

## „Quantitative Lockerung“: Transmission, Auswirkung und Risiken<sup>a</sup>

Maik Wolters

Im Januar 2015 hat die Europäische Zentralbank (EZB) ein umfangreiches Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren angekündigt (sogenannte „Quantitative Lockerung“). Seit März 2015 bis mindestens September 2016 wird sie monatlich Wertpapiere im Wert von 60 Milliarden Euro aufkaufen. Das Ziel dieser Maßnahme ist es, das Zinsniveau weiter zu senken, die Inflationserwartungen zu erhöhen und so die Konjunktur anzukurbeln. Während hierzu üblicherweise eine Leitzinssenkung im Rahmen der konventionellen Geldpolitik genutzt wird, ist dies jetzt nicht möglich, da der Leitzins bereits nahe null liegt. Nur im mittleren Bereich und am langen Ende der Zinskurve besteht noch Spielraum für Zinssenkungen. Mit dem Kauf von Wertpapieren mit entsprechenden Fälligkeiten, soll daher die Zinsstrukturkurve weiter abgeflacht werden.

Die Abschätzung der quantitativen Auswirkungen dieser Maßnahmen ist sehr schwierig, da es in der Vergangenheit keine vergleichbaren Politikmaßnahmen im Euroraum gab. Dementsprechend fehlen historische Daten für eine empirische Analyse. Möglich sind allerdings eine theoretisch-fundierte Abschätzung sowie eine Auswertung von Erfahrungen vergleichbarer Politikmaßnahmen in anderen Währungsräumen. Ähnliche Maßnahmen der unkonventionellen Geldpolitik wurden seit 2001 von der Japanischen Zentralbank und in jüngerer Vergangenheit in Zusammenhang mit der globalen Finanzkrise insbesondere von der amerikanischen und der britischen Zentralbank durchgeführt.

### Transmissionkanäle Quantitativer Lockerung

Aus Sicht der Finanzmarkttheorie kann sich eine Politik der Quantitativen Lockerung insbesondere über einen Signalkanal (Signaling Channel) und einen Portfoliokanal (Portfolio Rebalancing Channel) auf das Zinsniveau auswirken. Das langfristige Zinsniveau hängt im Wesentlichen von zwei Faktoren ab, den zukünftig erwarteten Kurzfristzinsen und einer Laufzeitprämie (Term Premium). Der Signalkanal beeinflusst die zukünftig erwarteten Kurzfristzinsen. Nach dem Aufkauf von Wertpapieren würde ein früher Ausstieg aus einer sehr expansiven Geldpolitik zu Verlusten der Zentralbank führen. Insofern signalisiert die Zentralbank mit einer Quantitativen Lockerung eine längere Phase sehr niedriger Zinsen. Der Portfoliokanal hingegen führt zu einem Sinken der Laufzeitprämie. Auch wenn die Zentralbank ausschließlich Staatsanleihen aufkauft, wird dadurch die Rendite anderer Wertpapiere mit ähnlicher Laufzeit ebenfalls sinken. Investoren werden diese verstärkt nachfragen – also ihr Portfolio umschichten –, bis auch für diese Wertpapiere die Renditen in ähnlichem Umfang wie für die aufgekauften Staatsanleihen gesunken sind. Der Signalkanal und der Portfoliokanal führen also beide im Endeffekt zu einem Abflachen der Zinsstrukturkurve, wodurch die Kapital- und Kreditkosten tendenziell sinken.

Ein niedrigeres Zinsniveau im Euroraum führt darüber hinaus zu einer Abwertung des Euro, da ausländische Wertpapiere relativ zu inländischen attraktiver werden. Diese Zins- und Wechselkurseffekte können zu einem Anstieg der Privatinvestitionen und der Nettoexporte führen und sich letztendlich positiv auf das Bruttoinlandsprodukt und die Inflation auswirken. Insofern dieser Prozess antizipiert wird, steigen die Inflationserwartungen bereits mit der Ankündigung der Quantitativen Lockerung. Darüber hinaus kann die Quantitative Lockerung in Zeiten hoher Finanzmarktunsicherheit und -volatilität zur Beruhigung der Märkte beitragen.

