



# Die dunklen Seiten des QE

## Vergemeinschaftung von Schulden durch die Hintertür, Enteignung der Sparer und Blasenbildung

1. November 2016

David Folkerts-Landau  
Group Chief Economist

### Editoren

Barbara Böttcher  
Head of European Policy Research

Stefan Schneider  
Chief German Economist

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

Das Eigenlob der Europäischen Zentralbank für Ausmaß und Kreativität ihrer Geldpolitik seit 2012 scheint zunehmend unangebracht zu sein. Tatsache ist vielmehr, dass der Euroraum seit der berühmten „Whatever it takes“-Rede von Herrn Draghi im Jahr 2012 kaum Wachstum, dafür aber die schlechteste Arbeitsmarktentwicklung aller wichtigen Industrienationen, nicht tragfähige Verschuldungsquoten sowie eine weit hinter dem eigenen Ziel zurückbleibende Inflation verzeichnet hat.

Die Argumente für die Intervention der EZB werden zunehmend schwächer, mittlerweile dominieren die negativen Folgen. Dieser Artikel befasst sich mit fünf Schattenseiten der aktuellen Geldpolitik.

Die erste Schattenseite betrifft die Tatsache, dass die Intervention der EZB paradoxerweise jene Reformdynamik erstickt, die sie eigentlich ermöglichen sollte. Bis Juli 2012 sahen sich die Regierungen aufgrund hoher Zinsen und einer Refinanzierungsnot gezwungen, ernsthaft Reformen voranzutreiben. Tatsächlich wurden vor 2012 mehr als die Hälfte der von der OECD empfohlenen Wachstumsinitiativen im Euroraum umgesetzt. Im letzten Jahr waren es dagegen nur noch 20%. Die Intervention der EZB hat de facto die Aussichten auf bedeutende Reformen der Arbeitsmärkte und Rechts-, Sozial- und Steuersysteme in Europa zunichte gemacht.

Die zweite Schattenseite betrifft die Tatsache, dass die Anleihekurse ihre Signalfunktion für die Märkte verloren haben. Seit die Anleger Ende 2014 damit begonnen haben, Anleihekäufe der Zentralbank zu antizipieren, sind die Spreads von Staatsanleihen innerhalb des Euroraums eng miteinander verkoppelt. Nicht aussagekräftige Staatsanleiherenditen verzerren das gesamte Anlageuniversum, dessen Preise von ihnen abgeleitet werden.

Die vielleicht dunkelste Seite der Geldpolitik der EZB ist die zunehmende Risikokonzentration in der Bilanz des Eurosystems – voraussichtlich EUR 2 Bio. bis März 2018. Bei einer Umschuldung eines EWU-Landes müssen die Verbindlichkeiten der Zentralbank des betreffenden Landes wahrscheinlich von den Steuerzahlern der anderen Euroländer getragen werden. Dies ist eine Vergemeinschaftung der Schulden.

Der vierte Punkt ist der Schaden, den die Intervention der EZB den Sparern im Euroraum zufügt. Die hohen und stabilen Neubewertungsgewinne, die in den letzten Jahren die Gesamtrenditen gestützt haben, werden sich nicht wiederholen. Nun werden die steigenden Energiepreise, die allgemein niedrige Verzinsung und letztlich der Mean-Reversion-Effekt ihren Tribut fordern.

Die letzte dunkle Seite ist die durch die EZB-Politik hervorgerufene Fehlallokation von Kapital, die den Prozess der schöpferischen Zerstörung verhindert und Vermögenspreislampen entstehen lässt. Die verstärkte Kreditvergabe ist hauptsächlich bestehenden Kreditnehmern mit geringer Bonität zugute gekommen und hat in Schieflage geratene Banken davor bewahrt, Abschreibungen auf Kredite vornehmen zu müssen. Ohne schöpferische Zerstörung in kränkenden Branchen haben Anleger in Ländern mit hoher Sparquote schlicht den Preis solider Vermögenswerte in die Höhe getrieben.

