

# Unbekanntes Terrain: Anleihekäufe der Europäischen Zentralbank

Von Kerstin Bernoth, Philipp König, Carolin Raab und Marcel Fratzscher

Auf ihrer Ratssitzung im Januar beschloss die Europäische Zentralbank (EZB) ein umfassendes Ankaufprogramm für Anleihen, insbesondere Staatsanleihen. Die Käufe sollen dazu dienen, die Inflationsrate und die Inflationserwartungen wieder bei knapp unter zwei Prozent zu verankern. Angesichts der nur geringen Erfahrungen mit diesem unkonventionellen geldpolitischen Instrument wagt sich die EZB damit auf unbekanntes Terrain vor. Die Erwartungen der Märkte, dass die EZB zur Erfüllung ihres Mandats eine zusätzliche geldpolitische Lockerung durchführen würde, haben in den vergangenen Monaten die Zinskonvergenz gestützt und zu einer Abwertung des Euro beigetragen. Da das Zinsniveau im Euroraum nun bereits sehr niedrig ist, und darüber hinaus die schwache Preisentwicklung auch von Faktoren bestimmt wird, die geldpolitisch nur schwer zu beeinflussen sind, ist die weitere Wirkung des Anleihekaufprogramms ungewiss. Insbesondere hängt dessen Erfolg entscheidend von der Wirkung auf Konsum- und Investitionstätigkeit ab. Gleichzeitig birgt eine solche geldpolitische Maßnahme auch Risiken. So könnten die nationalen Zentralbanken durch die Anleihekäufer zu den größten Gläubigern der Staaten im Euroraum aufsteigen. Dies birgt im Euroraum die Gefahr fiskalischer Dominanz, bei der eine künftige Bekämpfung der Inflation durch fiskalische Erwägungen erschwert werden könnte. Ferner schwächen Anleihekäufe die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte, was sich unter Umständen ungünstig auf die Reformbereitschaft im Euroraum auswirken könnte.

Im Verlauf des vergangenen Jahres ist die Teuerungsrate im Euroraum kontinuierlich gesunken und hat sich damit noch weiter von der Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) von knapp unter zwei Prozent entfernt. Trotz einer Reihe konventioneller und unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen gelang es der EZB bislang nicht, die Inflationsrate zu stabilisieren und die Inflationserwartungen bei ihrem Inflationsziel verankert zu halten.<sup>1</sup>

Bei der Notenbankkonferenz in Jackson Hole im August 2014 wies EZB-Präsident Mario Draghi zum ersten Mal öffentlich auf die rückläufigen Inflationserwartungen hin und kündigte an, die EZB werde gegebenenfalls auch weitere unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen einsetzen, um die Inflationserwartungen wieder zu verankern. Seitdem bereitete die EZB in verschiedenen öffentlichen Stellungnahmen die Märkte allmählich auf die Einführung eines größeren Anleihekaufprogramms vor.

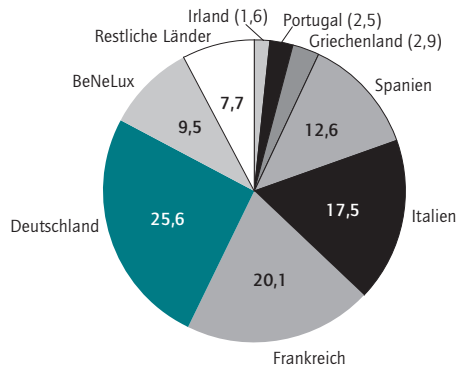
Im Januar 2015 beschloss die EZB dann ab März bis zur nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung, mindestens jedoch bis September 2016, Anleihen des privaten und staatlichen Sektors im Volumen von 60 Milliarden Euro pro Monat zu erwerben.<sup>2</sup> Für rund 7,2 Milliarden Euro (zwölf Prozent der gesamten Käufe) werden dabei Anleihen europäischer Institutionen und staatlicher Einrichtungen erworben, darunter zum Beispiel der Europäischen Investitionsbank, des Europäischen Stabilitätsmechanismus oder der Kreditanstalt für Wiederaufbau. Die verbleibenden 52,8 Milliarden Euro entfallen auf die im Herbst 2014 eingeführten Ankaufprogramme für vermögensbesicherte Wertpapiere (ABSPP) und Pfandbriefe (CBPP3), sowie

<sup>1</sup> Siehe Bernoth, K., Fratzscher, M., König, P., Rabe, K. (2014): Inflationserwartungen im Euroraum sind nicht mehr fest verankert – Neue Maßnahmen der EZB Geldpolitik. DIW Wochenbericht Nr. 37/2014, 856–868.

<sup>2</sup> Siehe Pressemitteilung der EZB vom 21. Januar 2015: ECB announces expanded asset purchase programme.

Abbildung 1

**Kapitalschlüssel der EZB**  
In Prozent



Quelle: Europäische Zentralbank.

© DIW Berlin 2015

Der größte Anteil der Anleihekäufe wird auf deutsche Anleihen entfallen. Der Kapitalanteil der Bundesbank beträgt 25 Prozent.

auf Käufe von Staatsanleihen der Euromitgliedsländer.<sup>3</sup> Letztere werden in Relation zum Kapitalschlüssel der EZB angekauft, so dass rund ein Viertel dieser Ankäufe Staatsanleihen der Bundesrepublik umfassen wird (Abbildung 1).

**Fallende Preise im Euroraum**

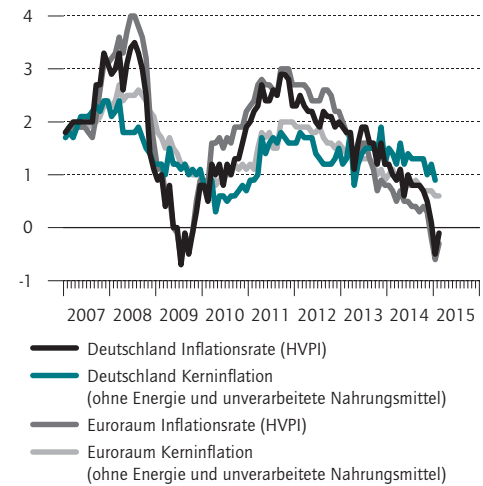
Die Preisentwicklung im Euroraum ist seit geraumer Zeit schwach. Im Dezember 2014 wurden erstmals seit dem Krisenjahr 2009 im Vorjahresvergleich fallende Preise verzeichnet, die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Inflationsrate lag bei -0,2 Prozent. Im Januar erreichte die Teuerungsrate mit -0,6 Prozent ihren tiefsten Stand seit der Einführung des Euro, stieg im Februar aber wieder leicht auf -0,3 Prozent an (Abbildung 2). Zwar ist diese Entwicklung teilweise durch stark rückläufige Energiepreise bedingt (Abbildung 3), doch auch die um Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel bereinigte Kerninflationsrate folgte weiter ihrem Abwärtstrend und lag im Januar mit 0,6 Prozent ebenfalls auf ihrem niedrigsten Stand.

