits könnten unter Finanzstabilitätsgesichtspunkten Wiederverwendungsketten problematisch sein: Fiele in einer Wiederverwendungskette ein Akteur aus, könnten auch weitere Akteure in der Kette in

die Situation geraten, bei Fälligkeit eines Repogeschäfts ein geschuldetes Wertpapier ihrerseits nicht zurückgeben zu können. In diesem Fall würden diese Akteure schadenersatzpflichtig werden, soweit der Wert der Sicherheit den Rückzahlungsbetrag des Repos übersteigt. Kritisch wird hier besonders die Verflechtung von Banken mit dem Schattenbankensystem gesehen. Einige Schattenbanken können wegen geringerer Eigenkapitalausstattung Schocks tendenziell weniger gut absorbieren.

## Teilnehmer und Struktur der Repomärkte in Europa und Deutschland

Banken und Finanzdienstleister nutzen Repogeschäfte, um ihre Liquidität zu steuern, Leerverkäufe zu decken, fremdfinanzierte Positionen aufzubauen oder sich im Zinsbereich abzusichern. Investoren wie Investmentfonds, Pensionsfonds, Versicherungen und Finanzabteilungen von Unternehmen nutzen Repogeschäfte, um überschüssige Liquidität anzulegen oder auf ihre Portfolios Zusatzerträge zu erzielen.

*Repos werden von Marktteilnehmern für vielfältige Zwecke eingesetzt*

Die Repomärkte sind bedeutend, aber wie andere außerbörsliche Märkte relativ intransparent. In Europa ist der Repomarkt bis zur Finanzkrise gemessen am ausstehenden Volumen rasant gewachsen, seither schwankt er erheblich (siehe Schaubild auf S. 64). Die International Capital Market Association (ICMA) schätzt das ausstehende Volumen auf dem europäischen Repomarkt derzeit auf circa 6 Billionen €. Das Geschäft ist stark konzentriert: Auf die führenden 20 Institute entfallen 80% der Handelsaktivität. Zwei Drittel der Repogeschäfte laufen höchstens über einen Monat, die meisten nur bis zu einer Woche; der überwiegende Rest hat eine Laufzeit von bis zu einem Jahr.<sup>1)</sup>

*Der Repomarkt ist bis zur Finanzkrise rasant gewachsen ...*

<sup>1</sup> Vgl.: ICMA, European Repo Market Survey June 2013, Survey No 25, September 2013.

## Infrastrukturentwicklungen auf dem europäischen Repomarkt

### Abwicklungsinfrastruktur gewinnt an Bedeutung

Mit den Umbrüchen auf dem Geldmarkt und dem Trend zu besicherten Finanztransaktionen gewinnt die Infrastruktur zur Abwicklung von Wertpapiergeschäften an Bedeutung.

Auf den europäischen Repomärkten hat sich das Geschäft vom außerbörslichen (Over-the-Counter: OTC) Handel zunehmend auf Handelsplattformen mit Einschaltung einer Zentralen Gegenpartei (Central Counterparty: CCP) verschoben, wobei der bilaterale Handel mit bestimmten Sicherheiten weiterhin für einige Banken attraktiv ist.

Dabei zeigt sich die Marktinfrastruktur derzeit noch stark fragmentiert. Zwar stehen die CCP als Clearingstellen im Zentrum der Aufmerksamkeit, doch sind Zentralverwahrer (Central Securities Depositories: CSD) und deren Wertpapierabwicklungs- und Sicherheitenverwaltungssysteme ebenso bedeutsam. Beide privaten Infrastruktursegmente, Zentrale Gegenparteien und Zentralverwahrer, müssen mit den Zentralbankinfrastrukturen zusammenwirken – etwa um über Zahlungsverkehrssysteme Zahlungen in Zentralbankgeld abwickeln zu können.

### Internationaler Clearing- und Settlementmarkt für Eurobonds zwischen zwei Zentralverwahrern aufgeteilt

Beim Clearing werden gegenseitige Forderungen, Verbindlichkeiten und Lieferverpflichtungen festgestellt. Der Clearingprozess besteht aus Übermittlung, Abstimmung und, in einigen Fällen, Bestätigung von Abschlüssen oder sonstiger Usancen (etwa Zahlungsweg, Ort und Zeit der Lieferung). Clearing- und Abrechnungsstellen arbeiten im nationalen oder internationalen Rahmen. In der EU teilen sich die beiden

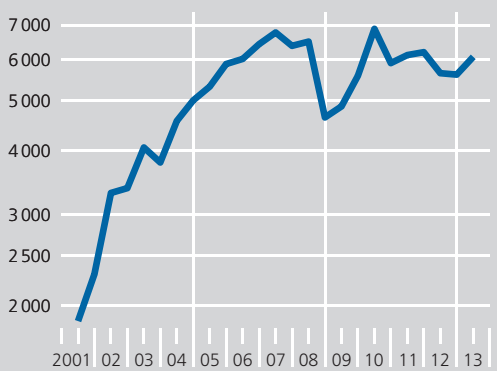
internationalen Zentralverwahrer (ICSD) Euroclear in Brüssel und Clearstream in Luxemburg den internationalen Clearing- und Settlementmarkt für Eurobonds, das heißt auf Euro lautende Anleihen, die in einem Nicht-Euro-Land emittiert wurden. Auf einheimische Währung lautende Wertpapiere werden in der Regel weiterhin jeweils bei nationalen CSD verwahrt und abgewickelt, die beiden ICSDs wickeln seit Einführung der Europäischen Währungsunion auch verstärkt national emittierte Wertpapiere ab. Die nationalen Zentralverwahrer vernetzen sich aber zunehmend untereinander und mit den internationalen Zentralverwahrern. So können Repogeschäfte leichter grenzüberschreitend abgewickelt werden. Das Projekt TARGET2-Securities (T2S) des Eurosystems wird künftig eine einheitliche Wertpapierabwicklung in Zentralbankgeld in Europa ermöglichen. Dann können Repogeschäfte noch kostengünstiger grenzüberschreitend abgewickelt werden. CSD werden dabei ihr jeweiliges Abwicklungssystem aufgeben und ein System auf einer einheitlichen Plattform nutzen. Die derzeit bei grenzüberschreitenden Transaktionen erheblich höheren Kosten sollen dadurch sinken und sich dem Niveau bei nationalen Transaktionen nähern.