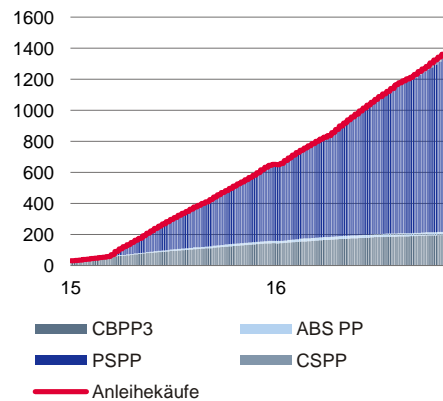


## Die dunklen Seiten des QE

### Kumulierte Anleihekäufe der EZB

1

EZB-Anleihekaufprogramm, Mrd. EUR

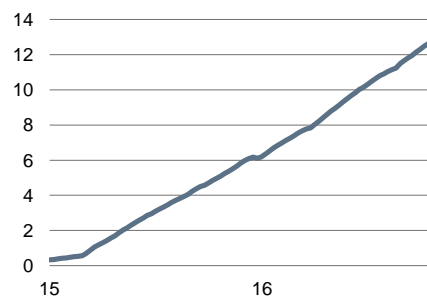


Quelle: Bloomberg Finance LP

### EZB: Über 12% des BIP in Anleihekäufe gesteckt

2

EZB-Anleihekäufe, % BIP



Quellen: Bloomberg Finance LP, Eurostat, Deutsche Bank Research

## Nach Auffassung der EZB ist ihre Politik gerechtfertigt

Die Entscheidungsträger der EZB haben sich sieben Jahre lang damit gebrüstet, die Gefahr einer neuen großen Depression abgewendet zu haben, wie es Mario Draghi selbst in seiner Rede am 28. September vor dem Bundestag ausgedrückt hat. Das schnelle Handeln der EZB während der finanziellen Notlagen der letzten Jahre ist zwar lobenswert, dieses selbstgefällige Auftreten jedoch in zunehmendem Maße unangebracht.

Tatsächlich hat der Euroraum seit der „Whatever it takes“-Rede von Herrn Draghi im Jahr 2012 kaum Wachstum, dafür aber die schlechteste Arbeitsmarktentwicklung im Vergleich mit anderen Industrienationen, zweistellige Arbeitslosenquoten, eine Jugendarbeitslosigkeit von über 20 Prozent, nicht tragfähige Verschuldungsquoten sowie weit hinter dem eigenen Ziel der Zentralbank zurückbleibende Inflationsraten verzeichnet.

In gewisser Hinsicht ist die Situation sogar noch schlimmer als während der großen Depression. Die Arbeitslosigkeit in Frankreich und in den Peripherieländern liegt bei etwa 13 Prozent und ist damit höher als die im Zeitraum von 1930 bis 1938 durchschnittlich in Frankreich verzeichneten zehn Prozent. Und ohne die florierende Wirtschaft in Deutschland sähe es noch viel düsterer aus. Angesichts der aggressiven und unkonventionellen Geldpolitik seit 2012 ist die Frage wohl berechtigt, ob nicht der Kurs der EZB eine Teilschuld an den Problemen in Europa trägt.

Immerhin ist das Ausmaß der Intervention der Zentralbank seit 2012 beispiellos. Im Juli 2012 versprach die EZB, in Schiefelage geratene Länder durch das Programm der Outright Monetary Transactions (OMT) aufzufangen, bei dem sie in den Markt für Staatsanleihen eingreift und als Käufer der letzten Instanz auftritt. OMT kamen zwar nie formal zum Einsatz, drei Jahre später lancierte die EZB jedoch ihr Public Sector Purchase-Programm (PSPP), das in den darauffolgenden zwanzig Monaten ein Volumen von über EUR 1 Bio. erreichte. Berücksichtigt man weitere Käufe im Rahmen der im Vergleich zum PSPP kleineren Covered Bond Purchase- und Asset-Backed Security Purchase-Programme (CBPP und ABS PP), steigt die Gesamtsumme auf EUR 1,4 Bio. bzw. 13 Prozent der Wirtschaftsleistung des Euroraums. Wenn QE – wie derzeit erwartet – um ein Jahr verlängert wird und diese drei Programme weiterlaufen wie bisher, wird die EZB bis März 2018 ein Fünftel der Staatsverschuldung des Euroraums in ihren Büchern haben, was einer Verdopplung im Vergleich zum heutigen Stand entspricht.

EZB-Präsident Draghi sagte vor dem Bundestag, dass die Maßnahmen der EZB greifen: Sie trügen dazu bei, die Erholung auf Kurs zu halten. Dies ist jedoch nur eine Seite der Medaille – die negativen Auswirkungen dieser Maßnahmen wiegen inzwischen wohl schwerer als die Vorteile. Dieser Artikel befasst sich mit fünf dunklen Seiten der EZB-Politik. Erstens haben die Anleihekäufe der EZB zwar tatsächlich zu einer Verringerung der Risikoaufschläge für Anleihen der Peripherieländer geführt – letzten Endes wurden dadurch jedoch die Aussichten auf Reformen fast zunichte gemacht. Zweitens haben die Anleihekurse ihre Signalfunktion verloren. Als dritter Punkt muss festgestellt werden, dass das Eurosystem erhebliche Kreditrisiken auf seine Bücher nimmt und damit das Risiko für die Bilanzen der Kernländer und deren Steuerzahler erhöht hat. Viertens wurden die Sparer durch die Maßnahmen in Mitleidenschaft gezogen. Fünftens verhindert die EZB eine schöpferische Zerstörung; stattdessen werden die Vermögenspreisblasen immer größer werden.

