

„Quantitative Lockerung“ der EZB und die Entwicklung des effektiven Wechselkurses des Euro

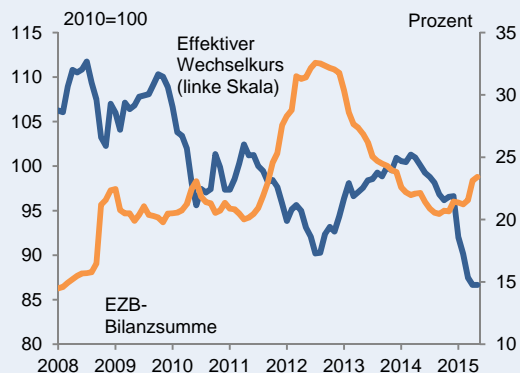
Stefan Reitz

Die Kursentwicklung von Währungen wird häufig vor dem Hintergrund der Entwicklung der jeweiligen Geldmarktzinsen kommentiert, wobei ein Anstieg der Kurzfristzinsen in einem Währungsraum typischerweise eine Aufwertung der entsprechenden Währung nach sich zieht. Im Zuge der Finanzkrise hatten die wichtigsten Zentralbanken bis Anfang 2009 ihre Zinssenkungspotenziale mit Erreichen des „Zero Lower Bound“ jedoch ausgeschöpft und sind vermehrt zu Wertpapierkäufen auf Sekundärmärkten überwiegend für Staatsanleihen übergegangen (sogenannte „Quantitative Lockerung“). Aktuelles Beispiel in einer Reihe von Maßnahmen ist das am 22. Januar angekündigte Programm der Quantitativen Lockerung mit einem Gesamtvolumen von 1,1 Bill. Euro, wobei sich die monatlichen Käufe in Höhe von 60 Mrd. Euro vor allem auf Staatsanleihen konzentrieren und im Wesentlichen von den nationalen Zentralbanken getätigt werden. Im Gegensatz zum sogenannten *Securities Market Programme* und den *Outright Monetary Transactions* werden keine Maßnahmen ergriffen, um den Liquiditätseffekt zu neutralisieren. Neben dieser fehlenden Sterilisierung ist zudem beabsichtigt, die erworbenen Papiere bis zur Fälligkeit zu halten, weshalb hier nicht mehr von einer vorübergehenden Liquiditätsmaßnahme gesprochen werden kann. Der EZB-Präsident hat in der Pressekonferenz zur Begründung angegeben, dass bei unverändert hoher Arbeitslosigkeit und niedrigen Inflationserwartungen eine durchgreifende Erholung der Eurozone noch nicht zu erkennen ist.

Quantitative Lockerung kann aus theoretischer Sicht über mehrere Transmissionskanäle die Konjunktur stimulieren; insbesondere kann sie zu einer Reduktion der längerfristigen Zinsen führen und in Phasen hoher Unsicherheit an den Finanzmärkten zur Beruhigung der Märkte beitragen. Empirische Untersuchungen legen nahe, dass frühere Programme zur Quantitativen Lockerung vor allem dann eine sichtbare Wirkung auf die Konjunktur erzielten, wenn die Unsicherheit an den Finanzmärkten oder das allgemeine Zinsniveau recht hoch waren (siehe IfW-Box 2015.8: „Quantitative Lockerung“ Transmission, Auswirkung und Risiken). Im Euroraum war das Zinsniveau vor dem Beginn des Programms zur Quantitativen Lockerung der EZB bereits sehr niedrig und die Situation an den Finanzmärkten nicht mehr von einer deutlich erhöhten Unsicherheit gekennzeichnet. Über diese Kanäle dürfte das Programm also allenfalls geringe stimulierende Wirkungen auf die Konjunktur haben. Als weiterer Transmissionskanal zur Konjunkturstimulierung kommt eine Abwertung der Währung in Betracht, die über eine Politik der Quantitativen Lockerung in Gang gesetzt wird. So gingen die Ankündigung und die Einführung des Wertpapieraufkaufprogramms der EZB jeweils mit Abwertungen des Euro einher. Empirisch ist die Wirkung Quantitativer Lockerung auf die Wechselkurse bisher nur vereinzelt untersucht worden; zum aktuellen Programm der EZB liegen diesbezüglich noch keine Studien vor.

Im Folgenden soll anhand einer empirischen Analyse die mögliche Wirkung des Programms der EZB auf den Wechselkurs des Euro abgeschätzt werden. Dazu wird die Entwicklung der Bilanzsumme der EZB ins Verhältnis zum effektiven Wechselkurs des Euro gesetzt. Die Entwicklung der Bilanzsumme der EZB (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) und des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro gegenüber den 27 wichtigsten Handelspartnern zwischen 2008 und 2015 legt nahe, dass in der Tat ein Zu-

Abbildung 1:
Effektiver Wechselkurs des Euro und Bilanzsumme der EZB
2008–2015



Monatsdaten, EZB-Bilanzsumme: In Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Bank for International Settlements, *BIS effective exchange rate indices*; Europäische Zentralbank, *Statistics Bulletin*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

sammenhang zwischen diesen beiden Größen besteht (Abbildung 1). Ein Anstieg der Bilanzsumme ging in diesem Zeitraum in der Regel mit einer Abwertung des effektiven Wechselkurses des Euro einher.

Mittels einer Regressionsanalyse kann der Zusammenhang zwischen der Bilanzsumme und des Wechselkurses genauer spezifiziert werden. Da die EZB bislang keine Steuerung des Außenwerts des Euro verfolgt hat, wird dabei von möglichen Endogenitätsproblemen abgesehen. Regressiert man die prozentuale Veränderung des effektiven Wechselkurses des Euro auf die Veränderung der Bilanzsumme in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, ergibt sich eine statistisch hochsignifikante Elastizität von etwa -0,6.^a Demnach würde ein Anstieg der EZB-Bilanzsumme in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um einen Prozentpunkt zu einer Abwertung Euro um 0,6 Prozent führen. Da das Programm zur Quantitativen Lockerung in seiner derzeitigen Ausgestaltung die Bilanzsumme der EZB bis zum September 2016 um rund 10 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erhöhen wird, ergäbe sich daraus eine Abwertung des Euro um 6 Prozent. Allerdings müssen diese Ergebnisse sehr vorsichtig interpretiert werden. So unterliegen Wechselkursschwankungen einer Reihe von Einflussfaktoren, die in dieser empirischen Analyse nicht berücksichtigt wurden. Hinzu kommt, dass sich die konjunkturstimulierenden Wirkungen einer Abwertung nur dann einstellen, wenn die Abwertung über einen längeren Zeitraum anhält. Eine Einschätzung dazu kann die vorliegende Analyse nicht liefern. Entscheidend dafür ist unter anderem, ob die geldpolitischen Instanzen in anderen Währungsräumen die Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem Euro hinnehmen. Alles in allem spricht jedoch einiges dafür, dass die Abwertung des Euro ein wichtiger Transmissionskanal für die Wirkung des Programms zur Quantitativen Lockerung der EZB auf die Konjunktur sein kann.

^aDie Regression wurde für den Zeitraum von Anfang 2008 bis zum April 2015 auf Basis von Monatsdaten durchgeführt. In der Regression wurden eine Konstante und die erste Verzögerung der Veränderung des Wechselkurses berücksichtigt. Die Residuen weisen keine Anzeichen für Autokorrelation auf. Die Veränderung der Bilanzsummen der Federal Reserve, der Bank of England und der Bank of Japan in Relation zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt weisen keinen statistisch signifikanten Zusammenhang mit dem Wechselkurs des Euro auf.