

Geldmarktbedingungen und Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte

Traditionell hielt die öffentliche Hand nur geringe Einlagen auf Konten bei der Bundesbank. Wesentlicher Einflussfaktor waren die Zinsmodalitäten: Die Bundesbank verzinst die Kontoguthaben im Grundsatz nicht. Deshalb war es für die öffentliche Hand meist vorteilhaft, liquide Mittel auf verzinslichen Konten bei Geschäftsbanken zu halten oder anderweitig am Geldmarkt anzulegen.

Mit dem Übergang zu einer negativen Verzinsung der Guthaben der Banken im Juni 2014 wurden in Übereinstimmung mit den Regelungen des Eurosystems auch die Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Bundesbank grundsätzlich negativ verzinst – mit dem Zinssatz der Einlagefazilität des Eurosystems (Einlagesatz). Dies stellte jedoch nur in absoluter Betrachtung, das heißt vom Niveau her, eine Verschlechterung der Zinskonditionen für diese Einlagen dar. Verglichen mit Marktkonditionen wurde es für die öffentliche Hand zunehmend attraktiver, liquide Mittel bei der Bundesbank zu halten.

In den Folgejahren bewirkten umfangreiche geldpolitische Wertpapierankäufe des Eurosystems eine bis dahin beispiellose Ausweitung der von Banken gehaltenen Überschussliquidität. Parallel dazu nahmen auch die Einlagen der öffentlichen Haushalte bei der Bundesbank stark zu. Im Verlauf der Corona-Pandemie wuchsen die Guthaben angesichts der ergriffenen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen nochmals auf mehr als das Doppelte der zuvor erreichten Beträge an.

Mit der Wiederanhebung des Einlagesatzes in den positiven Bereich stellte sich im September 2022 auch die Frage nach den weiteren Zinsmodalitäten für die Einlagen der öffentlichen Hand. Bei Beibehaltung der früher üblichen Nullverzinsung der Guthaben wäre auf kürzere Frist mit umfangreichen Liquiditätsflüssen in den Geldmarkt zu rechnen gewesen. Dies hätte potenziell zu Zinsrückgängen bei erhöhter Schwankungsbreite in verschiedenen Geldmarktsegmenten beitragen können. Vor diesem Hintergrund ermöglichte das Eurosystem den nationalen Zentralbanken, die Einlagen öffentlicher Haushalte unter Berücksichtigung der Marktkonditionen positiv zu verzinsen – zunächst befristet bis April 2023. Ab Mai 2023 wird die maximal zulässige Verzinsung der Guthaben dann bis auf Weiteres um 20 Basispunkte (gemessen an Marktkonditionen) abgesenkt.

Mittlerweile sind die Guthaben der öffentlichen Haushalte bei der Bundesbank deutlich zurückgegangen. In gewissem Umfang stehen den Kontoinhabern wieder attraktive Anlagemöglichkeiten am Markt zur Verfügung. Die öffentliche Hand dürfte deshalb auch im zweiten Quartal angesichts der zunehmenden Zinsanreize liquide Mittel von der Bundesbank zu Geschäftsbanken verlagern. Der Bilanzabbau des Eurosystems trägt dazu bei, das Risiko nachteiliger Auswirkungen dieser absehbaren und wünschenswerten Entwicklung auf die Geldmarktbedingungen einzugrenzen.

Im weiteren Verlauf ist aus Sicht der Bundesbank eine Rückkehr zur grundsätzlichen Nullverzinsung für die Einlagen öffentlicher Haushalte sinnvoll. Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass diese Einlagen keine eigenständige geldpolitische Funktion erfüllen. Vielmehr stellt die Kontoführung für Akteure der öffentlichen Hand ein Dienstleistungsangebot der Bundesbank dar, das komplementär zum Dienstleistungsangebot privater und öffentlicher Banken die Aufgabenerfüllung der öffentlichen Hand unterstützt und absichert.

■ Einleitung

Guthaben der öffentlichen Hand zunehmend zur Bundesbank verlagert

Im Rahmen des Kassenmanagements der öffentlichen Verwaltungen spielen kurzfristig verfügbare Guthaben eine wichtige Rolle. Sie ermöglichen den öffentlichen Stellen, Schwankungen bei Einnahmen und Ausgaben auszugleichen und bei Bedarf auch kurzfristig Zahlungen in signifikanter Höhe vorzunehmen. In den letzten Jahren verlagerte die öffentliche Hand in Deutschland zunehmend liquide Mittel von verzinslichen Konten bei Geschäftsbanken oder aus anderweitigen Geldmarktanlagen auf Konten bei der Bundesbank.¹⁾

Rolle der Bundesbank als Fiskalagent

Im Rahmen ihres gesetzlichen Auftrags bietet die Bundesbank der öffentlichen Hand als Bank des Staates verschiedene Dienstleistungen an. Diese Tätigkeit als Fiskalagent umfasst insbesondere auch die Kontoführung und Abwicklung des Zahlungsverkehrs.²⁾ Ein Konto bei der Bundesbank können somit nicht nur Geschäftsbanken³⁾ erhalten, sondern auch öffentliche Verwaltungen und in privater oder öffentlicher Rechtsform betriebene Einrichtungen,⁴⁾ die Aufgaben öffentlicher Verwaltungen wahrnehmen oder Zahlungen für öffentliche Verwaltungen abwickeln. Kontosalde der öffentlichen Hand bei der Zentralbank müssen am Tagesende stets mindestens ausgeglichen sein.⁵⁾

Einlagen öffentlicher Haushalte bei den Zentralbanken des Eurosystems ohne geldpolitische Funktion

Neben geldpolitischen Erwägungen und marktwirtschaftlichen Grundsätzen legt auch das Verbot monetärer Staatsfinanzierung (Art. 123 AEUV) nahe, Einlagen der öffentlichen Hand bei der Zentralbank nicht höher zu verzinsen als die vergleichbaren Marktkonditionen.⁶⁾ Vergleichbare Marktzinssätze sind deshalb ein wichtiger Orientierungspunkt für die maximale Verzinsung der Guthaben der öffentlichen Hand bei den Zentralbanken des Eurosystems. Die Möglichkeit, Guthaben auf dem Zentralbankkonto zu halten, stellt für die öffentliche Hand grundsätzlich nur eine Ergänzung zum Angebot der Geschäftsbanken sowie zu anderweitigen Anlagen auf dem Geldmarkt dar. Die Einlagen der öffentlichen Haushalte bei der Notenbank erfüllen dabei keine geldpolitische Funktion: Die

Zinsmodalitäten der Konten der öffentlichen Hand sind grundsätzlich nicht Bestandteil der Geldmarktsteuerung im Rahmen der Implementierung der Geldpolitik des Eurosystems. Aus geldpolitischer Perspektive besteht somit kein Erfordernis, Einlagen der öffentlichen Hand mit Blick auf die Steuerung kurzfristiger Zinssätze positiv zu verzinsen.