Im Folgenden befassen wir uns näher mit den einzelnen Auswirkungen.

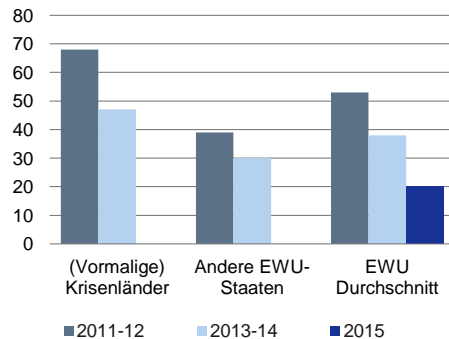


## Die dunklen Seiten des QE

### Reformtempo deutlich gesunken

3

Anteil der umgesetzten OECD-Reformvorschläge (Going for Growth), %



Daten für 2015 nur vollständig umgesetzte Reformen. Nur für Eurozone insgesamt verfügbar. Die (vormaligen) Krisenländer sind: Irland, Griechenland, Spanien, Italien, Portugal, und Slowenien. "Andere EWU-Staaten" sind die restlichen EWU-Staaten ohne Zypern, Lettland, Litauen und Malta

Quellen: ECB, OECD

## 1. Die Geldpolitik hat notwendige Reformen abgewürgt

Nach einer gleichzeitigen Lockerung der Geld- und der Fiskalpolitik während der Krise im Jahr 2009 kam es zu einer stillschweigenden Übereinkunft zwischen der Europäischen Zentralbank und den Regierungen des Euroraums. Die extrem lockere Geldpolitik sollte fortgesetzt werden, um eine fiskalische Konsolidierung zu ermöglichen. Die Staatshaushalte, die erheblich unter der Rezession, antizyklischen Ausgabenentscheidungen und der Unterstützung für den Finanzsektor gelitten hatten, mussten wieder unter Kontrolle gebracht und schwierige Reformen zur Steigerung der Produktivität mussten auf den Weg gebracht werden.

Politiker brauchen jedoch zwingende Gründe, um ihren Job für unpopuläre Reformen zu riskieren – zu offensichtlich war, welche ihrer Wähler durch die Reformen verlieren würden, während die Gewinner nicht unmittelbar erkennbar waren. Bis Juli 2012 standen dieser politikimmanenten Zurückhaltung ein dringender Handlungsbedarf aufgrund exorbitant gestiegener Zinsen und Risikoauflage und die dadurch induzierte Gefahr, die Staatsschulden nicht refinanzieren zu können, gegenüber. Untätigkeit hätte ein Rettungsprogramm der Troika bedeutet, das wiederum Reformen und unpopuläre Ausgabenkürzungen zur Bedingung gehabt hätte.

Jegliche Reformanreize wurden jedoch durch das Versprechen der EZB zurückgemacht, man werde in Schieflage geratene Länder durch OMT auffangen. Als Rechtfertigung wurde damals auf die auseinanderlaufenden Risikoauflage bei Staatsanleihen verwiesen, die als Zeichen unwirksamer geldpolitischer Transmissionskanäle und nicht etwa abweichender länderspezifischer Risiken zu werten seien. Allerdings war die OMT-Ankündigung der Rettungsanker für die Länder der Peripherie. Der durchschnittliche Risikoauflage gegenüber deutschen Papieren fiel für spanische, italienische, irische, portugiesische und griechische Anleihen um fast fünf Prozentpunkte. So ist beispielsweise die Zinslast Italiens um ein Drittel gesunken, und das, obwohl die Schuldenquote, also das Verhältnis von Verschuldung zu BIP, gestiegen ist.

Diese gewaltige Entlastung durch die OMT-Ankündigung wurde jedoch – wie schon der Zinsrückgang durch den Beitritt zur Eurozone um die Jahrtausendwende – nicht genutzt. Vor 2012 waren die Regierungen aufgrund hoher Zinsen und Refinanzierungsschwierigkeiten gezwungen, ernsthaft Reformen voranzutreiben. In diesen Jahren wurden mehr als die Hälfte der von der OECD empfohlenen Wachstumsinitiativen im Euroraum umgesetzt. Im vergangenen Jahr lag der Anteil hingegen bei weniger als 20%.