Inflationsswaps deuten darauf hin, dass Finanzmarktteilnehmer mit einer weiterhin schwachen Preisentwicklung rechnen. Anfang Februar gingen die Marktteilnehmer davon aus, dass die Teuerungsra-

<sup>3</sup> Dabei wird die EZB nicht mehr als 33 Prozent sämtlicher Anleihen eines Emittenten aufkaufen. Da dieser Anteil bei griechischen Anleihen bereits erreicht ist, kann sie gegenwärtig keine griechischen Anleihen kaufen. Durch anstehende Rückzahlungen kann sich der von der EZB gehaltene Anteil griechischer Anleihen jedoch verringern, sodass sie frühestens ab Juli auch griechische Anleihen erwerben kann.

Abbildung 2

**Inflationsraten im Euroraum und in Deutschland**  
In Prozent



Quelle: Europäische Zentralbank.

© DIW Berlin 2015

Die Inflationsraten in Deutschland und im Euroraum liegen erstmals seit 2009 wieder unter null Prozent. Obwohl dafür unter anderem die niedrigen Energiepreise verantwortlich sind, liegen auch die Kerninflationen historisch niedrig.

te in einem Jahr bei -0,4 Prozent liegt, in drei beziehungsweise fünf Jahren bei rund 0,9 beziehungsweise 1,4 Prozent und erwarten demnach auch langfristig keine Rückkehr zu der von der EZB angestrebten Teuerungsrate (Abbildung 4). Etwas höher lagen die erwarteten Inflationsraten mit durchschnittlich 1,1 Prozent für 2016, 1,5 Prozent im von der EZB im Schlussquartal 2014 durchgeführten *Survey of Professional Forecasters*<sup>4</sup> für 2017 und 1,8 Prozent für 2019.

Der gewichtete Anteil der der Berechnung des HVPI zugrundeliegenden Preise (ohne Energiepreise) mit einer Inflationsrate unter null Prozent beträgt für den gesamten Euroraum aktuell rund 40 Prozent (Abbildung 5). Jedoch sind die einzelnen Länder der Währungsunion unterschiedlich stark von fallenden Preisen betroffen. In Deutschland sind nur rund 19 Prozent des Warenkorbts im deflationären Bereich. Dagegen ist der Anteil der Preise, die sich im deflationären Bereich befinden, in Spanien, Portugal, Irland und insbesondere in Griechenland deutlich erhöht.<sup>5</sup> Allein Italien weist trotz schwächelnder Konjunktur und vielfältigen strukturel-

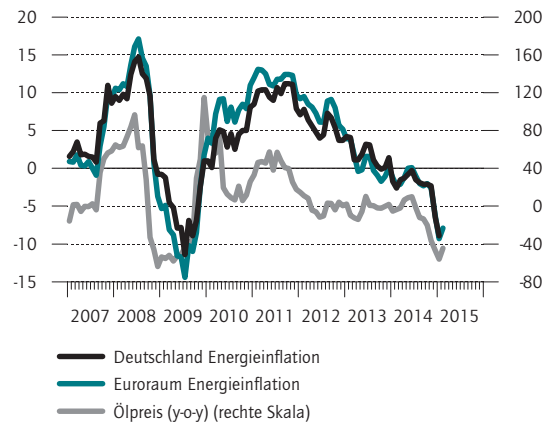
<sup>4</sup> Siehe EZB (2015): The ECB survey of professional forecasters – 1st quarter of 2015. Januar 2015.

<sup>5</sup> Deflationsrisiken werden ausführlich thematisiert in Bernoth, K., Fratzscher, M., König, P. (2013): Schwache Preisentwicklung und Deflationsgefahr im Euroraum: Grenzen der konventionellen Geldpolitik. DIW Wochenbericht Nr. 12/2014.

Abbildung 3

**Energiepreise in Deutschland und im Euroraum sowie Ölpreise**

Jährliche Änderungsraten in Prozent



Quellen: Europäische Zentralbank; Thomson Reuters.

© DIW Berlin 2015

Die rückläufige Energiepreisentwicklung wird maßgeblich durch den starken Ölpreisverfall getrieben.

len Problemen nur in relativ wenigen Warengruppen fallende Preise auf.

Um die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen einschätzen zu können, ist ein Verständnis der Ursachen des Preisverfalls entscheidend.

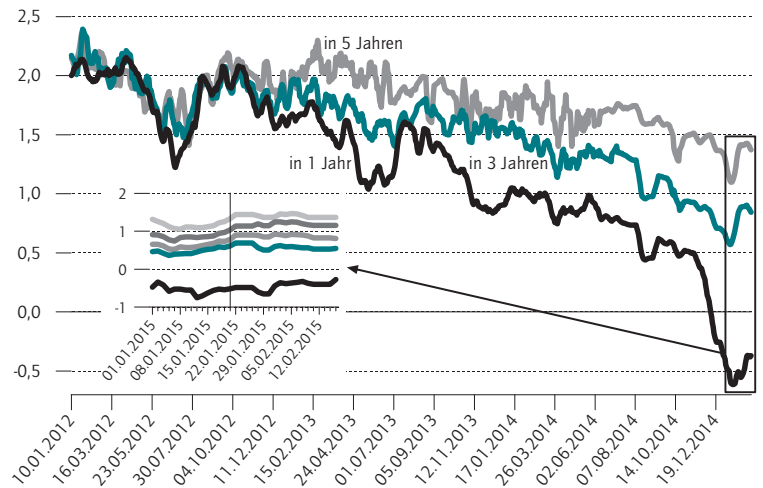
**Ursachen der schwachen Preisentwicklung: Ölpreis, interne Abwertung und Schuldenabbau**

Die schwache Preisentwicklung im Euroraum wird sowohl durch nachfrage- als auch angebotsseitige Faktoren beeinflusst. Durch die fallenden Öl- und Energiepreise sinken – da Öl beziehungsweise Mineralöl-erzeugnisse als Vorprodukte in der Herstellung anderer Güter eingesetzt werden – die Produktionskosten; dies wird von den Unternehmen in Form geringerer Güterpreise zumindest zum Teil an die Konsumenten weitergegeben. Dieser Effekt wirkt sich in den einzelnen Euroländern unterschiedlich stark auf das Preisniveau aus. Das Ausmaß hängt wesentlich von der Energieintensität der jeweiligen Volkswirtschaften beziehungsweise Branchen, der Dauer des Ölpreisverfalls, des Ausmaßes von Lohn- und Preisrigiditäten und der Entwicklung des Wechselkurses des Euro gegenüber dem US-Dollar ab.