Gleichzeitig soll die Fiskalagententätigkeit der nationalen Zentralbanken die Aufgabenerfüllung des Eurosystems im Bereich der Geldpolitik und die Zielerreichung mit Blick auf die Preisstabilität nicht einschränken. Vor diesem Hintergrund war das Eurosystem traditionell bestrebt, einer übermäßigen Zunahme und unnötigen Schwankungen der Einlagen öffentlicher Haushalte entgegenzuwirken.⁷⁾ Dies erleichtert das Liquiditätsmanagement des Eurosystems und damit die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik. Vor diesem Hintergrund sah das Eurosystem unter Anreizgesichtspunkten im Grundsatz von einer positiven Verzinsung solcher Guthaben ab. Die Einlagen der öffentlichen Hand bei den Zentralbanken des Eurosystems spiegelten daher bis zur Einführung negativer Leitzinssätze insbesondere den Bedarf an Zentralbankguthaben im Rahmen des öffentlichen Kassenmanagements inklusive des Zahlungsverkehrs wider.

Tätigkeit der Zentralbanken als Fiskalagent muss geldpolitischen Erfordernissen Rechnung tragen

¹ Die spezifischen Entwicklungen in anderen Mitgliedstaaten des Euroraums stellten sich vielfach vergleichbar dar, stehen jedoch nicht im Zentrum des vorliegenden Beitrags.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016), Abschnitt 10.3 „Dienstleistungen für die öffentliche Hand“.

³ Vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2022a).

⁴ Dies umfasst bspw. Sozialversicherungsträger und andere Körperschaften des öffentlichen Rechts.

⁵ Siehe: Allgemeine Geschäftsbedingungen der Bundesbank, Abschnitt IV sowie Gesetz über die Deutsche Bundesbank, § 20.

⁶ Hierbei wäre prinzipiell auch der Risikoaspekt einzubeziehen, denn Guthaben bei der Zentralbank sind vollständig ausfallsicher. Einlagen bei Geschäftsbanken können im Einzelfall mit Risiken behaftet sein, zumal Einlagen der öffentlichen Hand nicht durch die Einlagensicherung geschützt sind.

⁷ Als sog. „autonomer Faktor“ beeinflussen die Einlagen der öffentlichen Haushalte die Höhe der Zentralbankguthaben, die von den Banken gehalten werden: Eine Zunahme der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem bedingt in aller Regel eine Abnahme der Guthaben der Banken (und umgekehrt).

EZB-Beschlüsse zur Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte

EZB-Leitlinie regelt Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte

Seit Februar 2014 regelt die EZB-Leitlinie über Inlandsgeschäfte zur Verwaltung von Aktiva und Passiva durch die nationalen Zentralbanken⁸⁾ die Verzinsung der Guthaben der öffentlichen Hand. Dabei legte der EZB-Rat zunächst den Marktzins (für unbesicherte täglich fällige Einlagen) als absolute Obergrenze für die Verzinsung der (täglich fälligen) Einlagen der öffentlichen Hand bei den Zentralbanken des Eurosystems fest. Eine Verzinsung zum Marktzinssatz dürfen die nationalen Zentralbanken generell lediglich für vergleichsweise geringfügige Guthaben bis zu einem Schwellenwert von 0,04 % des Bruttoinlandsprodukts des jeweiligen Sitzmitgliedstaats (mindestens aber bis zu 200 Mio €) gewähren. Über diesen Schwellenwert hinaus gilt bei nicht negativem Zinssatz der Einlagefazilität (Einlagesatz) grundsätzlich eine Nullverzinsung. Mit dem Absenken des Einlagesatzes in den negativen Bereich im Juni 2014 bestimmte der EZB-Rat den Einlagesatz auch als Obergrenze für die Verzinsung der Einlagen der öffentlichen Haushalte (jenseits des Schwellenwerts) bei negativem Einlagesatz.⁹⁾

Vorübergehende Aufhebung der Obergrenze von 0 % zunächst befristet bis Ende April 2023, ...

Bei der Wiederanhebung des Einlagesatzes in den positiven Bereich im September 2022 ermöglichte der EZB-Rat erstmals die positive Verzinsung sämtlicher Guthaben der öffentlichen Hand bei den Zentralbanken des Eurosystems – wenn auch nur vorübergehend: Um die Wirksamkeit der geldpolitischen Transmission zu gewährleisten und das ordnungsgemäße Funktionieren der Märkte sicherzustellen, beschloss der EZB-Rat am 8. September 2022, die Obergrenze für die Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte von 0 % vorübergehend aufzuheben. Stattdessen bildet für den Zeitraum bis zum 30. April 2023 der Einlagesatz des Eurosystems oder die Euro Short-Term Rate (€STR) die Obergrenze für die Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte – je nachdem, welcher dieser Zinssätze niedriger ist.¹⁰⁾

Anknüpfungspunkt für die vorübergehende Aufhebung der Verzinsungsobergrenze im September 2022 war die Sorge, dass der unmittelbare Übergang zur Nullverzinsung zu abrupten Einlagenabflüssen in den Markt führen werde. Solche Einlagenabflüsse drohten, die sich in einigen Repomarkt-Segmenten¹¹⁾ im Euroraum abzeichnende Knappheit an Sicherheiten in geldpolitisch unerwünschter Weise zu verstärken.¹²⁾

Die zunächst bis zum 30. April 2023 befristete Übergangsregelung verband die EZB mit der Aufforderung an die öffentlichen Einleger, nach Alternativen zu Einlagen bei der Zentralbank zu suchen. Die befristete Anpassung der Verzinsung ändere nichts daran, dass langfristig eine stärkere Intermediation über die Märkte als wünschenswert erachtet werde.¹³⁾