Seit 2012 haben Programme wie OMT und PSPP den Euroraum davon abgehalten, der harten Realität ins Auge zu blicken. Die Länder der Peripherie sind nicht in der Lage, ein für den Abbau der hohen Schuldenlast und Arbeitslosigkeit ausreichendes Wachstum zu generieren. Zudem stehen keine bedeutenden Reformen der Arbeitsmärkte und Rechts-, Sozial- und Steuersysteme in Aussicht. Bei Nullwachstum und einem Haushaltsdefizit von 2,5% ist eine Staatsverschuldung im dreistelligen Bereich wie im Fall Italiens nicht tragfähig.

Die EZB hat nicht nur die Politik in Europa wohl falsch gedeutet, sondern hatte auch viel zu optimistische Erwartungen hinsichtlich der Erholung der Weltwirtschaft. Eine Kombination aus starker weltweiter Nachfrage und einem wesentlich schwächeren Euro hätte sicherlich die Aussichten für Haushaltskonsolidierungen und produktivitätssteigernde Reformen verbessert. Tatsächlich hat sich das globale Wachstum jedoch bei etwa drei Prozent, d. h. deutlich unter dem Vorkrisenniveau von beinahe fünf Prozent, eingependelt, während der Euro viel stärker als allgemein erwartet blieb. Beide Fehleinschätzungen – sowohl der Handlungsbereitschaft politischer Entscheidungsträger als auch der Wachstumsperspektiven der Weltwirtschaft –, die allerdings beileibe nicht nur der

### Renditeabstände

4

Renditeabstände zu deutschen 10J-Staatsanleihen, %-Punkte



Quelle: Bloomberg Finance LP



EZB unterlaufen sind, haben die stillschweigende Übereinkunft zwischen der EZB und den Regierungen wesentlich von Anfang an zum Scheitern verurteilt.

## 2. Anleihekurse haben ihre Signalfunktion verloren

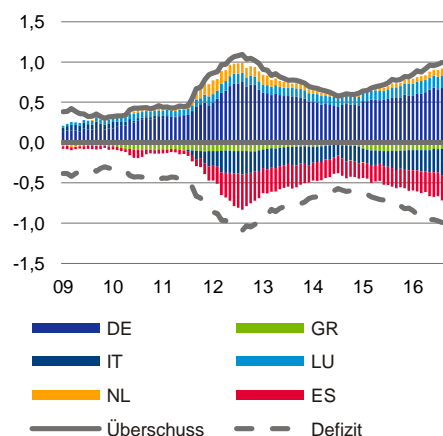
Auch die Finanzanalyse ist der EZB-Politik zum Opfer gefallen. Seit die Märkte Ende 2014 damit begonnen haben, den Erwerb von Staatsanleihen durch die Zentralbank – der schließlich im Januar 2015 angekündigt wurde – zu antizipieren, sind die Spreads von Staatsanleihen innerhalb des Euroraums mehr oder weniger miteinander verkoppelt. So bewegen sich beispielsweise die Spreads von italienischen und spanischen Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen trotz der politischen Risiken in beiden Ländern im Bereich von 120 Basispunkten. Lediglich die Spreads portugiesischer Anleihen sind in den vergangenen zwölf Monaten um knapp 120 Basispunkte auf 310 Basispunkte gestiegen. Grund hierfür waren zunehmende Befürchtungen, die einzige Rating-Agentur, die portugiesische Anleihen weiterhin mit Investment Grade bewertet, könne ihre Einschätzung ändern, wodurch diese nicht mehr für das Quantitative Easing in Frage kämen. Dieses Szenario ist bislang jedoch nicht eingetreten.

Diese Entkopplung inländischer Anleiherenditen von den sich verändernden politischen und fiskalischen Risiken ist auf die Anleihekäufe der EZB zurückzuführen. Niedrige oder nicht aussagekräftige Renditen für Staatsanleihen verhindern nicht nur, dass stabilitätsgefährde Maßnahmen der Politik durch die Märkte „abgestraft“ werden. Sie führen auch zu einer Verzerrung des gesamten Anleiheuniversums, dessen Kurse auf den Kursen von Staatsanleihen basieren. Derzeit sorgt dies für erhebliche Verwerfungen, diese werden aber wesentlich dramatischer ausfallen, wenn sich die Verzerrungen auflösen, wozu es früher oder später zwangsläufig kommen muss.

Deutschlands dominantes Target 2 Saldo

5

Target 2 Saldo, Bill. EUR



Quellen: Haver, ECB

## 3. Zunehmende Belastung für die Bilanz des Eurosystems

Die möglicherweise schwerwiegendste Negativauswirkung der EZB-Geldpolitik betrifft die Frage, was aus den beträchtlichen Forderungen der Zentralbank gegen die Mitgliedstaaten wird, die die Bilanz des Eurosystems anschwellen lassen. Angesichts der potenziellen Verluste, die ein Kernland durch die mit den zwei größten Rettungsfonds (EFS und ESM), dem Quantitative Easing-Programm und Target2 verbundenen Kosten theoretisch tragen muss, ist es nahezu unvorstellbar, dass ein Mitgliedsland fallen gelassen würde, sofern es sich nicht um ein kleines Land mit geringem Ansteckungseffekt handelt.