### Interoperabilität zwischen CCP wird forciert

Im Juli 2013 haben die beiden ICSD sowie Clearstream Banking AG und Eurex Clearing AG ein Kooperationsabkommen zur stärkeren Vernetzung ihrer Systeme beschlossen (Triparty Settlement Interoperability Initiative). Dadurch soll die Interoperabilität der Abwicklungs- und Sicherheitenverwaltungssysteme bis 2015 verbessert werden. Die Weitergabe von Sicherheiten zwischen den Infrastrukturen soll erleichtert und die Fragmentierung von sogenannten Sicherheitenpools reduziert werden. Das Sicherheitenmanagement innerhalb Europas soll so effizienter werden.

### Ausstehendes Repovolumen in Europa<sup>1)</sup>

Mrd €, Halbjahresendstände, log. Maßstab



Quelle: International Capital Market Association (ICMA). \* Repo- und Reverse Repogeschäfte von in Europa (geografisch) tätigen Finanzinstituten, darunter auch europäische Niederlassungen außereuropäischer Finanzinstitute.

Deutsche Bundesbank

... und ist  
aktuell das  
wichtigste Geld-  
marktsegment

Eine Geldmarktstudie des Eurosystems hat ergeben, dass der besicherte Geldmarkt – trotz Umsatzrückgangs in den Jahren 2008 und 2012 – in Deutschland und Europa größtes Geldmarktsegment geblieben ist. Der besicherte Geldmarkt ist der aktuellen Geldmarktumfrage des Eurosystems zufolge gemessen am Transaktionsvolumen etwa achtmal so groß wie der unbesicherte Geldmarkt.<sup>2)</sup>

Besicherte Geld-  
markttrans-  
aktionen über-  
wiegen

Die Geldmarktstudie des Eurosystems fragte auch nach der Herkunft der Handelspartner. Bei den unbesicherten Geldmarktumsätzen in Deutschland im Jahr 2013 zeigte sich die Tendenz, weniger grenzüberschreitende Geschäfte mit Handelspartnern aus anderen Ländern des Euro-Raums abzuschließen (rd. 27% gegenüber 47% im Jahr 2007). Im besicherten Markt dagegen wurden im Jahr 2013 rund 50% der Umsätze mit ausländischen Handelspartnern aus dem Euro-Gebiet getätigt, sodass im besicherten Markt die Grenzen zwischen den Ländern des Euro-Raums erwartungsgemäß eine geringere Rolle spielten.

## Bedeutung von Repos für die Bankenrefinanzierung in Deutschland

Die Bundesbank erhebt im Rahmen der monatlichen Bankenstatistik Daten zu Repos von den in Deutschland ansässigen Banken. Der weit überwiegende Teil der Transaktionen im Inland auf der Aktiv- wie auch der Passivseite findet zwischen Banken selbst beziehungsweise zwischen Banken und CCP statt. Die Refinanzierung der Banken über Repos auf der Passivseite beläuft sich auf circa 5% der Bilanzsumme (siehe Schaubild auf S. 66). Dabei sind circa 25% der ausstehenden Repogeschäfte täglich fällig. Weitere circa 72% haben eine Laufzeit beziehungsweise Kündigungsfrist von bis zu einem Jahr. Analog zur Entwicklung am europäischen Repomarkt ist die Refinanzierung deutscher Banken über den Repomarkt bis zum Ausbruch der Finanzkrise stark gewachsen und unterliegt seit Ausbruch der Finanzkrise stärkeren Schwankungen.

Wichtige Rolle für Liquiditätsmanagement und Refinanzierung der deutschen Banken

Repogeschäfte sind für multinational tätige deutsche Banken erheblich wichtiger als für den deutschen Bankensektor insgesamt. Mit Ausbruch der Subprime-Krise am US-Immobilienmarkt ging der Anteil der Repogeschäfte an der kurzfristigen Refinanzierung multinational tätiger deutscher Banken jedoch deutlich zurück: Von nahezu 60% vor der Krise sank er bis kurz vor der Rettung von Bear Stearns im März 2008 auf 48%. Nach der Insolvenz von Lehman Brothers belief er sich auf nur noch 35%.<sup>3)</sup> Diese Zahlen deuten darauf hin, dass der Zugang zu Repogeschäften für die kurzfristige Refinanzierung unmittelbar mit Ausbruch der Krise zunächst schwerer wurde, denn der Zusammenbruch des Subprime-Markts widerlegte die bis dahin geltende Annahme, auf verbrieften Krediten beruhende Repogeschäfte seien relativ sicher.

Deutlicher Rückgang der Finanzierung über Repos für multinationale deutsche Banken

<sup>2</sup> Vgl.: EZB, Euro Money Market Survey, November 2013.

<sup>3</sup> Vgl.: C. Düwel, Repo funding and internal capital markets in the financial crisis, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 16/2013.

## Repomärkte und Zentralbankpolitik: internationale Rückschau

Zentralbanken können Liquidität über Offenmarktgeschäfte beeinflussen. Neben Outright-Geschäften fallen darunter besicherte Kreditgeschäfte, die Repogeschäften sehr ähnlich sind und teilweise auch von den Notenbanken so bezeichnet werden. Bereits im Jahr 1917 nutzte die US-Notenbank Federal Reserve Repos, um Kredite an Banken auszureichen. Im darauffolgenden Jahrzehnt begann das Federal Reserve System, auf diese Weise Kredite auch an Wertpapierhändler zu vergeben. Während der Großen Depression und des Zweiten Weltkrieges wurden vorübergehend keine Repogeschäfte mehr durchgeführt. Erst im Jahr 1949 führte die US-Notenbank diese Art von Transaktion wieder ein. Im Jahr 1951 verabschiedete der US-Kongress den Treasury-Federal Reserve Accord. Damit wurde die Unabhängigkeit der Federal Reserve etabliert, sie erhielt die Kontrolle über die Geldpolitik, und Repogeschäfte gewannen wieder an Attraktivität.

In den siebziger Jahren führten zahlreiche Länder Repogeschäfte als geldpolitisches Instrument ein. Im Vereinigten Königreich kamen erst im Jahr 1997 mit staatlichen Schuldverschreibungen besicherte Repogeschäfte auf Tagesbasis zum Einsatz. Japan und die Schweiz folgten ab 1997 beziehungsweise 1998. Das Eurosystem nutzt seit Beginn der Europäischen Währungsunion im Jahr 1999 sogenannte Refinanzierungsgeschäfte als zentrales geldpolitisches Instrumentarium, die Repogeschäften sehr ähnlich sind.<sup>1)</sup>

Repos sind für Zentralbanken ein wichtiges geldpolitisches Instrument geworden. Mittels Repogeschäften können Zentralban-

ken sowohl die Liquidität auf den Geldmärkten steuern als auch das angestrebte Zinsniveau an die Marktteilnehmer signalisieren. Zudem geben die Konditionen von Repogeschäften zwischen privaten Akteuren Aufschluss über die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Geldpolitik in der kurzen Frist. Zahlreiche Zentralbanken nutzen Repogeschäfte zudem zur Verwaltung der Währungsreserven. Repos erweitern das Anlagespektrum.