Im Februar 2023 beschloss der EZB-Rat, die Obergrenze für die Verzinsung solcher Einlagen ab dem 1. Mai 2023 erneut anzupassen.¹⁴⁾ Ab dem 1. Mai 2023 bildet der Geldmarktzinssatz €STR abzüglich 20 Basispunkten die Obergrenze für die Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte. Diese Veränderungen spiegelten laut EZB den Umstand wider, dass sich die Lage am Repomarkt seit September 2022 zwar verbessert habe, der Markt aber weiterhin fragil sei. Es sei weiterhin wichtig, dass diese Einlagen sukzessive in den Markt zurückfließen. Die Änderungen der Verzinsungsregelungen böten den betroffenen Einlegern Anreize, ihre Guthaben beim

... um einen abrupten Einlagenabfluss in den Markt zu verhindern

Stärkere Intermediation über die Märkte gleichwohl wünschenswert

Ziel ist ein schrittweiser Abbau der Einlagen

⁸ Leitlinie EZB/2014/9, zuletzt ersetzt durch Neufassung EZB/2019/7.

⁹ Bestimmte Einlagen im Zusammenhang mit Anpassungsprogrammen (des Europäischen Stabilitätsmechanismus, des Internationalen Währungsfonds oder von Einrichtungen der EU) sind von der negativen Verzinsung ausgenommen.

¹⁰ Zur Anwendung bei der Bundesbank siehe Ausführungen auf S. 22.

¹¹ Auf dem Repomarkt werden mit Wertpapieren besicherte Geldmarktkredite gehandelt. Bei einem Repogeschäft verkauft der Kreditnehmer Wertpapiere für einen in der Regel fest vereinbarten Zeitraum und kauft diese anschließend zurück (Repurchase Agreement, Repo).

¹² Vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2022b).

¹³ Vgl.: Europäische Zentralbank (2022).

¹⁴ Mit diesem Beschluss änderte sich auch die Verzinsung von Einlagen, die im Rahmen der Währungsreservenverwaltung des Eurosystems (ERMS) gehalten werden.

Einlagen von öffentlichen Haushalten

Mrd €, Monatsdurchschnitte des Wochenausweises



Deutsche Bundesbank

Eurosystem schrittweise abzubauen. Erforderlichenfalls werde der EZB-Rat weitere Anpassungen der Verzinsungsregelungen vornehmen.¹⁵⁾

Damit galten und gelten für geldpolitische und nicht geldpolitische Geschäftspartner mit Zentralbankkonto teils unterschiedliche (Zins-)Konditionen, die unterschiedliche Anreize für deren jeweilige Geldmarktaktivität setzen und auch die Entwicklung der Guthaben der öffentlichen Hand bei der Zentralbank in den vergangenen Jahren prägten.

Entwicklung der Einlagen der öffentlichen Haushalte: Bundesbank und Eurosystem insgesamt

Bis 2015 zumeist keine nennenswerten Guthaben der öffentlichen Hand bei der Bundesbank

In den Anfangsjahren der Währungsunion hielten die öffentlichen Haushalte in Summe kaum nennenswerte Guthaben auf Konten bei der Bundesbank. Eine vorübergehende Ausnahme von dieser Regel bildeten erhöhte Guthaben im Nachgang der Finanzkrise des Jahres 2008.¹⁶⁾ Ab der zweiten Jahreshälfte 2015 nahmen die Guthaben der öffentlichen Hand bei der Bundesbank dann dauerhafter zu (siehe oben stehendes Schaubild).

Wesentlicher Treiber dieser Entwicklung war die zunehmende Attraktivität der Verzinsung von Guthaben auf dem Zentralbankkonto im Vergleich zu alternativen Anlagen auf dem Geldmarkt. Parallel mit der Leitzinsentscheidung des EZB-Rats vom Juni 2014 wurden Guthaben bei der Zentralbank mit dem (fortan negativen) Einlagesatz verzinst. Alternative Anlagen am besicherten Geldmarkt waren ab 2015 zunehmend nur noch zu Sätzen unterhalb des Einlagesatzes möglich (vgl. Schaubild auf S. 17), da die Überschussliquidität im Bankensystem unter anderem infolge der geldpolitischen Wertpapierankäufe des Eurosystems trendmäßig stark anstieg. Mit der absoluten Verschlechterung der Zinskonditionen im Negativzinsumfeld ging durch die geänderten Zinsmodalitäten eine relative Verbesserung einher: Im Vergleich zu den vorherrschenden Marktkonditionen wurde es für die öffentliche Hand finanziell zunehmend attraktiver, liquide Mittel auf Konten bei der Bundesbank zu halten.

Änderung der Zinskonditionen machte Zentralbankguthaben relativ attraktiver

Angesichts der gestiegenen Attraktivität der Zinskonditionen wuchsen die Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Bundesbank von nahe null¹⁷⁾ im Jahr 2014 auf durchschnittlich 57 Mrd € im Jahr 2019 an. Diese Entwicklung reflektiert wesentlich, dass einzelne Akteure in signifikantem Umfang liquide Mittel zur Zentralbank verlagerten. Der öffentliche Sektor in Deutschland unterhielt allerdings parallel dazu weiterhin in signifikantem Umfang Guthaben und Termineinlagen bei Geschäftsbanken. Diese nahmen gemäß aggregierter Bilanzstatistik des

Liquide Mittel der öffentlichen Hand zur Bundesbank verlagert

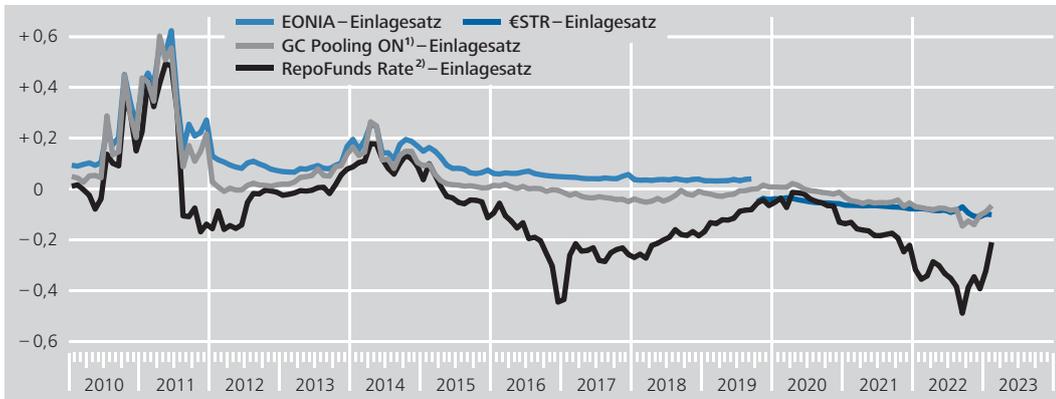
¹⁵ Vgl.: Europäische Zentralbank (2023).