Dieses Damoklesschwert schwebt bereits seit Langem über den Quantitative-Easing-Bemühungen. Um die Sorgen zu zerstreuen, dass Verluste im Falle eines Zahlungsausfalls innerhalb des Eurosystems vergesellschaftet würden, hat die EZB festgelegt, dass vier Fünftel der Staatsanleihen des Euroraums, die 88% der im Rahmen des PSPPs getätigten Ankäufe ausmachen, von den Zentralbanken der betreffenden Länder selbst erworben werden. Dabei richtet sich die EZB nach einem festen Kapitalschlüssel. Somit erwirbt die Bundesbank deutsche Bundesanleihen, während die Banca d'Italia BTPs kauft, ohne dass dabei eine Risikoteilung zwischen den beiden stattfindet. Die übrigen 12% sind für Anleihen reserviert, die von internationalen Organisationen und multilateralen Entwicklungsbanken begeben werden.

Diese Maßnahme bietet jedoch nur unzuverlässigen Schutz. Im Falle einer Umschuldung eines Mitgliedstaates des Euroraums wird es kaum möglich sein, dessen nationale Zentralbank sich selbst zu überlassen, zumal diese nicht auf die Unterstützung der eigenen Regierung bauen könnte. Somit bleibt das Risiko, dass schließlich die Steuerzahler anderer Mitgliedstaaten des Euroraums für den Schaden aufkommen müssten. Letztlich wären sie es, die zahlen müssten,



## Die dunklen Seiten des QE

---

wenn auch nur durch den langfristigen Verzicht auf mögliche Gewinnabführungen ihrer nationalen Zentralbank. Im Grunde genommen bedeutet dies jedoch nichts anderes als eine Vergemeinschaftung der Schulden.

Wofür müssten die Mitgliedstaaten geradestehen? Man muss hier sowohl die Gesamtbilanz der EZB berücksichtigen als auch die Target2-Bilanzen der Länder des Euroraums. Zum ersten Punkt: Geht man davon aus, dass das Programm bis März 2018 verlängert wird und auf Staatsanleihen ein Anteil von EUR 55 Mrd. bis EUR 60 Mrd. an den monatlichen Käufen von EUR 80 Mrd. entfällt, würde der Bestand an Staatsanleihen im Eurosystem gegenüber dem Stand von August 2016 auf rund EUR 2 Bio. ansteigen und sich somit fast verdoppeln. In dem Bestand befinden sich dann deutsche Staatsanleihen im Wert von EUR 525 Mrd., französische Staatsanleihen im Wert von EUR 415 Mrd., italienische Staatsanleihen im Wert von EUR 360 Mrd. und spanische Staatsanleihen im Wert von rund EUR 260 Mrd.

Der Eintritt eines Zahlungsausfalls ist unwahrscheinlich, solange das Quantitative-Easing-Programm weiterläuft, insbesondere da die EZB angekündigt hat, dass die Anleihekäufe fortgesetzt werden, bis sich die Inflationssichten normalisiert haben. Käme es jedoch zu einem handfesten Zahlungsausfall und einem Ausstieg aus dem Euro, würden die Verbindlichkeiten, die durch eine unfreiwillige Vergemeinschaftung der Verluste aus dem Quantitative Easing entstehen, unter Umständen nur einen kleinen Teil des finanziellen Gesamtschadens ausmachen, von dem ein verbliebener Mitgliedstaat des Euroraums betroffen wäre. Dies liegt darin begründet, dass in einem derart extremen Szenario die Ungleichgewichte im Target2-System explodieren würden.

Es bestehen jedoch bereits derzeit hohe Ungleichgewichte im Target2-System, die sich künftig weiter verstärken werden. Diese Ungleichgewichte, die sich teilweise aus den akkumulierten Leistungsbilanzdefiziten oder -überschüssen der Mitgliedstaaten der Eurozone im Vergleich zueinander ergeben, wurden erstmals in der ersten Jahreshälfte 2012 während der Finanzierungskrise in den Peripherieländern des Euroraumes zu einem Problem. Die Kapitalflucht aus den Peripherieländern in die Kern-Volkswirtschaften sorgte damals für eine deutliche Verstärkung dieser Ungleichgewichte. 2013 und 2014, nach Präsident Draghis „Whatever it takes“-Rede, war dann ein Rückgang der Target2-Salden zu verzeichnen. Seither haben sie jedoch wieder zugenommen und haben nun das Niveau erreicht, auf dem sie sich auf dem Höhepunkt der Bankenfinanzingskrise im Jahr 2012 befanden.