### Empirische Evidenz

Einen wichtigen Transmissionskanal der Quantitativen Lockerung für die Stimulierung der Konjunktur stellt die Verringerung des allgemeinen Zinsniveaus dar. In empirischen Analysen zu den Auswirkungen Quantitativer Lockerung wird deshalb vielfach der Effekt einer solchen Maßnahme auf das Zinsniveau abgeschätzt. Dies ist jedoch schwierig, da das Zinsniveau von vielen Faktoren gleichzeitig beeinflusst wird. Deshalb muss dafür eine Methodik verwendet werden, mit der sich die Zinseffekte der Quantitativen Lockerung von anderen Einflussfaktoren trennen lassen. In der Literatur herrschen hierzu zwei verschiedene Ansätze vor. Zum einen werden Zinsänderungen in einem engen Zeitfenster von wenigen Stunden um die Ankündigung einer Quantitativen Lockerung herum betrachtet. Diese Methode beruht auf der Annahme, dass in solch einem engen Zeitraum, die angekündigte Maßnahme der größte Einflussfaktor auf

Zinsänderungen ist. Die zweite Methode basiert auf Regressionsanalysen, in denen Zinsen oder Schätzungen der Laufzeitprämie auf das Angebot von Anleihen oder anderen Wertpapieren, die von der Quantitativen Lockerung betroffen sind, regressiert werden. Somit kann abgeschätzt werden, welchen Zinseffekt eine Ausweitung der Zentralbankbilanz hat. Der erste Ansatz ist nur verlässlich, wenn die Quantitative Lockerung nicht schon vor der Ankündigung durch die Zentralbank von den Marktteilnehmern erwartet und eingepreist wurde. Der zweite Ansatz ist noch problematischer, da Maßnahmen der Quantitativen Lockerung in der Regel frühzeitig von der Zentralbank angekündigt werden und dementsprechend Zinseffekte bereits eingepreist werden, bevor die Bilanz der Zentralbank ausgeweitet wird. Insofern sind die Ergebnisse empirischer Analysen generell mit hoher Unsicherheit bezüglich der korrekten Identifikation des Zeitpunkts der Einpreisung der Maßnahme durch die Finanzmarktteilnehmer behaftet.

Die verfügbaren empirischen Studien kommen fast durchgehend zu dem Schluss, dass eine Quantitative Lockerung ein Abflachen der Zinskurve zur Folge hat. Die Stärke dieses Effekts schwankt von Studie zu Studie jedoch erheblich. Ausweislich Metastudien von Williams (2014) ist damit zu rechnen, dass ein Programm der Quantitativen Lockerung im Umfang von 600 Mrd. US-\$ – dies ist der Umfang der zweiten Runde der Quantitativen Lockerung der amerikanischen Zentralbank – die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen um 15 bis 25 Basispunkte senkt. Mit konventioneller Geldpolitik würde ein ähnlicher Effekt durch eine Leitzinssenkung um einen Prozentpunkt erreicht werden. Bezüglich der Transmission scheinen der Signalkanal und Portfoliokanal sowohl in den USA als auch in Großbritannien zu spielen, während in Japan vor allem der Signalkanal wichtig ist. Ob die Langfristzinsen nur temporär oder längerfristig gesenkt werden können, ist in der Literatur umstritten.

Die empirische Evidenz bezüglich der makroökonomischen Auswirkung einer Quantitativen Lockerung ist noch unsicherer als die Auswirkung auf das Zinsniveau. Studien zur Auswirkung der ersten beiden Runden der Quantitativen Lockerung der amerikanischen Zentralbank finden einen Effekt auf das reale Bruttoinlandsprodukt zwischen 0,3 und 3 Prozent und auf die Inflation zwischen 0 und 1 Prozent. Generell kommen die meisten Studien zu dem Schluss, dass die Inflationseffekte geringer sind als die realwirtschaftlichen Effekte. Auch für Großbritannien und Japan erkennen Studien sehr unterschiedliche makroökonomische Effekte von gar keiner Auswirkung auf das Bruttoinlandsprodukt und die Inflation bis zu einem moderaten Anstieg. In allen Studien sind die angegebenen Konfidenzbänder der geschätzten Effekte sehr groß.

In Studien zur Quantitativen Lockerung der amerikanischen Zentralbank zeigt sich außerdem, dass die erste Runde der Quantitativen Lockerung („QE1“) größere Auswirkungen hatte als die zweite Runde („QE2“). Dies könnte zum einen daran liegen, dass in der ersten Runde neben Staatsanleihen auch Wertpapiere aus dem Privatsektor aufgekauft wurden und somit sehr effektiv Risikoprämien reduziert wurden. Zum anderen könnte es eine Rolle spielen, dass die erste Runde der Quantitativen Lockerung in der akuten Phase der Finanzkrise stattfand und durch die Marktteilnehmer als Signal aufgefasst wurde, dass die Zentralbank eine Weltwirtschaftskrise wie in den 1930er Jahren verhindern würde.