¹⁶ Die Geschäftsberichte der Bundesbank für die Jahre 2008 und 2009 wiesen insoweit auf Einlagen des Finanzmarktstabilisierungsfonds als Sondervermögen des Bundes. Im Mai 2009 erreichten die Einlagen öffentlicher Haushalte kurzzeitig einen Höchststand von 36 Mrd €.

¹⁷ In 2014 betrug die Guthaben der öffentlichen Hand bei der Bundesbank im Schnitt 1 Mrd €.

Zinsabstand besicherter und unbesicherter Geldmarktsätze zum Einlagesatz

%-Punkte, Monatsdurchschnitte ohne Quartalsende



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. **1** Durchschnittszinssatz der auf Eurex GC Pooling im ECB-Basket abgeschlossenen Overnight-Geschäfte. **2** Deutsche RepoFunds Rate (auf BrokerTec oder MTS abgeschlossene Repogeschäfte mit deutschen Staatsanleihen als Sicherheit).

Deutsche Bundesbank

Eurosystems im selben Zeitraum von 196 Mrd € auf 247 Mrd € zu.¹⁸⁾

Im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie erfolgte dann ein weiterer rascher und umfangreicher Aufbau von Einlagen der öffentlichen Haushalte bei der Bundesbank, zeitweise auf bis zu 279 Mrd € im Laufe des Jahres 2020 (siehe auch die Ausführungen auf S. 18 ff.).

Eurosystemweit lagen die Einlagen der öffentlichen Haushalte bereits 2009, 2010 und 2012 im Durchschnitt bei über 100 Mrd € und erreichten 2009 bei 174 Mrd € einen vorübergehenden Hochpunkt. Infolge der veränderten Zinsmodalitäten mit Übergang zu negativen Leitzinssätzen und der trendmäßigen Zunahme der Überschussliquidität stiegen die Einlagen der öffentlichen Haushalte bei den Zentralbanken des Eurosystems von durchschnittlich 83 Mrd € in 2014 auf 258 Mrd € in 2019 an. Der Höchststand der Einlagen der öffentlichen Haushalte bei den Zentralbanken des Eurosystems wurde mit 810 Mrd € während der Corona-Pandemie im September 2020 erreicht.¹⁹⁾

Bis zum Juli 2022 verharrten die Guthaben der öffentlichen Hand bei der Bundesbank und im gesamten Eurosystem auf einem im historischen Vergleich beispiellos hohen Niveau. Mit der Aussicht auf einen wieder positiven Einlagesatz

und eine im Vergleich dazu wieder ungünstigere Verzinsung setzte ein rascher Abfluss beziehungsweise Abbau der Einlagen der öffentlichen Hand ein. Im Ergebnis lagen die Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Bundesbank bereits im ersten Quartal 2023 wieder deutlich unter 100 Mrd €. Im Eurosystem-Aggregat sanken die Guthaben der öffentlichen Hand parallel dazu unter 400 Mrd €.

Abbau der Einlagen ab der Jahresmitte 2022 unter dem Eindruck der sich abzeichnenden Normalisierung der Zinsbedingungen

Anlagebedingungen auf dem Geldmarkt für öffentliche Haushalte

Mitte 2022 setzte ein Abbau der Einlagen der öffentlichen Hand bei der Bundesbank ein. Der absehbare Übergang zu positiven Einlagezinsen führte zu einer relativen Verbesserung der Konditionen am Markt aus Anlegersicht und einer Erhöhung der Verfügbarkeit alternativer Anlagen für die öffentliche Hand. Alternative Anlagen stehen unter anderem in Form von be-

Verbesserung der Geldmarktbedingungen ermöglicht zusätzliche Geldmarktanlagen

¹⁸ Einlagen von dem öffentlichen Sektor zugeordneten Einheiten bei europäischen Banken stiegen gemäß der aggregierten Bilanzstatistik zwischen dem vierten Quartal 2014 und dem vierten Quartal 2019 von 196 Mrd € auf 247 Mrd €, gingen dann ab 2020 leicht zurück und stiegen im Verlauf des Jahres 2022 auf über 280 Mrd € an, vgl.: https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117. BSI.Q.U2.N.A.L20.A.1.DE.2100.Z01.E.

¹⁹ Vgl.: Konsolidierter Ausweis des Eurosystems (25. September 2020).

Zentralbankguthaben im gesamten Euroraum infolge des Negativzinsumfelds attraktiver

Die Liquiditätsposition der öffentlichen Haushalte am Beispiel des Bundes

In den Jahren 2014 bis 2019 kam der Bund ohne Netto-Neuverschuldung aus – die Kreditaufnahme diente lediglich der Anschlussfinanzierung fälliger Bundeswertpapiere. Auch in diesem Umfeld nahm der Bund zum Ausgleich seines Zentralbankkontos kurzfristige Kredite zur Kassenfinanzierung in Anspruch und tätigte Geldanlagen.¹⁾ Bei Kassenverstärkungskrediten überwog dabei laut dem Bundesministerium der Finanzen (BMF) zumeist die besicherte Kreditaufnahme, da diese zinsgünstiger war.²⁾