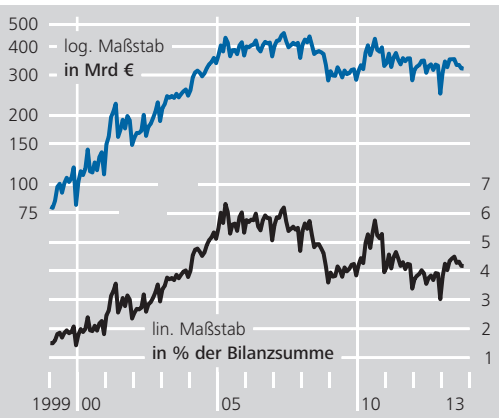
Die Repomärkte haben von der Nutzung der Repos als geldpolitisches Instrument profitiert. Durch die Repogeschäfte der Zentralbanken sind zusätzliche Banken an den Repomärkten aktiv geworden. Die zusätzliche Liquiditätsversorgung des Bankensystems durch die Zentralbanken über Repos hat während der Finanzkrise dazu beigetragen, die Banken zahlungsfähig zu halten.

---

<sup>1</sup> Vgl. auch: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Implications of repo markets for central banks, CGFS Working paper, März 1999.

## Refinanzierung deutscher Banken über Repos

Monatswerte



Deutsche Bundesbank

Der seit 2009 wieder verstärkte Trend zu einer besicherten Refinanzierung der Banken hat Auswirkungen auf die unbesicherten Gläubiger. Nach Angaben der BaFin wurden im Jahr 2012 bei Banken im Euro-Raum circa 1 100 Mrd € Verbindlichkeiten fällig, 80% davon unbesichert. Die Refinanzierungen waren 2012 aber nur zu circa 20% unbesichert.

## Die geldpolitische Bedeutung der Repomärkte im Euro-Währungsgebiet

*Repomärkte sind für Entscheidungs-vorbereitung und Durchführung der Geldpolitik relevant*

Die Festlegung und Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik ist zentrale Aufgabe des Eurosystems. Dabei ist es das vorrangige Ziel der Geldpolitik, Preisstabilität zu gewährleisten. Der EZB-Rat fällt seine geldpolitischen Entscheidungen auf Grundlage breit fundierter Analysen, darunter Analysen der Repomärkte. Die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats setzt das Eurosystem mit den im geldpolitischen Handlungsrahmen vorgesehenen Instrumenten um. Zentrales Instrument dabei sind geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte – befristete Offenmarktgeschäfte, mit denen den Geschäftsbanken revolving Liquidität gegen Sicherheiten bereitgestellt wird. Die Initiative geht dabei von der Notenbank aus.

Traditionell nutzen Zentralbanken Offenmarktgeschäfte als eine Möglichkeit, die aggregierte Liquiditätsposition des Bankensystems gegenüber der Zentralbank zu beeinflussen, um so die kurzfristigen Geldmarktsätze steuern zu können (Geldmarktsteuerung). Die kurzfristigen Geldmarktsätze beeinflussen dann wiederum die Zinssätze für weitere Finanzinstrumente längerer Laufzeit sowie die Zinssätze für Bankkredite und -einlagen (monetäre Transmission im Zinskanal).

Repogeschäfte mit anderen Teilnehmern am Repomarkt sind für eine Geschäftsbank das nächstliegende Substitut für Refinanzierungsgeschäfte mit dem Eurosystem. Mit den Konditionen ihrer Refinanzierungsgeschäfte kann die Zentralbank die Kosten von ähnlich ausgestalteten Geldmarktgeschäften zwischen Geschäftsbanken beeinflussen. Dieses geldpolitische Arrangement setzt funktionierende Finanzmärkte voraus, die die geldpolitischen Impulse effektiv in den Finanzsektor und dann in die Realwirtschaft übertragen.

*Erste Stufe der monetären Transmission im Zinskanal*

Im Verlauf der noch andauernden Finanzkrise sah der EZB-Rat diese Transmission zeitweise als gestört an. Um die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen zu gewährleisten, beschloss er temporäre geldpolitische Sondermaßnahmen. Weil das Finanzsystem im Euro-Währungsgebiet überwiegend auf den Banken beruht, setzten die zentralen geldpolitischen Sondermaßnahmen beim Bankensystem an (Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften, Ausweitung des Sicherheitenrahmens). Das wiederum wirkte sich auch auf die Entwicklung der Repomärkte aus und führte tendenziell zu Umsatzrückgängen.

## Entwicklung der Repomärkte in der Finanzkrise

Der mit der Finanzkrise einhergehende Vertrauensverlust hat den unbesicherten Interbanken-Geldmarkt in mittleren und längeren Laufzeiten weitgehend ausgetrocknet, aber auch die



## Zum Bedeutungsgewinn von General Collateral-Repos

In der Finanzkrise haben General Collateral-Repos (GC-Repos), die über elektronische Handelsplattformen unter Einbeziehung einer CCP abgewickelt werden, noch stärker an Bedeutung gewonnen. Der Anteil der über CCP abgewickelten Repotransaktionen ist von 37% im Jahr 2008 auf 65% im Jahr 2013 gestiegen. Neben anderen elektronischen Handelsplattformen, die CCP einschließen, hat insbesondere das ausstehende Volumen von Eurex Repo GC Pooling zugenommen, von 22 Mrd € Anfang Januar 2008 auf rund 165 Mrd € Mitte November 2013. Dies lag in erster Linie an einem wachsenden Kontrahentenkreis, insbesondere internationaler Teilnehmer. Die Anzahl der Teilnehmer an GC Pooling hat sich von Januar 2008 bis November 2013 auf 111 Teilnehmer (davon 50 in Deutschland) etwa verfünffacht.