Wie ein kürzlich veröffentlichter Artikel<sup>1</sup> der niederländischen Zentralbank nahe legt, ist dieser Wiederanstieg zum Teil auf das Quantitative Easing zurückzuführen. Anleger, die im Rahmen des Quantitative-Easing-Programms die Anleihen wirtschaftlich schwächerer Länder an die nationale Zentralbank verkaufen, transferieren die Erlöse eher auf Bankkonten in den Ländern mit der vermutlich besten Bonität. Die jüngste Zunahme der Target2-Ungleichgewichte unterscheidet sich insofern etwas von der Situation im Jahr 2012, dass sie angebotsgesteuert (Quantitative Easing) und nicht nachfragegesteuert (Kapitalflucht) ist. Die zugrundeliegende Logik bleibt jedoch dieselbe.

Es ist nicht schwer vorstellbar, dass diese beiden Faktoren die Target2-Ungleichgewichte in extremen Krisenzeiten auf ein bisher unerreichtes Niveau ansteigen lassen könnten. Im August verzeichnete Deutschland Überschüsse in Höhe von EUR 680 Mrd., während Spanien und Italien mit EUR 315 Mrd. bzw. EUR 330 Mrd. die höchsten Defizite verbuchten. Im Falle eines Zahlungsausfalls würden etwaige Verluste entsprechend dem Kapitalschlüssel der EZB umgelegt, was bedeuten würde, dass Deutschland für gut ein Viertel des Schadens

---

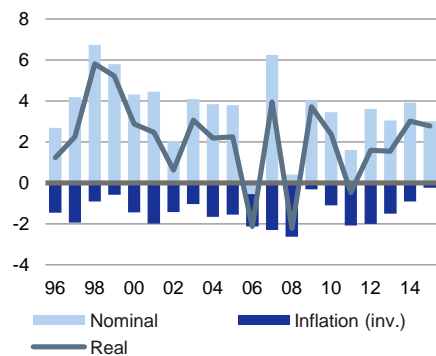
<sup>1</sup> Niederländische Nationalbank (2016). „Target2 imbalances reflect QE and persistent fragmentation within the euro area“. 16. Juni 2016.



## Die dunklen Seiten des QE

### Sinkende Inflation stützte Realrenditen 6

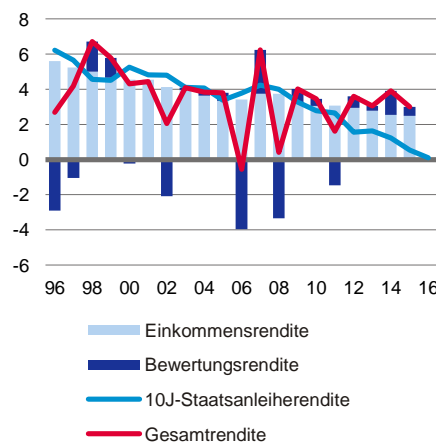
Gesamtrenditen, fin. Vermögensw. o. Aktien, in %



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat

### Deutsche Rendite: Niedrige Staatsanleiherendite nur ein Puzzleteil 7

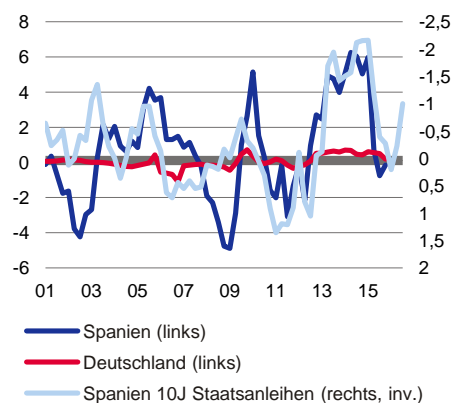
%, bezogen auf Finanzvermögen ohne Anteilsrechte, Deutschland



Quellen: Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP, Eurostat

### EZB-Politik und spanische Bewertungsgewinne 8

Bewertungsgewinne, Versich.-/Alterssich.-sys., % (links); Rendite, %-P. gg. Vj. (rechts, inv.)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP

aufkommen müsste. Der tatsächliche Anteil aber wäre noch höher, da das Land mit den Zahlungsproblemen nicht an der Verlustumlage beteiligt wäre.