Am Ende der Jahre 2014 bis 2019 standen Geldanlagen in Höhe von etwa 30 Mrd € jeweils eine Inanspruchnahme von Kassenverstärkungskrediten von rund 20 Mrd € gegenüber. Der auch in monatlicher Frequenz verfügbare Saldo aus Kassenverstärkungskrediten und Geldanlagen bewegte sich somit im Bereich von 10 Mrd € (vgl. unten stehendes Schaubild), das heißt, die Geldanlagen übertrafen die Inanspruchnahme von Kassenverstärkungskrediten. Ein positiver Saldo bedeutet dabei, dass der Bund mindestens in diesem Umfang Anlagen am Geldmarkt tätigt oder Guthaben bei Geschäftsbanken oder der Zentralbank unter-

hält. Dabei liegt der Umfang der Geldanlagen bei positivem Saldo mindestens bei der Höhe des Saldos, üblicherweise jedoch deutlich darüber. Ausstehende Kassenverstärkungskredite vermindern den Saldo, fließen jedoch nicht immer in vollem Umfang ab.³⁾

Dabei ist zu beachten, dass vor 2015 kaum Geldanlagen in Form von Kontoguthaben bei der Bundesbank getätigt wurden. Vielmehr wurden liquide Mittel vom Bund unter anderem am besicherten Geldmarkt platziert.⁴⁾ Während sich in der Bilanz der Bundesbank zwischen 2015 und 2019 umfang-

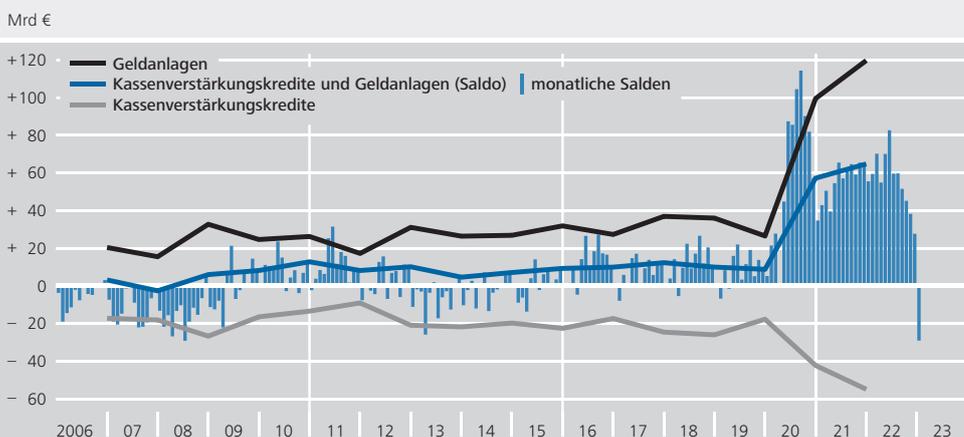
1 Grundsätzlich erfasst diese Position die gesamte Kassenhaltung des Bundes im Zusammenhang mit dem Schuldenmanagement. Dazu zählen sowohl Anlagen am Markt und Kontoguthaben bei Geschäftsbanken als auch Guthaben auf dem Bundesbankkonto.

2 Vgl. u. a.: Bundesministerium der Finanzen (2017), S. 45.

3 Sogar negative Salden am Jahresende gingen in den Jahren nach der Jahrtausendwende mit Geldanlagen in signifikantem Umfang einher.

4 Laut BMF werden „kurzfristige Geldanlagen [...] vorwiegend besichert über Wertpapierpensionsgeschäfte getätigt.“ (siehe: https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Standardartikel/Themen/Oeffentliche_Finanz/Schuldenmanagement/schuldenmanagement-des-bundes.html).

Kassenverstärkungskredite und Geldanlagen des Bundes

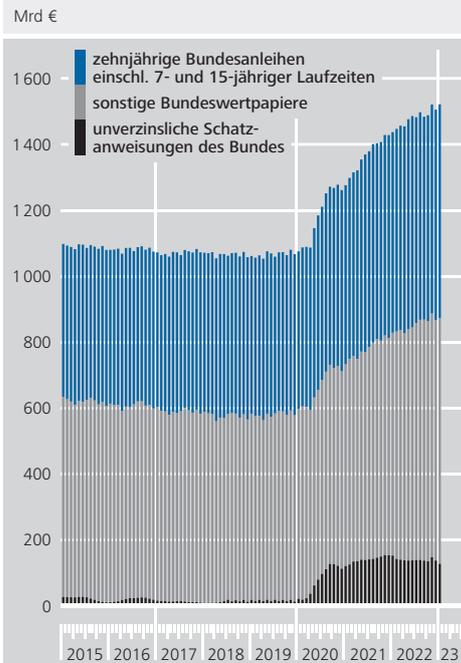


Quellen: Bundesministerium der Finanzen und Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH.
 Deutsche Bundesbank

reiche Einlagen der öffentlichen Hand aufbauten, scheinen die am Jahresende vom Bund ausgewiesenen Geldanlagen im Vergleich zur Periode unmittelbar vor dem Jahr 2015 weitgehend konstant. Vor diesem Hintergrund liegt die Schlussfolgerung nahe, dass der Anstieg der Einlagen der öffentlichen Haushalte im Zeitraum von 2015 bis 2019 auch auf Verlagerungen von Guthaben aus dem Geldmarkt auf die Zentralbankbilanz zurückzuführen ist, da sich die Liquiditätsposition des Bundes in dieser Zeit nicht signifikant erhöht hat (vgl. Schaubild auf S. 18).

Um den wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie zu begegnen, stellte die öffentliche Hand ab dem Frühjahr 2020 umfangreiche fiskalische Stützungsmaßnahmen bereit. Über den genauen Zeitpunkt und die Höhe von Mittelabflüssen bestand dabei eine hohe Unsicherheit. Vor dem Hintergrund des stark erhöhten, aber unsicheren Finanzierungsbedarfs stieg der Bestand des Bundes an liquiden Mitteln, und der nach dem Haushaltsgesetz zulässige Umfang der Kassenverstärkungskredite wurde ausgeweitet.⁵⁾ Zudem stockte die Finanzagentur – ebenfalls abgedeckt durch eine Anpassung im Haushaltsgesetz – die Eigenbestände an Bundeswertpapieren auf. Diese einbehaltenen Wertpapiere ermöglichen der Finanzagentur eine flexiblere Marktplatzierung. Die Eigenbestände stehen auch für Wertpapier-Pensionsgeschäfte (Repos) mit Finanzierungsmotiv⁶⁾ oder die Wertpapierleihe (mit dem Motiv der Linderung von Knappheiten an den Wertpapiermärkten) zur Verfügung. Eine erhöhte Aktivität der Finanzagentur in der Wertpapierleihe spiegelt sich bei der Akzeptanz von Barsicherheiten in einem erhöhten Bestand an Kassenverstärkungskrediten und höheren kurzfristig verfügbaren Guthaben der Finanzagentur wider. Ein Großteil des zusätzlichen Mittelbedarfs wurde jedoch mit einer verstärkten Emission von Wertpapieren in allen Laufzeitbereichen gedeckt. Besonders stark erhöhte sich die Emissionstätigkeit des Bun-