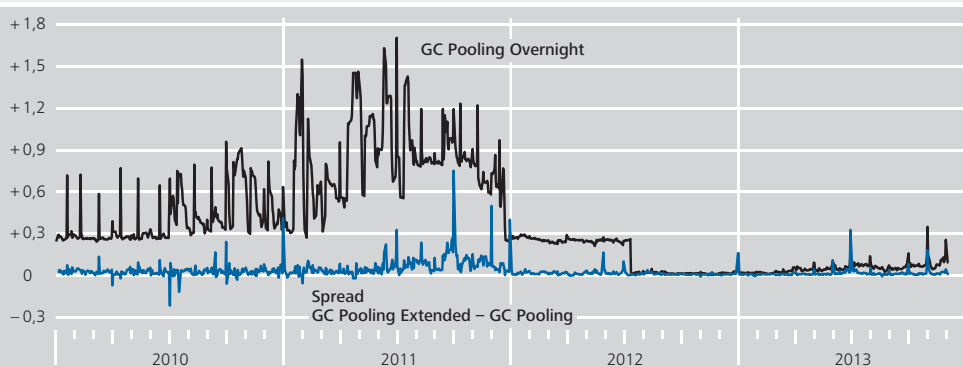
Als Sicherheitenkörbe hat die Eurex insbesondere die General Collateral Pooling Baskets etabliert: Der GC Pooling ECB Basket umfasst circa 7 500 EZB-fähige Sicherheiten höchster Bonität, der GC Pooling ECB EXTended Basket enthält circa

25 000 EZB-fähige Sicherheiten, darunter auch Anleihen niedrigerer Bonität. Die unterschiedliche Bonität der Sicherheiten spiegelt sich in den grundsätzlich differierenden Zinssätzen beider GC-Pooling-Sicherheitenkörbe (siehe unten stehendes Schaubild).

Nachdem das Eurosystem über den Jahreswechsel 2011/2012 mit seinen beiden Dreijahrestendern den Banken Liquidität in Rekordhöhe zugeteilt hat, ist am GC-Pooling-Markt die Überschussnachfrage nach Liquidität einem Angebotsüberschuss gewichen. Nun bestimmen die Kreditnehmer anstelle der Kreditgeber die Zinssätze, die Differenz zwischen beiden Reposätzen ist gesunken. Nicht nur die Zinsdifferenz bei den Sicherheitenkörben, sondern vor allem das Niveau der Reposätze insgesamt war nach den Dreijahrestendern auf nahe null gefallen. Dahinter standen, neben dem Liquiditätsüberschuss, die niedrigen Marktzinsen und die niedrigen Renditen von Sicherheiten höchster Bonität.

**General-Collateral-Pooling-Sätze<sup>\*)</sup>**

%-Punkte, Tageswerte



Quelle: Eurex Repo. \* Die General-Collateral (GC)-Pooling-Sätze repräsentieren Geldmarktsätze für besicherte Transaktionen im Interbankenmarkt. Der GC-Pooling-Sicherheitenkorb umfasst EZB-fähige Sicherheiten höchster Qualität, der EXTended Basket auch EZB-fähige Sicherheiten niedrigerer Qualität.

Deutsche Bundesbank

*Vertrauensverlust während der Finanzkrise beeinträchtigt auch die Repomärkte*

internationalen Repomärkte beeinträchtigt – trotz Besicherung der Geschäfte. Ab Mitte 2007 gerieten die Repomärkte unter Druck, weil sich Zweifel an der Werthaltigkeit und der laufenden Marktpreisbewertung von Sicherheiten ausbreiteten. Ausgehend vom US-Repomarkt kam es zu Belastungen der internationalen Repomärkte. Die Finanzierungsbedingungen verschärfen sich, für die Besicherung wurden zunehmend bonitätsstarke und liquide Staatsanleihen gefordert. Investmentbanken wie Bear Stearns sahen sich deshalb schlagartig mit Refinanzierungslücken konfrontiert, weil wesentliche Anteile ihres umfangreichen, kurzfristig refinanzierten Wertpapierportfolios am US-Repomarkt nicht mehr als Sicherheiten akzeptiert wurden. Mit dem Ausfall von Lehman Brothers im September 2008, die im Repogeschäft besonders aktiv waren, wurde auch in Europa die bis dahin schwelende Liquiditätskrise zu einer breiten Finanzkrise. Die verbliebene Funktionalität der Repomärkte für Sicherheiten von hoher Qualität konnte die Liquidität der Banken nicht mehr allein gewährleisten.

*Segmentierung zugunsten qualitativ hochwertiger Sicherheiten*

Im europäischen Repomarkt schlug sich im Zuge der im Jahr 2010 einsetzenden Staatsschuldenkrise die gewachsene Risikoaversion in einer verringerten Akzeptanz von Sicherheiten aus bestimmten Ländern der Europäischen Währungsunion nieder. Marktteilnehmer begannen, stärker zwischen der Bonität von Staatsanleihen verschiedener Länder zu differenzieren. Anleihen von Staaten, bei denen die Marktteilnehmer ein höheres Kreditrisiko sahen, wurden kaum noch als Sicherheiten akzeptiert. Insgesamt jedoch blieb in Europa der Anteil von Staatsanleihen der Euro-Länder bei Repogeschäften von 2009 bis Ende 2012 mit rund 80% relativ stabil.<sup>4)</sup>

*Reduzierte Nutzung von Anleihen der Euro-Peripherie für CCP-Repogeschäfte*

Per saldo nahm dabei das Gewicht von Staatsanleihen aus der Euro-Peripherie stark ab. Der Anteil deutscher Bundesanleihen verringerte sich nur in geringem Maße, sie wurden vermehrt als sichere und liquide Anlagen nachgefragt. Besonders auffallend sank der Anteil von Euro-Peripherie-Anleihen bei CCP-Repogeschäf-

ten. Im Gegensatz zum Gesamtmarkt, wo der Anteil deutscher Staatsanleihen leicht rückläufig war, glichen am CCP-Repomarkt französische und deutsche Anleihen neben Wertpapieren öffentlicher internationaler Finanzinstitute, insbesondere aber Pfandbriefen, diese Verschiebungen im Sicherheitspektrum aus.

Dass deutsche Staatsanleihen im Gegensatz zur Situation am Gesamtmarkt gerade bei CCP-Repogeschäften vermehrt genutzt wurden, lag überwiegend daran, dass der Sicherheitengeber bei CCP-Repogeschäften sicher sein kann, seine Anleihen bei Fälligkeit zurückzuerhalten. Denn in den meisten CCP-Reposystemen können Sicherheiten nicht weiterverwendet werden. Bei bilateralen außerbörslichen Repogeschäften ist die Wiederverwendung hingegen üblich. Marktteilnehmer setzten ihre deutschen Staatsanleihen aus Sorge davor, sie nicht zurückzuerhalten, nur zögerlich ein.