Abbildung 4

**Inflationserwartungen**

In Prozent



Quelle: Thomson Reuters

© DIW Berlin 2015

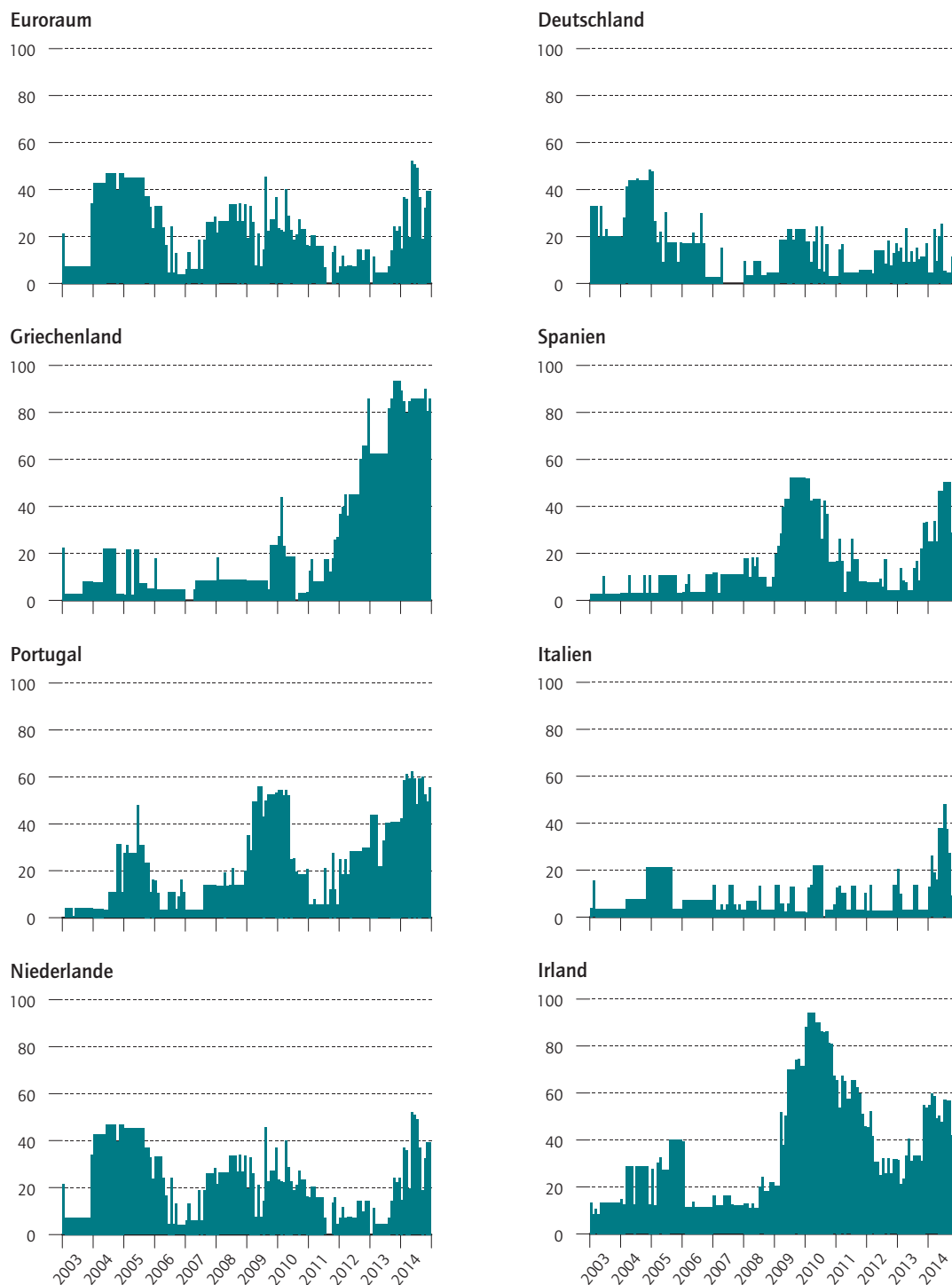
Seit Mitte Januar sind die Inflationserwartungen im Euroraum wieder gestiegen. Für die Inflation in fünf Jahren wird nun ein Wert von 1,4 Prozent prognostiziert.

Auch die notwendigen relativen Preisanpassungen innerhalb des Euroraums sind ein wesentlicher Auslöser der schwachen Preisentwicklung. Krisenländer wie Griechenland, Irland, Spanien und Portugal können ihre hohen Leistungsbilanzdefizite (beziehungsweise Nettoauslandsverbindlichkeiten) nicht mehr wie vor der Einführung der gemeinsamen Währung durch eine externe Abwertung, also eine Änderung ihres nominalen Wechselkurses, abbauen. Sie müssen die Senkung der Nettoauslandsverbindlichkeiten und die Wiederherstellung von preislicher Wettbewerbsfähigkeit durch eine sogenannte interne Abwertung erreichen, das heißt, eine relative Anpassung ihrer Preise. So müssen zum einen entweder die Produktionskosten sinken oder die Produktivität im Sektor handelbarer Güter steigen, damit die heimische Produktion an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland gewinnt. Zum anderen müssen handelbare im Vergleich zu nicht-handelbaren Gütern und Dienstleistungen profitabler werden, um die relative Bedeutung der Exportwirtschaft zu stärken. Diese Anpassung findet in den Krisenländern zwar bereits statt, die bisherigen realen Abwertungen dürften für die Herstellung der Wettbewerbsfähigkeit aber noch nicht ausreichend sein (Abbildung 6). Ferner dürfen bereits zu beobachtende Produktivitätsanstiege nicht darüber hinwegtäuschen, dass diese zu großen Teilen durch eine starke Zunahme der Arbeitslosigkeit, insbesondere in Spanien und Griechenland, erklärt

Abbildung 5

**Anteil rückläufiger Preise (ohne Energie)**

Gewichteter Anteil der der Berechnung des HVPI zugrundeliegenden Preise mit einer Inflationsrate unter null in Prozent.



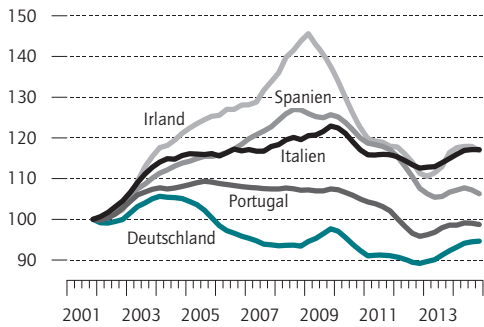
Quellen: Europäische Zentralbank; Berechnungen des DIW Berlin.

Rückläufige Preise sind vor allem in den Krisenländern nach wie vor ein großes Problem.

Abbildung 6

**Realer effektiver Wechselkurs**

Index 2001=100, auf Lohnstückkosten basierend



Quelle: Thomson Reuters.