Derzeit kann die EZB die Analyse der niederländischen Zentralbank im Hinblick auf Quantitative Easing und Target2 noch als Gedankenspiel abtun. Sollte aber eines der großen Länder in eine Krise geraten, sind neue Höchststände bei den Target2-Ungleichgewichten mehr als wahrscheinlich. Als das Eurosystem geschaffen wurde, hatten die politischen Entscheidungsträger natürlich keine Rettungsaktionen in dreistelliger Milliardenhöhe im Sinne, die von den Steuerzahlern der Kernländer finanziert werden sollen. Selbst in der jüngsten Zeit weigern sie sich, die Möglichkeit derartiger Rettungsaktionen in Betracht zu ziehen. Als beispielsweise das Bundesverfassungsgericht über eine Beteiligung Deutschlands an dem Rettungspaket für Griechenland entschied, bestand einer der wesentlichen Grundsätze darin, dass die Verbindlichkeiten in keinem Fall auf ein Niveau ansteigen dürften, durch das die Budgetverantwortung des Bundestages beschnitten würde. Betrachtet man die impliziten Verbindlichkeiten, die innerhalb des Eurosystems bestehen, könnte man sich fragen, ob wir diesen Punkt nicht längst überschritten haben.

Dabei geht es nicht nur um die tatsächlichen Kosten, sondern vielmehr auch um das demokratische Mandat, das dem Eurosystem zugrunde liegt. Bereits 2011 wies Bundesbankpräsident Jens Weidmann nachdrücklich darauf hin, dass die EZB nicht über die demokratische Legitimation verfüge, entsprechende Risiken in der Bilanz der deutschen Zentralbank anzuhäufen. Falls es tatsächlich zu einem derart gewaltigen Rettungspaket kommen sollte, würde dies eine Welle der Entrüstung auslösen, gegen die die Wut der Bevölkerung über die Rettung von Banken nach der Finanzkrise noch vergleichsweise vielleicht harmlos aussehen würde.

## 4. Schwere Zeiten für Sparer

Die Beeinträchtigung der langfristigen Planungssicherheit der Sparer ist eine weitere dunkle Seite des anhaltenden Niedrig- und Negativzinsumfelds. Im Hinblick auf deutsche Haushalte haben EZB und Bundesbank zwar Recht, wenn sie darauf hinweisen, dass die Auswirkungen auf Sparer sich bislang in Grenzen gehalten haben. Unklar ist jedoch, wie lange das noch der Fall ist.

Die nominalen Gesamtrenditen für deutsche Haushalte lagen in den vergangenen vier Jahren im Schnitt bei 3,4%, vergleichbar mit dem Durchschnitt der gesamten 2000er Jahre und ähnlich wie im Rest des Euroraums. Tatsächlich sind die realen Renditen aufgrund der rückläufigen Inflation seit 2012 sogar leicht gestiegen. Selbst die nominalen Renditen auf verzinsliche Investments sind bis 2015 nicht unter 2% gefallen, da ein großer Teil der längerfristigen Investments (überwiegend jene mit höherem Kupon) den Effekt der schwindenden Renditen am Markt abgemildert hat. Zudem wurden die Gesamtrenditen in den letzten Jahren durch hohe und stabile Neubewertungsgewinne gestützt. Somit deutet alles darauf hin, dass die Sparer bisher nicht die volle Last der EZB-Geldpolitik zu spüren bekommen haben.

Viele dieser Effekte laufen mittlerweile aus und lassen sich sicherlich nicht wiederholen. Zunächst werden die allmählich ansteigenden Energiepreise in diesem und im kommenden Jahr die Gesamtinflation ansteigen lassen, was die realen Renditen aufzehrt. Zudem wird die Dämpfungswirkung langfristiger verzinslicher Investments mit hohen Kupons vermutlich nachlassen, da die Haushalte immer weniger dieser Vermögenswerte halten. Und schließlich dürfte sich das Ausmaß weiterer signifikanter Neubewertungsgewinne in Grenzen halten, da die Bewertungen bereits hoch sind und sich die Neubewertungen langfristig um einen Mittelwert von Null schwanken. Das Risiko nimmt also zu, dass die realen Gesamterträge für die Ersparnisse deutscher Haushalte in den negativen



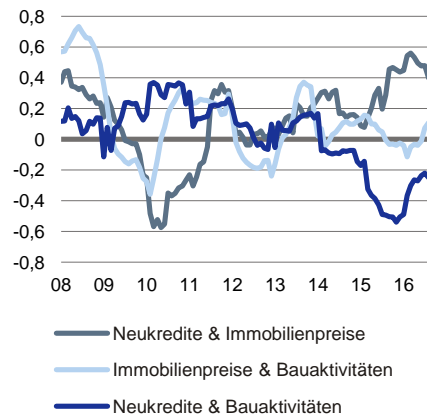
Bereich abrutschen, während die Unsicherheit zunimmt, ob diese Zinsextreme überhaupt Vorteile für die Realwirtschaft mit sich bringen.