## Maßnahmen des Eurosystems in der Finanzkrise

Grundsätzlich können alle mindestreservspflichtigen Banken im Euro-Währungsgebiet mit dem Eurosystem Refinanzierungsgeschäfte abschließen (breiter Geschäftspartnerkreis). Die nationalen Zentralbanken des Eurosystems gewähren ihnen im Rahmen der nationalen Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik durch regelmäßig angebotene Refinanzierungsgeschäfte Kredite gegen die Verpfändung von Sicherheiten. Bis zur Finanzkrise geschah dies über wettbewerbliche Bietungsverfahren, bei denen jeweils das Zuteilungsvolumen vorab festgelegt war. Es reichte gerade aus, um den aggregierten Liquiditätsbedarf des Bankensystems zu decken. Von den 6 300 Kreditinstituten des Euro-Raums sind rund 2 200 als Geschäftspartner des Eurosystems zugelassen, und von diesen nehmen in der Regel nur vergleichsweise wenige an den Refinanzierungsgeschäften teil.

*Durchführung der Geldpolitik bis zur Finanzkrise: Wettbewerbliche Bietungsverfahren, begrenztes Zuteilungsvolumen, breiter Geschäftspartnerkreis und breiter Sicherheitenrahmen*

<sup>4</sup> Vgl.: ICMA, European Repo Market Survey December 2012, Survey No 24, März 2013.

Das Eurosystem akzeptiert ein breites Spektrum an Sicherheiten, von öffentlichen Anleihen bis hin zu Kreditforderungen. Auch gedeckte und ungedeckte Bankschuldverschreibungen sowie Unternehmensanleihen und Asset Backed Securities (ABS) sind mit entsprechenden Sicherheitsabschlägen grundsätzlich als Sicherheiten zugelassen.

*Globale Finanzkrise: Zentralbanken reagieren mit unkonventionellen Maßnahmen*

Im Verlauf der Finanzkrise trocknete der unbesicherte Interbanken-Geldmarkt in mittleren und längeren Laufzeiten weitgehend aus. Auch die Repomärkte gerieten teilweise deutlich unter Druck: Einerseits wurden zahlreiche Banken auch für besicherte Geldmarktgeschäfte nicht mehr als hinreichend vertrauenswürdig angesehen, andererseits wurden Wertpapiere geringerer Liquidität und Ausfallsicherheit kaum noch als Sicherheiten für Repogeschäfte akzeptiert. Um die Liquidität der Banken zu gewährleisten und eine Kreditklemme zu vermeiden, ergriffen die Zentralbanken weltweit unkonventionelle Maßnahmen. So kauften sie Wertpapiere geringer Liquidität oder stellten den Banken mittels besicherter Kredite zusätzliche Liquidität zur Verfügung.

*Eurosystem: Umfangreiche Liquiditätsbereitstellung mittels geldpolitischer Refinanzierungsgeschäfte*

Das Eurosystem reagierte mit umfangreichen geldpolitischen Sondermaßnahmen auf den breiten Vertrauensverlust an den Geld- und Finanzmärkten. Um den Liquiditätsbedarf der Banken in dieser besonderen Situation zu decken, beschloss das Eurosystem Mitte Oktober 2008 bei den geldpolitischen Refinanzierungsgeschäften die vollständige Zuteilung der Gebote. Diese Vollzuteilung wird seitdem praktisch unverändert fortgeführt. Zugelassene Geschäftspartner erhalten unbeschränkt Liquidität, soweit sie über die erforderlichen notenbankfähigen Sicherheiten verfügen. Dabei wurden zeitweise auch Refinanzierungsgeschäfte mit längeren Laufzeiten angeboten. So führte das Eurosystem 2009 drei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von 12 Monaten durch, die in Summe im Umfang von über 600 Mrd € genutzt wurden. Ab Dezember 2011 folgten zwei weitere langfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer

Laufzeit von drei Jahren. Diese nahmen die Geschäftspartner des Eurosystems in einem Umfang von über 1 000 Mrd € in Anspruch.

Möglich wurde diese umfangreiche Inanspruchnahme bei den Refinanzierungsgeschäften, weil das Eurosystem den Sicherheitenrahmen für geldpolitische Operationen seit Oktober 2008 deutlich ausgeweitet hatte. Insbesondere senkte es die Bonitätsschwellenwerte (Ratinganforderungen) für notenbankfähige Sicherheiten, um die bei zahlreichen Instituten bestehenden Engpässe an marktgängigen und notenbankfähigen Sicherheiten zu mildern.

Bei Refinanzierungsgeschäften der Zentralbank mit außergewöhnlich langen Laufzeiten besteht – wie bei allen geldpolitischen Sondermaßnahmen – die Gefahr, dass sie an den Märkten private Geschäfte verdrängen und Marktpreise verzerren. Dies gilt umso stärker, je länger diese Maßnahmen fortbestehen. Es gibt Hinweise, dass die entsprechenden großvolumigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems Teile des Repomarkts verdrängt haben könnten. Daten der ICMA zeigen, dass es in den Jahren 2008 und 2009 zu einem deutlichen Einbruch an den europäischen Repomärkten kam. Auch in den von Überschussliquidität geprägten Folgejahren konnten die Repomärkte nicht an das Vorkrisenwachstum anknüpfen (siehe Schaubild auf S. 64).

Seit der Krise erscheinen die früher einheitlichen Repomärkte stark segmentiert: Einem Teil der Banken fehlt es an marktgängigen Sicherheiten, oder sie erhalten wegen ihrer spezifischen Risikoeigenschaften an den Finanzierungsmärkten keine Mittel. Andere Institute würden zwar grundsätzlich Liquidität und Finanzierungsmittel am Markt erhalten, nutzen aber teilweise die angebotenen Geschäfte des Eurosystems, weil hier die Konditionen attraktiver sind als am privaten Markt. Dies kann sich einerseits auf die Zinskonditionen in Relation zur Laufzeit der Geschäfte beziehen oder aber auf die Anforderungen an Sicherheiten. Insbesondere akzeptiert das Eurosystem auch solche

*Langfristige Refinanzierungsgeschäfte mit vollständiger Zuteilung haben auch mögliche unerwünschte Nebenwirkungen*

*Eurosystem mindert durch günstige Refinanzierungskonditionen Anreize für die Banken, den Marktzugang wiederzu-erlangen*

## Der Repomarkt in den USA

### Großes ausstehendes Volumen von Repogeschäften in den USA

Der weltweit größte Repomarkt befindet sich nach wie vor in den USA mit einem ausstehenden Volumen von circa 10 Billionen US-\$ (rd. 70% des amerikanischen Bruttoinlandsprodukts). Der US-Repomarkt beruht überwiegend auf US-Schatztiteln, doch gibt es auch Märkte für hypothekarisch besicherte Anleihen (Mortgage Backed Securities: MBS) und für Unternehmensanleihen.