© DIW Berlin 2015

Die reale Abwertung schreitet in den Krisenländern voran, dürfte aber noch nicht ausreichend sein.

werden. Diese Produktivitätszuwächse gehen mit Kaufkraftverlusten und einer Schwächung der Binnennachfrage einher; die entstehende Arbeitslosigkeit ist mit hohen gesellschaftlichen Kosten verbunden. Der sich daraus ergebende negative Preisdruck und der Rückgang der Importnachfrage helfen zwar bei der makroökonomischen Anpassung<sup>6</sup>, schlagen sich aber bislang noch nicht in einer ausreichenden Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit nieder. Die Marktanteile der Krisenländer sind, sowohl weltweit als auch innerhalb des Euroraums, kaum gestiegen (Abbildung 7 und 8). Darüber hinaus verläuft die notwendige Ressourcenreallokation vom nicht handelbaren Sektor in die Sektoren handelbarer Güter schleppend. Somit dürften der makroökonomische Anpassungsprozess und der sich daraus ergebende Preisdruck in den Krisenländern noch andauern.

Die allgemein schwache Preisentwicklung im gesamten Euroraum erschwert die notwendigen Anpassungen in den Krisenländern. Je niedriger die Teuerungsrate ihrer Handelspartner und Wettbewerber ausfällt, umso geringer muss sie in den Krisenländern sein, um die benötigte reale Abwertung zu erzeugen. Gleichzeitig verschärft eine deflatorische Entwicklung den dort bestehenden realen Schuldenüberhang und verlangsamt auf diese Weise die gesamtwirtschaftliche Erholung. Hinzu kommt, dass die zur Überwindung der Krise vielfach implementierten Strukturreformen im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld bei einer Kapazitätsunter-

<sup>6</sup> Siehe Shambaugh, J. (2012): The Euro's Three Crises. Brooking Papers on Economic Activity, Frühjahr 2012, 157-231.

Abbildung 7

**Veränderung der Exportmarktanteile**

In Prozentpunkten



Quelle: Thomson Reuters.

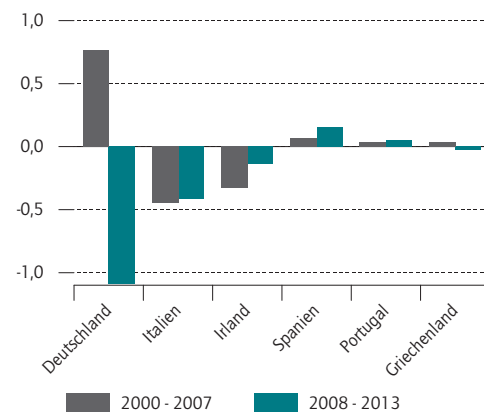
© DIW Berlin 2015

Der Anteil am weltweiten Export ist sowohl in den Krisenländern als auch in Deutschland in den letzten Jahren gesunken.

Abbildung 8

**Veränderung der Exportanteile in den Euroraum**

In Prozentpunkten



Quelle: Thomson Reuters.

© DIW Berlin 2015

Der Anteil von Portugal und Spanien am weltweiten Export in den Euroraum ist zuletzt leicht gestiegen, während der deutsche Anteil dagegen deutlich gesunken ist.

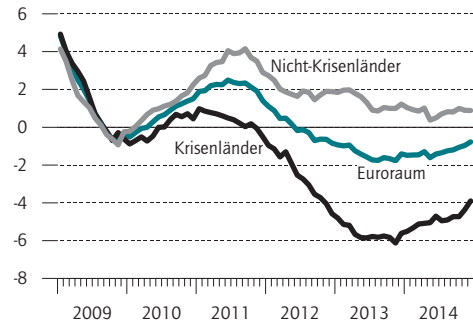
auslastung ebenfalls deflatorische Effekte erzeugen, jedoch kaum Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität und die Nachfrage haben dürften.

Auch der noch anhaltende Abbau des Schuldenüberhangs im privaten, aber auch im öffentlichen Sektor trägt zu der schwachen Preisentwicklung in den Krisen-

Abbildung 9

**Kredite an den nicht finanziellen privaten Sektor, Neugeschäft**

Jährliche Wachstumsrate in Prozent



Quelle: Europäische Zentralbank.

© DIW Berlin 2015

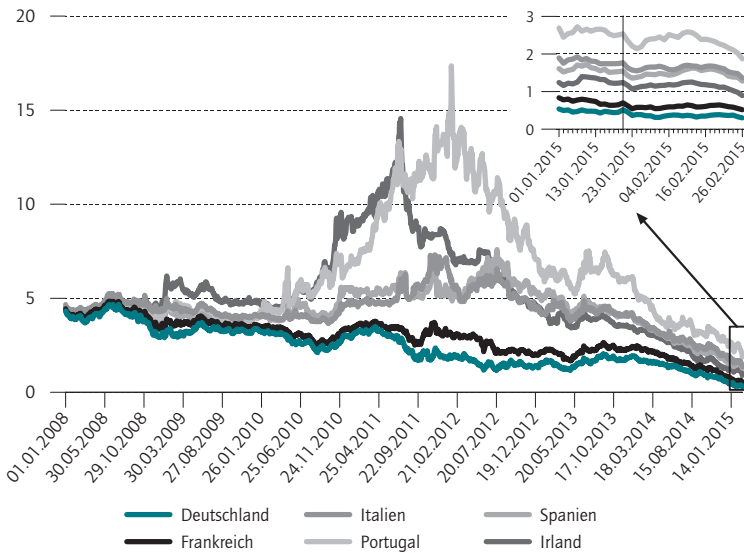
Die Kreditvergabe in den Krisenländern nimmt immer noch ab, obwohl die Schrumpfung am aktuellen Rand etwas zurückgeht.

Vorrang vor neuen investiven Ausgaben hat. Unter anderem zeigt sich dies an der anhaltend schrumpfenden Kreditvergabe. Seit dem Jahr 2012 gehen die Ausleihungen an den privaten Sektor in den Krisenländern zurück, durchschnittlich mit einer Rate von rund 4,3 Prozent. Am aktuellen Rand zeichnet sich jedoch, trotz aktuell weiter schrumpfender Kreditvergabe, eine Verlangsamung dieses Prozesses ab (Abbildung 9). Zudem berichten europäische Banken im aktuellen von der EZB durchgeführten „Bank Lending Survey“ (BLS) von einem leichten Anstieg der Kreditnachfrage durch Unternehmen und Haushalte im 4. Quartal 2014 und die befragten Institute gaben darüberhinaus an, dass sich auch ihre eigenen Refinanzierungsbedingungen in den vergangenen Monaten deutlich entspannt hätten.<sup>7</sup> Trotz allem ist der Bilanzbereinigungsprozess in den Krisenländern keineswegs abgeschlossen und wird auch in Zukunft weiterhin preisdämpfend wirken.

Abbildung 10

**Umlaufrendite 10-jähriger Staatsanleihen**

In Prozent



Quelle: Thomson Reuters.