---

### Risiken und Nebenwirkungen

---

Während die kurzfristigen Effekte einer Quantitativen Lockerung anhand von Daten verschiedener Volkswirtschaften abgeschätzt werden können, ist es nicht möglich, die langfristigen Auswirkungen und mögliche Risiken empirisch zu analysieren. Keine Zentralbank ist bisher aus der Quantitativen Lockerung ausgestiegen. Daher gibt es keine Daten, die zeigen, wie sich ein solcher Ausstieg auswirkt. Des Weiteren kann die Quantitative Lockerung potenziell sehr langfristige Auswirkungen haben, so dass diese erst viele Jahre nach einem Ausstieg aus einer solchen Politik abschließend evaluiert werden können. Vor allem die Risiken und unerwünschten Nebenwirkungen einer Quantitativen Lockerung dürften Auswirkungen insbesondere in der mittleren bis langen Frist haben.

Die meisten Risiken sind vergleichbar mit denen einer ausgeprägten Niedrigzinsphase über einen längeren Zeitraum. Hierzu zählt insbesondere, dass lange Niedrigzinsphasen zu einer höheren Risikobereitschaft von Investoren führen („search for yield“). Dies ist gerade einer der Transmissionskanäle, über die die Politik der Quantitativen Lockerung die Konjunktur zu stimulieren versucht. Damit läuft die Geldpolitik indes Gefahr, dass sich systemische Risiken erhöhen, Vermögenspreisblasen bilden und es im schlimmsten Fall zu Finanzkrisen kommt. Im Vorfeld der globalen Finanzkrise hatten sich finanzielle Ungleichgewichte aufgebaut, das Kreditvolumen stieg massiv an und es kam zu einer Immobilienblase, was eine erhöhte Risikobereitschaft reflektierte. Es besteht somit die Gefahr, dass das Instrument, mit dem man die jüngste Finanzkrise bekämpfen möchte, selbst zu weiteren Verwerfungen am Finanzmarkt führen könnte. Diese Risiken einer ultraexpansiven Geldpolitik nehmen tendenziell zu, je länger die Niedrigzinsphase anhält. Ob diesen Risiken hinreichend mit makroprudentiellen Politikmaßnahmen entgegengewirkt

werden kann, wird sich zeigen. Es ist aber unwahrscheinlich, dass solche Maßnahmen eine Volkswirtschaft vollständig vor solchen Risiken schützen können, da regulatorische Maßnahmen in der Regel den Marktentwicklungen zeitlich hinterherhängen.

Weitere Risiken betreffen den Ausstieg aus einer Politik der Quantitativen Lockerung. Bisher hat man keine Erfahrung sammeln können, wie sich ein Ausstieg auswirkt. Die Zentralbank könnte die aufgekauften Wertpapiere bis zur Fälligkeit halten oder auch vorab verkaufen. Hier kann es zu Schwierigkeiten bezüglich des Ausstiegszeitpunktes kommen. Zieht die Inflation wieder spürbar an, so ist ein Ausstieg geboten. Dieser würde aber zu einem Renditeanstieg führen. Es könnte dementsprechend einen Zielkonflikt zwischen der Inflationsstabilisierung und der Gewährleistung von Finanzmarktstabilität geben, wenn ein Renditeanstieg beispielsweise zu einer Staatsschuldenkrise oder Refinanzierungsproblemen großer Finanzinstitutionen führen würde. Generell ist zu beachten, dass geldpolitische Maßnahmen zur Lösung struktureller makroökonomischer Probleme per se ungeeignet sind, sondern allenfalls temporär als zusätzliche Stabilisierungspolitik eingesetzt werden können, bis eine strukturelle Lösung voranschreitet. Je länger eine solche Politik praktiziert wird, desto größer wird das Risiko, dass strukturelle Lösungen der makroökonomischen Probleme im Euroraum verzögert werden.