Finanzierung des Bundeshaushaltes (einschl. Sondervermögen): Bundeswertpapiere



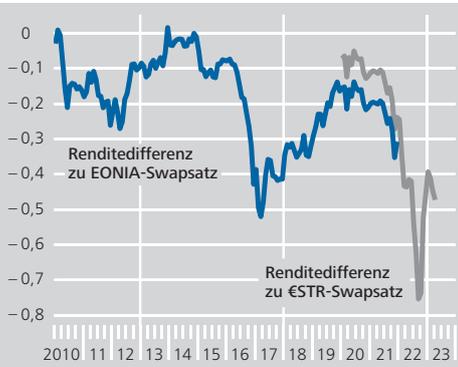
des bei Bundeswertpapieren mit Laufzeiten bis zu einem Jahr (sog. Unverzinsliche Schatzanweisungen oder Bubills, vgl. oben stehendes Schaubild).⁷⁾

Durch diese Maßnahmen wurde eine kurzfristige Liquiditätsreserve in erheblichem Umfang aufgebaut. Das zeigt sich zum einen an den Geldanlagen in den Ausweisen des BMF und zum anderen in deutlich erhöhten Kontoguthaben der öffentlichen Haushalte bei der Bundesbank. Bei einer Anlage zu Marktzinssätzen oder bei der Zentralbank waren mit dem Halten dieser Liquiditätsreserve Zinserträge für den Bund verbunden. Diese Erträge fielen dabei umso größer aus, je höher der Anteil der auf dem Zentralbankkonto gehaltenen Mittel war, da Geldmarktsätze wie die €STR in diesem Zeit-

⁵ Vgl.: Bundesministerium der Finanzen (2021).
⁶ Seit dem Jahr 2020 können Repogeschäfte auch zur Finanzierung des Haushalts über das Jahresende genutzt werden.
⁷ Vgl.: Bundesministerium der Finanzen (2022a).

Zweijähriger Bund-Asset-Swap-Spread⁸⁾

%-Punkte, Monatsdurchschnitte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. * Differenz zwischen dem zweijährigen EONIA/€STR-Swapsatz und der Rendite einer Anleihe des Bundes mit gleicher Restlaufzeit.

Deutsche Bundesbank

Wertpapiere im Eigenbestand des Bundes

Mrd €



Quelle: Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH.
 Deutsche Bundesbank

raum unterhalb des Einlagesatzes lagen.⁸⁾ Eine durch Bundesanleihen besicherte Geldaufnahme auf dem Repomarkt mit einer Laufzeit von einem Tag war dabei zu Sätzen deutlich unterhalb des bei einer Platzierung der aufgenommenen Geldbeträge auf dem Zentralbankkonto maßgeblichen Einlagesatzes möglich. Der Asset-Swap-Spread⁹⁾ von Bundesanleihen gegenüber der €STR, das heißt die vom Markt erwartete Renditedifferenz zwischen einer Geldaufnahme des Bundes und einer täglichen Anlage der aufgenommenen Mittel am Geldmarkt, war für kurz laufende Bundesanleihen zeitweise erheblich. Auch Anfang 2023 lag beispielsweise die Rendite zweijähriger Bundesanleihen deutlich niedriger als der zweijährige

€STR-Swapsatz abzüglich 20 Basispunkten. Unter solchen Umständen wäre die Mittelaufnahme am Kapitalmarkt bei Anlage der aufgenommenen Mittel sowohl zu Marktkonditionen als auch auf dem Zentralbankkonto für die Finanzagentur für sich genommen eine profitable Transaktion (vgl. oberes, nebenstehendes Schaubild).

Im Zuge der zunehmenden Verknappung von Bundesanleihen am Repomarkt weitete die Finanzagentur des Bundes zudem den Umfang ihrer Aktivitäten auf dem Repomarkt (inkl. Wertpapierleihe) seit 2020 erheblich aus. Die weitere Aufstockung der Eigenbestände im Oktober 2022 (vgl. unteres, nebenstehendes Schaubild) geschah vor dem Hintergrund eines „außerordentlichen Finanzierungsbedarfs im Rahmen des Maßnahmenpakets des Bundes zur Bewältigung der Energiekrise“ und erfolgte zur Verwendung auf dem Repomarkt. Der Fokus lag dabei auf Papieren, die „im aktuellen Marktumfeld besonders nachgefragt“ waren.¹⁰⁾ Ein Teil der liquiden Mittel des Bundes dürfte daher auf zur Deckung dieser Nachfrage und im Hinblick auf eine Vermeidung von übermäßigen Schwankungen bei den Reposätzen getätigte Repogeschäfte zurückzuführen sein, bei denen die Finanzagentur teils Geldmittel im Tausch gegen Bundeswertpapiere aufnimmt.

⁸ Bis zur Einstellung des Euro Overnight Index Average (EONIA) am 3. Januar 2022 war im Negativzinsumfeld der Einlagesatz für die Verzinsung der Zentralbankguthaben der öffentlichen Hand maßgeblich, vgl.: Leitlinie EZB/2019/7.

⁹ Der Asset-Swap-Spread ist die Differenz zwischen dem Zins-Swapsatz und der Rendite einer Anleihe mit gleicher Laufzeit. Ein Bund-Asset-Swap-Spread verbindet den Kauf einer festverzinslichen Bundesanleihe mit der Absicherung des Zinsrisikos über einen Zins-Swap und spiegelt neben der Nachfrage nach einer Zinsabsicherung auch die allgemeine Liquiditätssituation wider. Siehe auch: Deutsche Bundesbank (2022b).