© DIW Berlin 2015

Seit September 2013 fallen die Zinsen auf Staatsanleihen der Krisenländer deutlich und konvergieren gegen das Zinsniveau in Deutschland. Am Tag der Ankündigung des Anleihenkaufprogramms durch die EZB gingen die Zinsen leicht zurück.

Auch der durch die fiskalische Konsolidierung entstehende Nachfragerückgang trägt zum Preisverfall bei. So notwendig und sinnvoll die Wiederherstellung nachhaltiger Staatsfinanzen und die Rückführung der Staatsverschuldung unter dem gegenwärtigen institutionellen Arrangement des Währungsraums auch ist, so führt doch das Fehlen fiskalischer Flexibilität und übernationaler Transfermechanismen dazu, dass die Anpassungen mit erheblichen ökonomischen Verwerfungen einhergehen, die großenteils von den Krisenländern alleine getragen werden.<sup>8</sup>

Somit lässt sich einerseits festhalten, dass die schwache Preisentwicklung zu nicht unwesentlichen Teilen von Faktoren bestimmt wird, die von einer einheitlichen Geldpolitik nur schwer zu beeinflussen sind. Andererseits besteht aber angesichts der deutlichen Verfehlung des Inflationsziels unter rückläufigen Inflationserwartungen ein erheblicher Handlungsdruck auf Seiten der Notenbank, was wohl schließlich den Ausschlag zur Einführung eines Anleihekaufprogramms gegeben haben dürfte.

Da bisher nur wenige Zentralbanken Gebrauch von großangelegten Wertpapierkaufprogrammen gemacht haben, ist die empirische Evidenz hinsichtlich der Effektivität solcher Käufe begrenzt. Empirische Studien deuten jedoch darauf hin, dass sich Ankäufe tatsächlich zinsenkend im anvisierten Wertpapiersegment auswirken.

ländern bei. Noch immer ist der Anteil ausfallgefährdeter Kredite in den Bankbilanzen sehr hoch, und es gibt deutliche Anzeichen, dass bei Haushalten und Unternehmen der Abbau des Schuldenüberhangs weiterhin

<sup>7</sup> Siehe EZB (2015): The euro area bank lending survey - 4th quarter 2014. Januar 2015.

<sup>8</sup> Siehe Cour-Thiman, P., Winkler, B. (2012): The ECB's non-standard monetary policy measures: the role of institutional factors and financial structure. Oxford Review of Economic Policy, 28(4), 765-803.

## Empirische Evidenz der Effektivität von QE in den USA und UK

Studien, die die Auswirkungen der Anleihekaufprogramme in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich zwischen 2009 und 2012 untersuchen,<sup>9</sup> bestätigen, dass unmittelbar nach der Ankündigung beziehungsweise direkt zu Beginn der Ankäufe die (langfristigen) Zinsen signifikant und kräftig zurückgehen. Schätzungen zeigen jedoch, dass sich die anfänglichen Zinsrückgänge nach einigen Monaten wieder abschwächen. Aufgrund der generellen Zinsvolatilität sind diese Effekte aber bereits nach einiger Zeit nur noch schwer identifizierbar.

Des Weiteren waren die Zinseffekte in beiden Ländern vor allem beim jeweils ersten Anleiheaufkaufprogramm sehr ausgeprägt. Bei den späteren Programmen war das Ausmaß der Zinssenkung wesentlich geringer, bzw. laut einigen Studien statistisch sogar nicht mehr signifikant. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, dass quantitative Lockerungen weitgehend über den Signalkanal wirken (Kasten). Nicht die Zahl der Ankaufprogramme oder ihr Volumen sind dabei entscheidend, sondern primär das Signal der Notenbank, dass sie bereit ist, auch in der Zukunft mit allen Mitteln ihr Inflationsziel zu verteidigen. Zudem wurden die späteren Programme zu Zeiten durchgeführt, als das Zinsniveau auf den Anleihemärkten bereits sehr niedrig war. Die Substituierbarkeit zwischen Anleihen und Zentralbankgeld dürfte entsprechend hoch gewesen sein, so dass weitere Zinssenkungen ohnehin nicht mehr in großem Umfang möglich waren.

Ferner hat eine Reihe von Studien untersucht, inwiefern die durch die Federal Reserve Bank (FED) und die Bank of England (BOE) durchgeführten Käufe von Staatsanleihen Einfluss auf andere Anlageklassen, wie zum Beispiel Unternehmensanleihen oder Wechselkurse, hatten. Tendenziell zeigt sich dabei, dass Zinsen auf Unternehmensanleihen durch solche Ankäufe gesenkt werden können, so dass sich dadurch die Finanzierungssituation von Unternehmen verbessert. Dagegen war die Wirkung auf den Wechselkurs wohl eher moderat. Auch die Wirkungen der Anleihekäufe auf Inflation und gesamtwirtschaftliche Produktion sind nur schwer messbar. Zwar zeigen eine Reihe von Studien, dass beide Größen durchaus mit Hilfe von Anleihekäufen stimuliert werden können.<sup>10</sup> Je-

doch sind die zum Zwecke dieser Analysen gemachten Annahmen über etwaige Zinseffekte zuweilen wenig plausibel. Daher dürfte eine Übertragung dieser Ergebnisse auf andere Länder beziehungsweise Zeitpunkte nur eingeschränkt möglich sein.

## Was ist von QE im Euroraum zu erwarten?

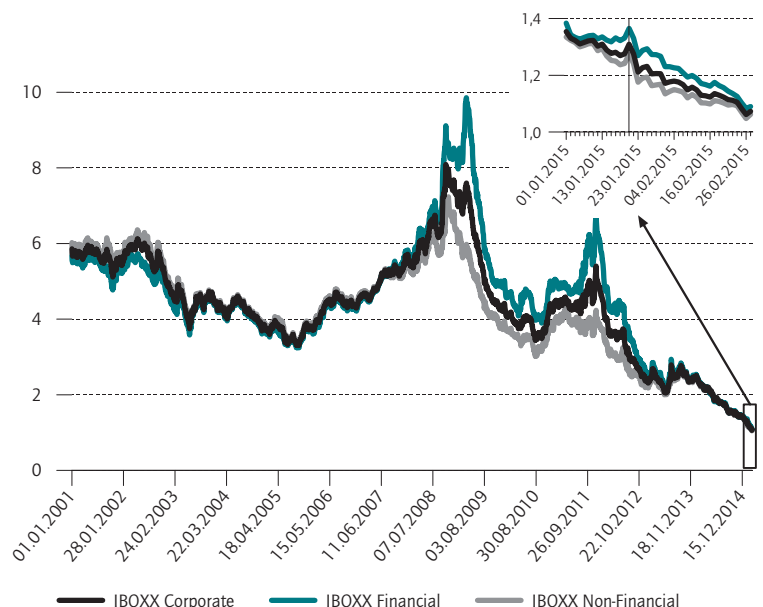
Da die empirischen Ergebnisse zur Wirksamkeit bisheriger Ankaufprogramme insgesamt keine eindeutigen Schlüsse zulassen, ist es schwierig einzuschätzen, inwieweit das von der EZB eingeführte Kaufprogramm die Wirtschaft im Euroraum stärken und die Inflationsentwicklung positiv beeinflussen kann.