Anders als im Euro-Währungsgebiet sind in den USA lediglich einige wenige Banken als Geschäftspartner (Primary Dealer) des Federal Reserve Systems zugelassen. Die geldpolitische Transmission läuft deshalb von der Federal Reserve über die Primary Dealer mittels Repogeschäften zu den übrigen Geschäftsbanken.

ICMA-Daten zufolge sind in den USA rund zwei Drittel der Repogeschäfte sogenannte Triparty-Repos. Bei einem Triparty-Repo übernimmt eine Clearingbank wichtige Dienstleistungen bei der Verwaltung der zwischen Wertpapierverleiher (Kreditnehmer) und Liquiditätsgeber gestellten Sicherheiten und bei der Bereitstellung von Innersicherheitsliquidität.

### Wertpapierportfolios werden über den Triparty-Repomarkt finanziert

Die Clearingbank kontrolliert die als Sicherheiten gestellten Wertpapiere. Bei einem Ausfall bleibt das rechtliche Eigentum an den Sicherheiten beim Liquiditätsgeber. Der Triparty-Repomarkt ist für Investmentbanken sowie Wertpapierhändler und -makler (sog. Broker-Dealer) die wichtigste Refinanzierungsquelle. Sie versorgen sich über ihn mit kurzfristiger Liquidität, um ihre Wert-

papierportfolios zu finanzieren. Liquiditätsgeber sind in der Regel Geldmarktfonds, Investmentfonds, Vermögensverwalter oder auch staatliche Stellen mit Liquiditätsüberschüssen. Für die Liquiditätsgeber stellen Repos eine unkomplizierte Alternative zu Bankeinlagen dar, weil die Mittel besichert verliehen werden und täglich abrufbar sind. Die kurzfristige Verfügbarkeit wird durch die tägliche Fälligestellung aller Repos – unabhängig von ihrer Laufzeit – ermöglicht, die Liquiditätsgeber erhalten ihre Barmittel zurück und die Liquiditätsnehmer ihre Wertpapiersicherheiten. Diese Vorgehensweise unterscheidet sich von der Praxis in Europa, wo Repos erst am Ende der Laufzeit abgewickelt werden. In den USA entsteht daher aufseiten der Liquiditätsnehmer (insbesondere der Broker-Dealer) bis zum Schließen der Repos am Abend eine Finanzierungslücke, die die Clearingbanken üblicherweise mit Überbrückungskrediten (Innertageskrediten) schließen. Eine Clearingbank im Triparty-Repomarkt übernimmt dabei das relativ komplexe Sicherheitenmanagement (Abwicklung, Verwahrung) und die Abwicklung der Zahlungsströme für beide Parteien.

### Tägliche Fälligestellung birgt Risiken

Wie die Krise gezeigt hat, birgt diese Konstruktion erhebliche Risiken. Bei Zweifeln an der Bonität eines Liquiditätsnehmers hatten Liquiditätsgeber wie Clearingbanken kein Interesse mehr, ihre Repos beziehungsweise Überbrückungskredite zu prolongieren. Im Falle eines Broker-Dealer-Konkurses hätten sie nämlich Reposicherheiten in einem gestressten Marktumfeld verkaufen müssen. Diese Situation trat nach dem Kollaps der Investmentbank Bear Stearns ein, die Liquidität am Triparty-Repomarkt drohte auszutrocknen. Die Notverkäufe von Sicherheiten führten zudem zu finanziellen Ansteckungseffekten.

Sicherheiten, die bei Repogeschäften zwischen privaten Akteuren üblicherweise nicht zur Besicherung verwendet werden können. Das Eurosystem mindert so die Anreize für die Banken, sich eine Kapital- und Finanzierungsstruktur zuzulegen, die ihnen wieder den Zugang zum Geld- und Kapitalmarkt verschafft. Diese Maßnahmen dienen dazu, die Verwerfungen an den Märkten in der Krise zu mildern. Sie enthalten jedoch auch Nebenwirkungen. Es entsteht die Gefahr, dass das Eurosystem über die Zeit mit seinen Maßnahmen die bestehende Marktsegmentierung perpetuiert. Damit sich die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet in der Breite erholen kann, müssen die Probleme des Finanzsektors beseitigt werden, die zur Marktsegmentierung geführt haben.

## Herausforderungen für Regulierung und Finanzstabilitätspolitik

*Einbeziehung der Repomärkte in Regulierungsinitiativen*

Im Verlauf der Finanzkrise waren die für kurzfristige Finanzierungen besonders wichtigen Repomärkte starken Verwerfungen ausgesetzt. Daher werden sie in verschiedene Regulierungsinitiativen einbezogen. Weil die Finanzmärkte international verflochten sind, gehen neue regulatorische Initiativen häufig von internationalen Gremien oder Organisationen aus, die jeweils Teilprobleme der Regulierung und Finanzstabilitätspolitik bearbeiten.

*Repomärkte sind Gegenstand der Finanzmarktregulierung und Finanzstabilitätspolitik*