¹⁰ Vgl.: Finanzagentur des Bundes (2022).

sicherten und unbesicherten Anlagen am Geldmarkt zur Verfügung. Dem öffentlichen Sektor²⁰⁾ zugeordnete Einheiten wie Bund, Länder und Kommunen, aber auch andere Körperschaften wie zum Beispiel Krankenversicherer hatten gemäß der deutschen Geldmarktstatistik vor der Pandemie einen Bestand von über 50 Mrd € an Guthaben in Form von unbesicherten Anlagen am Geldmarkt. Im Verlauf der Pandemie gingen diese leicht zurück und stiegen dann bis Anfang 2023 zeitweise auf über 100 Mrd € an.

Unbesicherte Anlagen teils zu Sätzen oberhalb der €STR-Swapkurve möglich

Zuletzt wurden knapp 20 Mrd € an täglich fälligen Guthaben von der öffentlichen Hand in Deutschland am unbesicherten Geldmarkt angelegt. Dabei wird bereits jetzt für den weit überwiegenden Teil der täglich fälligen Guthaben eine höhere Verzinsung als €STR – 20 Basispunkten erreicht – also Zinssätze oberhalb der ab Mai 2023 für Guthaben der öffentlichen Hand überwiegend relevanten Verzinsungsobergrenze. Die ausstehenden Anlagen mit längeren Laufzeiten wurden zumeist sogar zu einer Verzinsung oberhalb der €STR-Swapkurve des jeweiligen Handelstages abgeschlossen. Größere Akteure wie Bundesländer erzielen dabei tendenziell Anlagen zu deutlich höheren Sätzen als kleinere Akteure wie Kommunen. Bei den öffentlichen Haushalten besteht dabei oft eine Präferenz für Anlagen bei nahestehenden Institutionen wie Landesbanken oder Förderbanken.

Normalisierung der Bedingungen in besicherten Geldmarktsegmenten

Auch in verschiedenen besicherten Geldmarktsegmenten können wieder kurzfristige Anlagen zu Sätzen oberhalb von €STR – 20 Basispunkten getätigt werden. So wurden im GC-Pooling-Segment²¹⁾ zuletzt in Summe deutlich größere Beträge im Tagesgeldsegment angelegt als zuvor, und zwar zu Sätzen deutlich oberhalb der Verzinsungsobergrenze des Eurosystems für Guthaben der öffentlichen Hand (mit Ausnahme des Jahresultimos).²²⁾ Zudem waren zuletzt wieder längerfristige Anlagen in diesem Segment möglich, was ebenfalls auf ein aktiveres Marktgeschehen hindeutet.²³⁾ Auch mit Bundeswertpapieren besicherte Anlagen waren

seit Jahresbeginn wieder vermehrt vergleichsweise attraktiv verzinst. So entfiel im Februar und März gemäß der deutschen Geldmarktstatistik ein signifikanter Anteil der Handelsumsätze in diesem Segment auf Transaktionen, die zu Sätzen oberhalb von €STR – 20 Basispunkten abgeschlossen wurden.

Verzinsung der Einlagen der öffentlichen Haushalte im aktuellen Marktumfeld

Der EZB-Rat begründete die zunächst positive Verzinsungsobergrenze für die Einlagen der öffentlichen Haushalte mit der Sorge, dass im Fall einer Nullverzinsung ein Großteil dieser Einlagen abrupt abfließen und vor allem im besicherten Geldmarkt angelegt werden könnte. Ein abrupter Einlagenabfluss hätte dabei möglicherweise die sich abzeichnende Sicherheitenknappheit in einigen Segmenten des Repomarkts verstärken können, da die Anlage liquider Mittel am Repomarkt aus Sicht der öffentlichen Hand eine vergleichbar sichere Alternative zu Guthaben bei der Zentralbank darstellt. Dies hätte zu einem weiteren merklichen Absinken der Reposätze (gemessen am Leitzinsniveau) beitragen können. Weiterhin hätte dies potenziell in geldpolitisch nicht erwünschtem Maße auf weitere besicherte und unbesicherte Geld-

Übergangsverzinsung soll abruptes Absinken besicherter Sätze vermeiden

²⁰ Einheiten der Klassifizierung S. 13 gemäß Europäischem System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG).

²¹ Laut Eurex Clearing AG haben auch einzelne Akteure der öffentlichen Hand Zugang zum GC-Pooling-Segment. Eine Liste der Clearing-Teilnehmer mit Zugang zum GC-Pooling-Segment kann unter: <https://www.eurex.com/ex-en/markets/eurex-repo> abgerufen werden.

²² In der am 7. Februar beendeten Mindestreserveperiode waren die Tagesgeld-Volumina durchschnittlich bei 4,1 Mrd € im ECB Basket bzw. bei 3,9 Mrd € im ECB EXTended Basket, obwohl an Feiertagen und dem Jahresultimo deutlich niedrigere Umsätze zu verzeichnen waren, vgl.: Deutsche Bundesbank (2023a), S. 28. Darüber hinaus gab es auch im GC-Pooling Tomorrow-Next- und Spot-Next-Segment nennenswerte tägliche Umsätze.

²³ Zuletzt waren bspw. dauerhaft positive Index-Umsätze (gemessen in Mrd €) der STOXX GC Pooling Longer-Term Indices, die sowohl auf abgeschlossenen Geschäften als auch auf (bindenden) Handelsangeboten (sog. „Quotes“) basieren, für eine Laufzeit von einer Woche, einem Monat oder drei Monaten zu verzeichnen.

marktsegmente ausstrahlen können.²⁴⁾ Ein systematisches Zurückbleiben bestimmter besicherter Geldmarktsätze im Vergleich zum Leit-zinspfad hätte der im Herbst 2022 intendierten geldpolitischen Straffung zunächst entgegen-gewirkt. Die Anpassung der Verzinsungsober-grenze im September 2022 war somit aus Sicht des EZB-Rats notwendig, um die Wirksamkeit der geldpolitischen Transmission sicherzustellen. Diese Anpassung trug letztlich auch zu einer leichten Entspannung auf dem besicherten Geldmarkt bei, die sich im Verlauf des ers-ten Quartals 2023 fortsetzte.²⁵⁾