Das derzeitige Zinsniveau im Euroraum, insbesondere die Abstände der Zinsen der Krisenländer gegenüber deutschen Anleihen, befinden sich gegenwärtig auf einem sehr niedrigen Niveau. Die bereits seit September 2013 zu beobachtende Zinskonvergenz im Euroraum dürfte in den vergangenen Monaten durch die Erwartung der Einführung eines Anleihekaufprogramms etwas gestützt worden sein (Abbildung 10). Deutlicher war dagegen der Effekt auf die Inflationserwartungen, die bereits in der Woche vor Ankündigung, möglicherweise in Erwartung des Programms, anzogen und dann

Abbildung 11

## Rentenmarktindizes

In Prozent



Quelle: Thomson Reuters.

© DIW Berlin 2015

Zinsen für Unternehmensanleihen, sowohl im finanziellen als auch im nicht finanziellen Sektor, konvergieren sehr schnell und befinden sich mittlerweile wieder deutlich unter Vorkrisenniveau.

<sup>9</sup> Martin und Milas (2012) fassen eine Vielzahl von empirischen Studien über die Effektivität der Quantitativen Lockerungen der Fed und der Bank of England zusammen.

<sup>10</sup> So zum Beispiel Baumeister, C., Benati, L. (2010): Unconventional monetary policy and the great recession. ECB Working Paper No 1258; Chung, H. et al. (2011): Have we underestimated the likelihood and severity of zero lower bound events? Federal Reserve Bank of San Francisco, WP No 2011-01; Peersman, G. (2011): Macroeconomic effects of unconventional monetary policy in the euro area. CESifo Working Paper No 3589; Lenza, R. et al. (2011): Monetary policy in exceptional times. Economic Policy, 25, 295-339.

Kasten

### Geldpolitik an der Null-Zins-Schranke: Können Anleihekäufe helfen?

Dem Beispiel anderer Zentralbanken wie der Bank of England (BOE) oder der amerikanischen Federal Reserve (FED) folgend, hat die EZB angesichts des geringen Zinsspielraums im Januar weitere unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen beschlossen. Ziel einer solchen quantitativen Lockerung (Quantitative Easing) ist, stimulierend auf das Wirtschaftswachstum und damit die Inflationsentwicklung zu wirken. Dabei können theoretisch eine Reihe verschiedener Wirkungskanäle solcher Wertpapieraufkäufe unterschieden werden.<sup>1</sup>

#### Portfoliumschichtungskanal

Indem eine Zentralbank eine bestimmte Art von Wertpapieren in größerem Umfang aufkauft, reduziert sie deren Angebot auf dem Finanzmarkt und erhöht die umlaufende Geldmenge. Unter bestimmten Voraussetzungen sollte eine solche Transaktion die Preise im betreffenden Wertpapiersegment erhöhen beziehungsweise die Verzinsung dieser Papiere senken. In Folge der niedrigeren Verzinsung dieser Anlagen und der gestiegenen Geldmenge werden Investoren versuchen, ihre Portfolios umzuschichten, und vermehrt alternative Anlageformen mit höherer Rentabilität nachfragen. So steigt auch die Nachfrage nach Wertpapieren, die enge Substitute für die von der Notenbank aufgekauften Anleihen darstellen, wodurch auch deren Preis steigt bzw. ihre Verzinsung sinkt. Im Idealfall wirkt sich dieser Prozess auf eine Vielzahl von Wertpapierklassen aus; die dadurch auf breiter Front fallenden Zinsen stimulieren den privaten Konsum und die Investitionstätigkeit. Der folgende Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führt schließlich zu einem steigenden gesamtwirtschaftlichen Preisniveau.

Die Wirksamkeit des Portfoliumschichtungskanals hängt davon ab, welche Wertpapiere die Notenbank aufkauft. Zum einen sollten die angekauften Wertpapiere kein enges Substitut zu Zentralbankgeld darstellen. Insbesondere bei sehr niedrigen Zinsen wird ein Anleger bereit sein, sein Vermögen in Form von Bargeld bzw. Einlagen bei der Zentralbank zu halten. Folglich dürfte die quantitative Lockerung bei einem sehr niedrigen Zinsniveau nur einen Austausch von Anleihen gegen Geld induzieren, aber kaum Preis- und Zinseffekte in dem betreffenden Wertpapiersegment bewirken.

Zum anderen sollte die Zentralbank Anleihen aufkaufen, die eine hohe Substituierbarkeit gegenüber solchen Wertpapieren aufweisen, die für die Investitions- und Kreditfinanzierung

von Haushalten und Unternehmen bedeutsam sind. Auf diese Weise wird die Durchleitung etwaiger Zinssenkungen an die Realwirtschaft verbessert.

#### Signal- und Ankündigungskanal

Ferner spielt die mit der Einführung eines Anleihekaufprogramms verbundene Signalwirkung eine wichtige Rolle im Transmissionsprozess. Durch die Ankündigung und die explizite Begründung der Einführung eines Ankaufprogramms verhilft die Zentralbank den Marktteilnehmern zu einem besseren Verständnis ihrer Einschätzung der geld- und wirtschaftspolitischen Lage. Die Zentralbank verdeutlicht dadurch, über einen längeren Zeitraum einen expansiven geldpolitischen Kurs weiterführen zu wollen. Entsprechend sollten Marktteilnehmer ihre kurzfristigen Zinserwartungen nach unten korrigieren. Dies senkt das langfristige Zinsniveau, wertet die Währung ab und regt auf diese Weise Investitions- und Konsumnachfrage an. Gleichzeitig setzt die Zentralbank dadurch ein Zeichen, dass sie mit allen Mitteln gegen deflationäre Tendenzen vorgeht, was theoretisch zu steigenden Inflationserwartungen führen sollte.

#### Fiskalischer Kanal

Umfassen die Wertpapieraufkäufe der Zentralbank vor allem Staatsanleihen, wird durch die Käufe die staatliche Budgetrestriktion gelockert. Werden Staatsanleihen auf unbegrenzte Zeit gekauft bzw. auslaufende Papiere durch neue Ankäufe in entsprechender Höhe ersetzt, kommt dies in seiner Wirkung einer Monetarisierung<sup>2</sup> der Staatschulden gleich. De facto verringert sich die öffentliche Verschuldung dabei in Höhe der Anleihekäufe. Sind die Käufe dagegen nicht dauerhaft, so verringert sich die Neuverschuldung um die mit den angekauften Anleihen verbundene Zinslast. Der Staat schüttet Zinszahlungen statt an private Halter der Anleihen nun an die Zentralbank aus. Die Zentralbank wiederum schüttet ihre Gewinne, die dann ebenfalls Zinserträge aus Anleihen enthalten, an den Staat aus. Dadurch wird die öffentliche Budgetrestriktion gelockert, was den Spielraum für finanzpolitische Maßnahmen erweitert, ohne dass dadurch der öffentliche Schuldenstand erhöht wird.