So untersucht derzeit eine Arbeitsgruppe zu Repos und Wertpapierleihe beim Finanzstabilitätsrat (Financial Stability Board: FSB) das Schattenbankensystem unter dem Blickwinkel, wie sich die Variabilität von Margin- und Haircut-Anforderungen bei Repogeschäften auf die Finanzstabilität auswirkt. Darauf basierende Empfehlungen für die Regulierung wurden Ende August 2013 veröffentlicht. Eine weitere Dimension von Regulierungsfragen betrifft die zentrale Rolle von CCP. Der Ausschuss für Zahlungsverkehr der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), das Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS), hat ge-

meinsam mit der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) einen Konsultationsbericht zu quantitativen Berichtsstandards für CCP herausgegeben, die bessere Informationen über die Systemrelevanz, Robustheit und potenziellen Risiken von CCP liefern sollen. Die in diesen Zusammenhängen problematisierten Mechanismen sind vielfältig und komplex, können aber exemplarisch anhand des folgenden Mechanismus beschrieben werden: Schätzen Investoren das Risiko bezüglich einzelner Wertpapieremittenten höher ein, erhöhen die Teilnehmer am bilateralen Repomarkt tendenziell ihre Sicherheitsabschläge (Margins und Haircuts). Dann können Finanzmarktakteure, die große Wertpapierportfolios über Repogeschäfte finanzieren, in Refinanzierungsprobleme geraten und müssten gegebenenfalls Wertpapiere veräußern, um liquide zu bleiben. Dies kann eine Spirale aus Preisrückgängen bei Anleihen, abnehmender Marktliquidität, zunehmenden Sicherheitsabschlägen und weiter abnehmenden Beleihungswerten auslösen. Diskutiert wird, inwieweit einzelne Marktakteure mit besonderer Marktmacht durch ihre Margin- oder Haircut-Entscheidungen eine solche Spirale beschleunigen können. Entscheidungen, die aus Sicht der einzelnen Marktakteure richtig und vernünftig sind, könnten sich zum Nachteil der Stabilität des Finanzsystems auswirken. Schlussfolgerungen für etwaige konkrete Regulierungsvorhaben auf nationaler oder europäischer Ebene stehen noch aus, werden aber die Repomärkte beeinflussen.

*Konkrete Schlussfolgerungen stehen noch aus*

Die künftige Liquiditätsregulierung, die Bestandteil des Basel III-Regelwerks ist, reguliert das Verhalten von Banken bezüglich der Laufzeitstruktur ihrer Aktiva und Passiva und nimmt damit auch die Repomärkte als zentrale kurzfristige Finanzierungsquelle für Banken in den Blick. Die neuen Liquiditätsregeln machen konkrete Vorgaben für die Steuerung des Liquiditätsrisikos von Banken durch definierte Kennzahlen. Die Liquidity Coverage Ratio (LCR) erfasst Liquiditätszu- und -abflüsse in Laufzeitbereichen bis zu 30 Tagen, die Net Stable Funding

*Liquiditätsregulierung erhöht Attraktivität längerfristiger Repogeschäfte für die Finanzierung der Banken*

Ratio (NSFR) solche bis zu einem Jahr. Banken müssen dann genügend Liquidität (bzw. liquide Aktiva) vorhalten, um die Netto-Zahlungsmitelabflüsse binnen 30 Tagen beziehungsweise einem Jahr zu decken. Das erhöht die Nachfrage der Banken nach anrechnungsfähigen liquiden Aktiva und das Interesse vieler Banken an einer ausgeglicheneren Laufzeitstruktur bei Aktiva und Passiva. Die unter Basel III geplante Liquiditätsregulierung dürfte Banken am Repomarkt stärker längerfristige Geschäfte nachfragen lassen.

## Implikationen der Finanztransaktionssteuer

*Derzeit wollen 11 Euro-Länder eine Finanztransaktionssteuer einführen*

Die in der EU zur Diskussion stehende Finanztransaktionssteuer könnte, so sie denn eingeführt würde, die Repomärkte ebenfalls erheblich beeinflussen. Im Wege der „Verstärkten Zusammenarbeit“ beabsichtigen 11 Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets diese Finanztransaktionssteuer einzuführen, die auch Transaktionen zwischen Finanzinstituten betrifft. Die Steuer soll erhoben werden, wenn zumindest eine Partei der Finanztransaktion ihren Sitz in einem teilnehmenden Mitgliedsland hat (dennoch wären beide Seiten steuerpflichtig) oder der Emittent des Finanzinstruments seinen Sitz in einem teilnehmenden Mitgliedstaat hat. Die Steuer soll also selbst dann anfallen, wenn außerhalb der 11 Teilnehmerstaaten Finanzinstrumente gehandelt werden, die innerhalb der Teilnehmerstaaten emittiert wurden.

Theoretisch würde die Steuer damit Finanzaktivitäten von Finanzmarktteilnehmern weltweit belasten. Praktisch bliebe die rechtliche Durchsetzung der Steuer in ausländischen Jurisdiktionen allerdings problematisch. Als Steuersatz ist eine verbindliche Untergrenze von 0,1% für allgemeine Finanztransaktionen, darunter Repotransaktionen, und 0,01% für Derivate-transaktionen im Gespräch. Insbesondere für kurzfristige und revolvingende Repogeschäfte würde die Finanztransaktionssteuer eine sehr

hohe Belastung darstellen, da sie bei jeder Transaktion erneut anfiel.

Als Folge der Steuer würde der Repomarkt zumindest im kurzfristigen Laufzeitbereich mit hoher Wahrscheinlichkeit austrocknen, weil die zu entrichtende Steuer mit abnehmender Laufzeit des Repogeschäfts in zunehmendem Missverhältnis zum erzielbaren Zinsertrag steht. Eine Verschiebung der Refinanzierung vom Repomarkt in den unbesicherten Geldmarkt, der der Steuer nicht unterläge, wäre nicht konsistent mit der künftigen Liquiditätsregulierung innerhalb des Basel III-Rahmenwerks: Im darin enthaltenen Konzept der LCR werden besicherte Finanzierungsformen im Vergleich zur unbesicherten Liquiditätsversorgung am Interbankenmarkt begünstigt, weil nach den Erfahrungen aus der Finanzkrise unbesicherte kurzfristige Finanzierungen als weniger stabil gelten.

Eine weitere Ausweichreaktion wären Securitised Lending Operations. Dabei handelt es sich um besicherte Geschäfte, bei denen Wertpapiere verpfändet werden, also nicht wie bei Repogeschäften den Eigentümer wechseln. Deshalb fielen sie nicht unter die Finanztransaktionssteuer. Allerdings dürften die Finanzierungskosten bei besicherten Geldmarktgeschäften ohne Eigentumsübergang höher sein als bei Repogeschäften, weil der Liquiditätsgeber mangels Wiederverwendungsmöglichkeit höhere Liquiditätsrisiken eingeht. Vermutlich wären solche Geschäfte für Marktteilnehmer auch deshalb kein attraktiver Ersatz, weil Pfand- und Insolvenzrecht in Europa sehr unterschiedlich sind und infolgedessen die Rechtssicherheit beeinträchtigt sein könnte. Zudem würde das Geschäftsmodell von elektronischen Handelsplattformen und CCP infrage gestellt, ohne dass die Verfügbarkeit von Ersatzlösungen gewährleistet wäre.