Nationale Zen-tralbanken legen Umsetzung der Verzinsungs-modalitäten fest

Unter Beachtung der vom EZB-Rat gesetzten Obergrenzen ist die Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte von den jeweiligen nationalen Zentralbanken beziehungsweise der EZB festzulegen. Bei ihren Entscheidungen müssen die nationalen Zentralbanken einerseits die Zielsetzungen der entsprechenden Beschlüsse des EZB-Rats berücksichtigen. Andererseits sollte die Verzinsung aber unter den bereits eingangs genannten Gesichtspunkten (u. a. Vereinbarkeit mit marktwirtschaftlichen Grundsätzen und dem Verbot monetärer Staatsfinanzierung) und im Hinblick auf die Verhältnismäßigkeit nur so hoch ausfallen, wie es zur Erreichung der jewei-ligen konkreten Zielsetzungen erforderlich ist. Im Zeitraum zwischen September 2022 und April 2023 verzinst die Bundesbank daher die Einlagen der öffentlichen Haushalte mit dem niedrigeren des Einlagesatzes abzüglich 20 Basispunkten und €STR. Damit lag die von der Bundesbank gewählte Verzinsung zumeist etwa 10 Basispunkte unterhalb der vom EZB-Rat be-schlossenen Verzinsungsobergrenze. Auch die bei der Bundesbank ab Mai 2023 gültige Ver-zinsung der Einlagen mit der vom EZB-Rat be-schlossenen Verzinsungsobergrenze, das heißt zu €STR – 20 Basispunkten,²⁶⁾ setzt angesichts der gegenwärtigen Marktbedingungen voraus-sichtlich die derzeit benötigten Anreize für eine fortgesetzte, aber geordnete Verlagerung von Einlagen in den Geldmarkt.

■ Fazit

Mittlerweile sind die Guthaben der öffentlichen Haushalte bei der Bundesbank im Vergleich zu den während der Corona-Pandemie erreichten Höchstständen wieder deutlich zurückgegan-gen. In gewissem Umfang stehen den Konto-inhabern wieder attraktive Anlagemöglich-keiten am Markt zur Verfügung. Die öffentliche Hand dürfte deshalb auch im zweiten Quartal angesichts der zunehmenden Zinsanreize liquide Mittel zu den Geschäftsbanken ver-lagern. Der Abbau der geldpolitischen Wert-papierbestände im Zuge der Normalisierung der Geldpolitik trägt dazu bei, das Risiko nachteiliger Auswirkungen dieser absehbaren und auch wünschenswerten Entwicklung auf die Geldmarktbedingungen einzugrenzen.

Geldmarktbedin-gungen ermög-lichen Bilanz-normalisierung

Im weiteren Verlauf ist aus Sicht der Bundes-bank eine Rückkehr zur grundsätzlichen Nullver-zinsung für die Einlagen öffentlicher Haushalte sinnvoll. Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass diese Einlagen keine geldpolitische Funk-tion erfüllen. Vielmehr stellt die Kontoführung für Akteure der öffentlichen Hand ein Dienst-leistungsangebot der Bundesbank dar, das komplementär zum Dienstleistungsangebot pri-vater und öffentlicher Banken die Aufgaben-erfüllung der öffentlichen Hand unterstützt und absichert.

Perspektivisch Rückkehr zur Nullverzinsung ins Auge fassen

24 Mögliche Mechanismen sind dabei sowohl Ausweichbewegungen in benachbarte (Collateral-)Segmente des besicherten Geldmarkts als auch die potenzielle Berücksichtigung von Transaktionen auf dem besicherten Geldmarkt für die Berechnung bestimmter Referenzzinssätze. Zudem hätte eine Nullverzinsung der Einlagen der öffentlichen Hand möglicherweise die Bereitstellung von Wertpapieren gegen Barsicherheit im Rahmen der Wertpapierleihe durch die Finanzagentur erschwert, sodass sich auch das Angebot bestimmter Wertpapiere auf dem Repomarkt verringert hätte.

25 So verminderte sich die Knappheitsprämie auf dem Repomarkt und es gab einen leichten Rückgang der Asset-Swap-Spreads, vgl. auch: Deutsche Bundesbank (2022b).

26 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023b).

■ Literaturverzeichnis

Bundesministerium der Finanzen (2022a), Gutachten des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen: Das Schuldenmanagement des Bundes, Monatsbericht, Februar 2022, S. 35–42.

Bundesministerium der Finanzen (2022b), Kreditaufnahmebericht des Bundes 2021, August 2022.

Bundesministerium der Finanzen (2021), Kreditaufnahme des Bundes in Zeiten der Corona-Krise, Monatsbericht, Februar 2021, S. 26–33.

Bundesministerium der Finanzen (2017), Bericht des Bundesministeriums der Finanzen über die Kreditaufnahme des Bundes im Jahr 2016, Juli 2017.

Deutsche Bundesbank (2023a), Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht, Februar 2023, S. 25–38.

Deutsche Bundesbank (2023b), Bundesbank passt die Verzinsung der Einlagen öffentlicher Haushalte an, Pressemitteilung vom 7. Februar 2023.

Deutsche Bundesbank (2022a), Langfristige Veränderungen im besicherten Geldmarkt, Monatsbericht, Januar 2022, S. 15–31.

Deutsche Bundesbank (2022b), Zur Marktverfassung von Bundeswertpapieren im Umfeld geldpolitischer Ankäufe und erhöhter Unsicherheit, Monatsbericht, Oktober 2022, S. 73–101.

Deutsche Bundesbank (2016), Die Deutsche Bundesbank – Notenbank für Deutschland, November 2016.

Europäische Zentralbank (2023), EZB passt Verzinsung bestimmter nicht geldpolitischer Einlagen ab 1. Mai 2023 an, Pressemitteilung vom 7. Februar 2023.

Europäische Zentralbank (2022), EZB hebt Obergrenze von 0 % für die Verzinsung von Einlagen öffentlicher Haushalte vorübergehend auf, Pressemitteilung vom 8. September 2022.

Finanzagentur des Bundes (2022), Finanzagentur des Bundes stockt Eigenbestand zum Handel im Repomarkt auf, Pressemitteilung Nr. 17 vom 19. Oktober 2022.