<sup>1</sup> Tobin, J. (1969): A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29; Meltzer, A. H. (1973): Mr. Hicks and the 'Monetarists'. *Economica* 60(157), 44–59; Buiter, W. H. (2014): The Simple Analytics of Helicopter Money: Why it Works – Always. *Economics*, Vol. 8, August 2014.

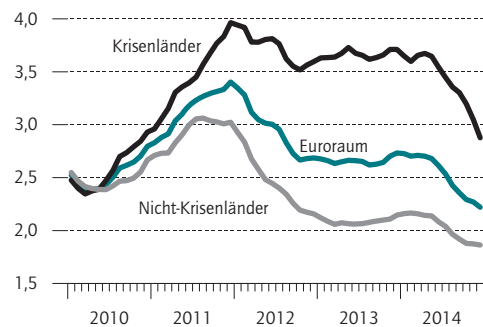
<sup>2</sup> Formal muss im Euroraum unterschieden werden zwischen dem ökonomischen Effekt einer solchen Monetarisierung von Staatsschulden und dem *monetary financing*, das gegen Art. 123, AEUV verstoßen würde. Art. 123 verbietet es den Zentralbanken lediglich, Staatsschuldentitel auf dem sogenannten primären Markt, also direkt von den Regierungen, zu erwerben. Ankäufe auf dem Sekundärmarkt sind mithin erlaubt. Allerdings dürfen die Sekundärmarktkäufe auch keine Umgehung des Art. 123 darstellen.



Abbildung 12

### Kreditzinsen (Neugeschäft) für nicht finanzielle Unternehmen

In Prozent, volumengewichteter gleitender 3-Monatsdurchschnitt



Quelle: Europäische Zentralbank.

© DIW Berlin 2015

Die Kreditzinsen für nicht finanzielle Unternehmen nähern sich in Krisen- und nicht Krisenländern bereits seit 2013 wieder.

am Tag der Ankündigung über verschiedene Laufzeiten erkennbar nach oben korrigiert wurden (Abbildung 4).

Während der Ankündigungskanal demnach offensichtlich funktionsfähig war, ist fraglich, welche Rolle der Portfolioumschichtungskanal bei der Transmission der Anleihekäufe im Euroraum spielt. Da das Zinsniveau im Euroraum bereits sehr stark zurückgegangen ist, dürften weitere Zinssenkungen nicht sehr stark ausfallen. Darüber hinaus ist ungewiss, ob etwaige geringfügige Zinssenkungen überhaupt spürbare realwirtschaftliche Wirkungen haben werden. Zum einen sind auch die Zinsen für Anleihen von Unternehmen im privaten Sektor bereits deutlich gesunken (Abbildung 11). Darüber hinaus finanziert sich der größte Teil europäischer Firmen über Bankkredite. Auch hier dürften sich Zinsverringerungen im Markt für Staatsanleihen, falls sie denn erfolgreich durchgeführt werden können, nur geringfügig auswirken; seit Anfang letzten Jahres gehen die Kreditzinsen im Euroraum ohnehin bereits deutlich zurück (Abbildung 12). Außerdem herrscht in den Krisenländern des Euroraums in Folge des anhaltenden Entschuldungsprozesses eine schwache Kreditnachfrage vor, so dass niedrigere Zinsen und zusätzliches Zentralbankgeld nicht notwendigerweise zu einer höheren Kreditvergabe führen.

Gleichzeitig dürften die niedrigeren Umlaufrenditen von Staatsanleihen zwar die Refinanzierungssituation der Regierungen im Euroraum verbessern und diesen einen größeren fiskalischen Spielraum verschaffen. Allerdings wirken die Finanzmärkte unter diesen Umständen weniger disziplinierend auf die Finanzpolitik. So

besteht eben auch das Risiko, dass dauerhaft niedrige Zinsen den Druck zur Durchführung dringend benötigter Reformen dämpfen könnten.

Selbst wenn die europäische Wirtschaft durch die quantitativen Lockerungsmaßnahmen der EZB stimuliert wird, sind positive realwirtschaftliche Effekte und die Abfederung deflationärer Tendenzen allenfalls kurzzeitig zu erwarten; eine Allzweckwaffe, um die Wirtschaft im Euroraum nachhaltig und dauerhaft zu beleben sind solche Maßnahmen nicht.

Durch ihre Wertpapierankäufe dürften die Notenbanken des Euroraums darüber hinaus zu einem der größten Gläubiger der Mitgliedsstaaten aufsteigen. Bereits durch Ankäufe unter dem mittlerweile beendeten Securities Market Programme (SMP), aber auch durch regelmäßige Ankäufe der nationalen Notenbanken zum Zwecke des Portfoliomanagements wuchsen die Bestände an Staatsanleihen in den Bilanzen der nationalen Notenbanken deutlich an (Abbildung 13).<sup>11</sup> Durch das Ankaufprogramm dürften diese noch einmal deutlich ansteigen. Damit kann eine durchaus problematische Abhängigkeit der Notenbank vom Fiskus entstehen, wenn die jeweiligen nationalen Regierungen nicht bereit sind, etwaige Wertverluste der nationalen Zentralbank zu übernehmen, die durch zukünftige Leitzinserhöhungen entstehen könnten. Der Euroraum würde so Gefahr laufen, in ein Regime fiskalischer Dominanz abzugleiten,<sup>12</sup> in dem eine effektive Steuerung der Inflationsrate durch fiskalische Erwägungen erschwert wird. Dies führt auf die allgemeinere Frage, wie der Ausstieg aus unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen in der Zukunft bewerkstelligt werden soll und stellt mittlerweile für sämtliche wichtigen Zentralbanken ein gravierendes Problem dar. Sollen erst die Anleihekäufe rückgängig gemacht werden, bevor die Leitzinsen erhöht werden, um etwaige Wertverluste zu vermeiden? Oder würde dies erneut zu einem zu starken Aufwärtsdruck auf die Umlaufrenditen führen? Das neue Ankaufprogramm dürfte in Zukunft auch für die EZB die Frage nach einer wohl überlegten Ausstiegsstrategie und dem geldpolitischen Regime nach der Krise aufwerfen. Gelingen kann der Ausstieg nur, wenn die monetäre Dominanz der Zentralbanken gewahrt bleibt und im Euroraum kein Regime fiskalischer oder finanzieller Dominanz entsteht.<sup>13</sup>

<sup>11</sup> Diese, zwischen 2002 und 2010 offenbar recht regelmäßig durchgeführten, Käufe dürften zwar ohne größere öffentliche Aufmerksamkeit geschehen sein, jedoch völlig im Rahmen des europäischen Regelwerks stattgefunden haben und maßgeblich dem Portfolio- und Risikomanagement der nationalen Notenbanken gedient haben.