---

#### Quantitative Lockerung in einer Währungsunion

---

Die Durchführung einer Quantitativen Lockerung durch die EZB unterscheidet sich substantiell von Maßnahmen der amerikanischen, britischen oder japanischen Zentralbanken, da sie in einer Währungsunion durchgeführt wird. Eine Quantitative Lockerung weicht die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik weiter auf. Dies wäre insbesondere problematisch, wenn ein Land der Eurozone insolvent würde. In diesem Fall würde die Quantitative Lockerung zu direkten fiskalischen Transfers führen. Die Einschränkung einer gemeinsamen Haftung für den Ausfall von Wertpapieren wäre aufgehoben, wenn ein insolventer Staat eine Rekapitalisierung seiner Zentralbank nicht vornehmen kann oder will.

Im Vergleich zur britischen und amerikanischen Volkswirtschaft ist das Finanzsystem in der Eurozone außerdem stärker auf Banken als auf den Kapitalmarkt konzentriert. Da die Quantitative Lockerung über den Kapitalmarkt wirken soll, sind die positiven Auswirkungen dieser Politik in der Eurozone möglicherweise geringer, als in Volkswirtschaften, in denen der Kapitalmarkt eine größere Rolle spielt.

---

#### Abschließende Bewertung

---

Eine Politik der Quantitativen Lockerung kann aus theoretischer Sicht über ein niedrigeres Zinsniveau zu einer Erhöhung des Bruttoinlandsproduktes und der Inflation führen. Empirische Untersuchungen zeigen, dass tatsächlich ein Sinken des Zinsniveaus zu erwarten ist. In den letzten Monaten hat sich zudem bereits gezeigt, dass die Quantitative Lockerung zu einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und anderen wichtigen Währungen geführt hat. Letztendlich dürfte all dies die Konjunktur stimulieren. Schätzungen dieser Effekte sind allerdings mit sehr großer Unsicherheit behaftet. Während sich diese positiven Effekte einer Quantitativen Lockerung empirisch analysieren lassen, sind die möglichen Risiken und Nebenwirkungen bisher kaum quantifizierbar. Diese umfassen vor allem Risiken für die Finanzmarktstabilität. Diese Risiken werden insbesondere in der mittleren und langen Frist auftreten und sind vorab schwer quantifizierbar. Allerdings deuten empirische Studien darauf hin, dass diese Risiken umso mehr zunehmen, je länger ausgeprägte Niedrigzinsphasen anhalten.

Alles in allem dürften die stimulierenden Wirkungen Quantitativer Lockerung auf die Konjunktur umso stärker sein, je höher das allgemeine Zinsniveau und die Verunsicherung an den Finanzmärkten sind. Da das allgemeine Zinsniveau im Euroraum bereits vor der Ankündigung des jüngsten Programms zur Quantitativen Lockerung der EZB sehr niedrig war und sich die Unsicherheit an den Finanzmärkten nicht auf einem deutlich erhöhtem Niveau befunden hatte, gehen wir davon aus, dass das Programm die Konjunktur im Euroraum nur wenig stimulieren wird. Wirkung dürfte es vor allem über eine Abwertung des effektiven Wechselkurses des Euro erzielen (siehe IfW-Box 2015.9: „Quantitative Lockerung“ der EZB und die Entwicklung des effektiven Wechselkurses des Euro).

---

<sup>a</sup> Für eine ausführliche Analyse siehe Gern et al. (2015).

---

## Literatur

---

- Gern, K.-J., N. Janssen, S. Kooths und M. Wolters (2015). Quantitative Easing carried out by the US Fed, the Bank of England and the Bank of Japan: What are the key policy messages relevant for the euro area that can be drawn from these experiences? In-Depth Analysis in preparation for the Monetary Dialogue for the European Parliament, 25 pp. Via Internet <[https://polcms.secure.europarl.europa.eu/cmsdata/upload/b7278e81-bb5a-4aef-86ab-a0d208c96b7c/IfW\\_KIEL\\_QE\\_FINAL.pdf](https://polcms.secure.europarl.europa.eu/cmsdata/upload/b7278e81-bb5a-4aef-86ab-a0d208c96b7c/IfW_KIEL_QE_FINAL.pdf)>.
- Williams, J.C. (2014). Monetary Policy at the Zero Lower Bounds: Putting Theory into Practice. Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings, January 16. Via Internet <<http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2014/01/16%20monetary%20policy%20zero%20lower%20bound/16%20monetary%20policy%20zero%20lower%20bound%20williams>>.