Es steht also zu erwarten, dass eine steuerbedingte Verkleinerung des Repomarkts zu einer stärkeren Refinanzierung der Banken über das Eurosystem führen würde.

*Nachhaltige Auswirkungen auf die Repomärkte zu erwarten*

*Verpfändung von Wertpapieren kein überzeugender Ersatz für Repogeschäfte*

## Ausblick: Repomärkte im Spannungsfeld von Geldpolitik, Besteuerung und Regulierung

*Wirksamkeit der Geldpolitik steht für die Zentralbank im Vordergrund*

Am Repomarkt als einem der zentralen Segmente des Finanzmarktes kristallisieren sich – gewissermaßen symptomatisch für den gesamten Finanzsektor in der ausgehenden Finanzkrise – verschiedene Entwicklungstendenzen heraus, die teils übereinstimmende, teils aber auch in Konflikt stehende Interessen der verschiedenen Anspruchsgruppen und Akteure widerspiegeln. Die Notenbanken sind vor dem Hintergrund ihres geldpolitischen Mandats (und ihrer weiteren Aufgaben z. B. im Bereich Zahlungsverkehr) bedeutende, auch im Krisenfall handlungsfähige Akteure. Die Zentralbank hat ein vordringliches Interesse daran, dass ihre geldpolitischen Impulse auch wirksam auf die Realwirtschaft übertragen werden.

*Finanztransaktionssteuer gefährdet Liquiditätsausgleich zwischen den Banken*

Die geplante Finanztransaktionssteuer gefährdet die Rolle der Repomärkte. Mit dem steuerpolitischen Instrument Finanztransaktionssteuer verfolgen die Regierungen zwei Ziele: Als Lenkungssteuer soll sie Transaktionen bremsen und Akteure belasten, die von der Öffentlichkeit für Fehlentwicklungen im Finanzsektor verantwortlich gemacht werden. Als Fiskalsteuer soll sie die Steuereinnahmen erhöhen. Eine Finanztransaktionssteuer auf Repogeschäfte ließe diese aber für die Banken unvorteilhaft werden. Die nächstliegende und für die Banken sehr viel günstigere Alternative wären Kredite der Zentralbank, die damit zum Liquiditätsmanager für das Bankensystem würde. Aus geldpolitischer wie ordnungspolitischer Sicht wäre es nicht wünschenswert, wenn eine prohibitiv hohe Besteuerung den Liquiditätsausgleich zwischen den Banken über die Repomärkte faktisch ausschaltete und stattdessen das Eurosystem mit seinen geldpolitischen Instrumenten in diese Aufgabe drängte.

Und auch die Variabilität der Sicherheitsabschläge (Haircut- und Margin-Anforderungen im Finanzzyklus) könnte dazu führen, dass Zen-

tralbanken immer stärker in die Rolle eines zentralen Intermediators rückt. Wenn Banken einen hohen Anteil ihrer bilanzierten, als Sicherheiten nutzbaren Aktiva durch Repogeschäfte finanziert haben und die Beleihungswerte dieser Sicherheiten abrupt sinken, könnte die Zentralbank in die Rolle eines Liquiditätsgebers letzter Instanz gedrängt werden.

Die wachsende Bedeutung des CCP-Clearing könnte ebenfalls Auswirkungen auf Zentralbanken haben. Während der Finanzkrise ist die Zahl internationaler Teilnehmer auf Handelsplattformen wie Eurex Repo GC Pooling stark gewachsen. Die aktuelle Finanzkrise hat gezeigt, wie auch große, gut etablierte Finanzmarktakteure in Illiquidität oder Insolvenz fallen können. Zentrale Finanzmarktinfrastrukturen mit wachsender Bedeutung müssen daher gegen den Ausfall großer Finanzinstitute geschützt werden, ohne dass Zentralbanken als Liquiditätsgeber letzter Instanz einspringen müssen.

Auch andere regulatorische Eingriffe in die Repomärkte könnten die Banken aus dem Markt zur Zentralbank treiben und damit deren geldpolitische Aufgaben beeinträchtigen. Liquide Repomärkte für nicht anrechnungsfähige liquide Aktiva können den Finanzinstituten helfen, liquiditätsregulatorische Anforderungen zu erfüllen. Werden Teile des Repomarkts illiquide, könnten die Banken vermehrt Zentralbankkredite nachfragen, um die Liquiditätsanforderungen zu erfüllen. Es ist jedoch Ziel der Regulierung, dass Banken die regulatorischen Liquiditätsanforderungen aus eigener Kraft, nicht aber durch Nutzung von Zentralbankkrediten erfüllen.

Der Trend zu besicherten Geldmarktgeschäften wirkt ebenfalls auf die Geldpolitik zurück. Unbesicherte Geldmarktkredite längerer Laufzeit werden kaum noch angeboten und nachgefragt. Mangels Besicherung wären sie deutlich teurer als Repogeschäfte und kämen vor allem für Kreditnehmer in Betracht, die nicht über genügend marktgängige Sicherheiten verfügen.

*Zentralbank darf nicht regelmäßig als Liquiditätsgeber der letzten Instanz fungieren*

*Banken müssen regulatorische Liquiditätsanforderungen aus eigener Kraft erfüllen*

*Liquiditätsnachfrage von Instituten, die nicht mehr über ungenutzte marktgängige Sicherheiten verfügen*

Vor einer solchen Selbstoffenbarung dürften aber alle Institute zurückschrecken. Indem das Eurosystem einen breiten Sicherheitenrahmen anbietet, der deutlich über marktgängige Sicherheiten hinausgeht, setzt es sich der Liquiditätsnachfrage insbesondere solcher Institute aus, die nicht mehr in hinreichendem Maße über ungenutzte marktgängige Sicherheiten verfügen. Sie sind daher bereit, dem Eurosystem den Leitzins zu bezahlen, der derzeit die Reposätze für marktgängige Sicherheiten deutlich übersteigt.

Die für die Zentralbank sehr wichtigen Repomärkte haben in den letzten Jahren starke Veränderungen erfahren und befinden sich weiter im Umbruch – getrieben von Marktentwicklungen, Krisenreaktionen und regulatorischen Maßnahmen. An einigen Schnittstellen können diese Entwicklungen weitreichende Rückwirkungen auf die Zentralbank haben. Vor diesem Hintergrund liegt es im ureigensten Interesse von Zentralbanken, die Aktivitäten an den Repomärkten verstärkt zu beobachten und besser zu verstehen.

*Weitreichende Rückwirkungen auf die Zentralbank*