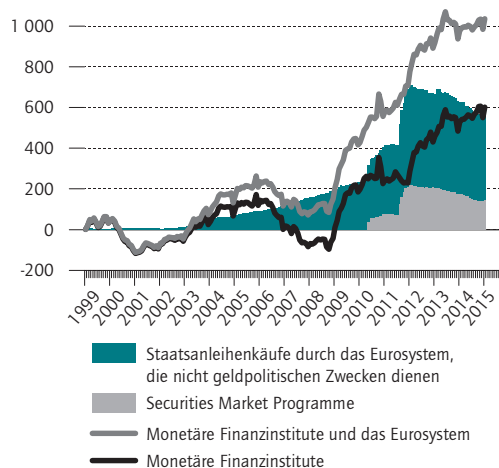
<sup>12</sup> Leeper, E., Zhou, X. (2013): Inflation's role in optimal monetary-fiscal policy. NBER Working Paper 19686; Sims, C. (2013): Paper money. American Economic Review 103(2), 563-584.

<sup>13</sup> Siehe Turner, P. (2014): The exit from non-conventional monetary policy: What challenges? BIS Working Paper, 448, Mai 2014.

Abbildung 13

### Kumulierte Käufe von Euro-denominierten Staatsanleihen der Euro-Mitgliedsländer durch Banken und das Eurosystem

In Milliarden Euro



Quelle: Europäische Zentralbank.

© DIW Berlin 2015

Die kumulierten Ankäufe von Staatsanleihen durch das Eurosystem belaufen sich mittlerweile auf fast zwei Drittel der Ankäufe privater Banken. Erst seit 2010 dient ein großer Teil dieser Ankäufe geldpolitischen Zwecken. Zuvor dienten die Käufe zuvorderst dem Portfoliomangement der nationalen Notenbanken.

### Fazit

Die Preisentwicklung im Euroraum hat sich in den vergangenen Monaten weiter abgeschwächt; erstmals seit

**Kerstin Bernoth** ist Stellvertretende Leiterin der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | [kbernoth@diw.de](mailto:kbernoth@diw.de)

**Philipp König** ist Wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | [pkoenig@diw.de](mailto:pkoenig@diw.de)

2009 ist die Inflationsrate sogar in den negativen Bereich gefallen. Auch verfehlt die EZB nun bereits seit mehreren Quartalen ihr Inflationsziel. Der daraus entstandene Handlungsdruck zur Erfüllung ihres Mandats dürfte letztlich den Ausschlag zur Einführung des groß angelegten Anleihekupfungsprogramms gegeben haben.

Zu großen Teilen wird die schwache Preisentwicklung auch von Faktoren bestimmt, die insbesondere im gegenwärtigen Umfeld sehr niedriger Zinsen, geldpolitisch nur schwer zu beeinflussen sind. Zwar dürfte die Erwartung der Einführung eines Anleihekupfungsprogramms und dessen Ankündigung bereits Wirkungen auf Inflationserwartungen und Wechselkurse entfaltet haben. Darüber hinausgehende Wirkungen auf das Zinsniveau, sowie etwaige realwirtschaftliche Auswirkungen dürften jedoch allenfalls zeitlich und quantitativ recht begrenzt ausfallen.

Insbesondere reicht eine groß angelegte quantitative Lockerung als einzige wirtschaftspolitische Maßnahme nicht aus, um die anhaltenden Auswirkungen der Krise im Euroraum zu überwinden. Wie sogar EZB-Präsident Draghi im August in Jackson Hole selbst ausführte, ist es neben Strukturreformen vor allem die Finanzpolitik in den Ländern, die noch fiskalischen Spielraum haben, der bei der Überwindung der Krise eine wesentliche Rolle zukommen muss.

Geldpolitische Maßnahmen sollten also nicht isoliert bleiben; notwendig ist eine auf nachhaltiges Wachstum ausgerichtete koordinierte Geld-, Fiskal- und Strukturpolitik im gesamten Euroraum.

**Carolin Raab** ist Praktikantin in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin  
**Marcel Fratzscher** ist Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung | [president@diw.de](mailto:president@diw.de)

### UNCHARTERED TERRITORY: LARGE-SCALE ASSET PURCHASES BY THE EUROPEAN CENTRAL BANK

**Abstract:** The European Central Bank (ECB) decided to implement a comprehensive program to purchase bonds, including government bonds, at its Council meeting in January. The purchases are intended to anchor the rate of inflation and inflation expectations at just under two percent again. Given its lack of experience with this unconventional monetary policy instrument, the ECB is venturing into uncharted territory. Market expectations that the ECB would implement an additional round of monetary easing to fulfill its mandate have, in recent months, contributed to a further fall in interest rates and a depreciation of the euro. Since interest rates in the euro area are already very low and the current weak price trend is also affected by factors that are difficult to

influence through monetary policy, the further consequences of the bond purchase program are still uncertain. In particular, its success depends largely on its impact on consumption and investment. At the same time, a monetary policy measure of this nature also involves certain risks. Through these purchases, the national central banks could become large creditors of national governments in the euro area. In the euro area this creates the risk of fiscal dominance, implying that future control of inflation could be impeded by fiscal considerations. Moreover, asset purchases of government bonds may undermine financial markets' disciplining role, thereby creating adverse effects on euro area countries' preparedness for reforms.

JEL: E5, E58, E6

**Keywords:** Monetary policy, large-scale asset purchases, inflation



DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung e.V.  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin  
T +49 30 897 89 -0  
F +49 30 897 89 -200  
82. Jahrgang

#### Herausgeber

Prof. Dr. Pio Baake  
Prof. Dr. Tomaso Duso  
Dr. Ferdinand Fichtner  
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.  
Prof. Dr. Peter Haan  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Dr. Kati Krähnert  
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.  
Prof. Dr. Jürgen Schupp  
Prof. Dr. C. Katharina Spieß  
Prof. Dr. Gert G. Wagner

#### Chefredaktion

Sabine Fiedler  
Dr. Kurt Geppert

#### Redaktion

Renate Bogdanovic  
Andreas Harasser  
Sebastian Kollmann  
Dr. Claudia Lambert  
Marie Kristin Marten  
Dr. Wolf-Peter Schill

#### Lektorat

Dr. Ferdinand Fichtner

#### Pressestelle

Renate Bogdanovic  
Tel. +49-30-89789-249  
presse@diw.de

#### Vertrieb

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 74  
77649 Offenburg  
leserservice@diw.de  
Tel. (01806) 14 00 50 25  
20 Cent pro Anruf  
ISSN 0012-1304

#### Gestaltung

Edenspiekermann

#### Satz

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

#### Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Serviceabteilung  
Kommunikation des DIW Berlin  
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.