## 5. Blasenbildung statt schöpferischer Zerstörung

Immobilienmarkt in Deutschland:  
Lässt zu wünschen übrig

9

Korrelation zw. Wachstumsraten im Jahresvergl., verg. 24M



Quellen: Deutsche Bank Research, Hypoport, Deutsche Bundesbank, Federal Statistical Office

Zwar sollten die sinkenden Zinssätze die Aktivität in der Realwirtschaft ankurbeln, doch bleiben Anlagemöglichkeiten aufgrund mangelnder Strukturreformen und ausbleibender schöpferischer Zerstörung in ineffizienten Branchen weiterhin rar. OMT und der Einbruch der Anleihespreads haben für die Kreditnehmer mit der geringsten Bonität einen überproportionalen Nutzen gebracht. In einem Artikel<sup>2</sup> weisen Acharya et al. nach, dass Banken in Peripherieländern mit großen Beständen an inländischen Staatsanleihen aufgrund von Neubewertungsgewinnen von einer „Rekapitalisierung durch die Hintertür“ profitieren. Diese Banken haben zwar ihre Kreditvergabe ausgeweitet, dies ist jedoch hauptsächlich bestehenden Kreditnehmern mit geringer Bonität zugute gekommen. Diese Unternehmen profitierten von Zinssätzen, die häufig unter den Zinssätzen lagen die öffentliche Kreditnehmer mit hoher Bonität zu zahlen hatten. Zudem nutzten sie die günstige Finanzierung, um Schulden abzubauen, statt neue Arbeitsplätze zu schaffen oder zu investieren. Die Autoren zeigen, dass durch OMTs Zombie-Unternehmen durch Endloskredite (Evergreening) am Leben erhalten wurden, was den Banken die Abschreibung der Kredite ersparte.

Der Artikel macht zudem deutlich, dass die Fehlallokation von Kapital den Arbeitsmarkt und das Wachstum im Euroraum schwächt. In Branchen mit einem hohen Anteil an Zombie-Unternehmen müssen gesunde Unternehmen höhere Zinsen zahlen und investieren deutlich weniger als entsprechende Unternehmen in Branchen mit wenigen Zombies. Dies unterstützt die Ansicht, dass die Ankündigung von OMT eine schöpferische Zerstörung verhindert und die Produktpreise niedrig hält. Da das PSPP den durch OMT hervorgerufenen Renditerückgang zusätzlich verstärkt, gilt diese Argumentation auch für die derzeitige geldpolitische Situation.

Ohne schöpferische Zerstörung in kränkelnden Branchen haben Anleger schlicht den Preis solider Vermögenswerte in die Höhe getrieben. Diese dienen nun als Ausgleichsventil, insbesondere in Ländern mit hohen Nettoersparnissen. Die Kehrseite der fallenden Zinsen in Europa zeigt sich daher in aufgeblähten Vermögenspreisen und einer allgemeinen Jagd nach Renditen. So sind beispielsweise die Entwicklungen am deutschen Wohnimmobilienmarkt, wo geringe Hypothekenzinsen in verschiedenen Segmenten zu einer zunehmenden Überbewertung geführt haben, durchaus besorgniserregend. Mario Draghi selbst hat die Risiken einer anhaltend expansiven Geldpolitik für die finanzielle Stabilität eingestanden.

## Was nun?

Das Eurosystem, das auf einer Kombination aus gemeinsamer Geldpolitik und nationaler Finanzpolitik beruht, in dem Regeln aber ohne Angst vor Sanktionen ignoriert werden können, ist fehlerhaft. Durch Mario Draghis „Whatever it takes“-Versprechen hat der implizite Moral-Hazard-Effekt jedoch eine deutlich größere Dimension erreicht.

Letztlich gibt es zwei Optionen. Der Euroraum könnte sich auf eine Fiskalunion mit Sozialisierung der Schulden zubewegen. Alternativ könnten die politischen Entscheidungsträger ein System etablieren, das durch die Wiedereinführung einer marktbasierter Bewertung staatlicher Ausfallrisiken auf mehr finanzpoliti-

<sup>2</sup> V. Acharya, T. Eisert, C. Eufinger, C. Hirsch (2016). Whatever it takes: The Real Effects of Unconventional Monetary Policy. Mai 2016.



## Die dunklen Seiten des QE

---

sche Verantwortlichkeit der einzelnen Mitglieder abstellt. Die erste Möglichkeit wird aufgrund ihrer Unbeliebtheit von den Politikern im Euroraum nicht vorgeschlagen. Die zweite Möglichkeit wäre wohl die Ideallösung, wobei kaum vorstellbar ist, dass Politiker in den Peripherieländern, die auf eine Wiederwahl aus sind, einen Plan zur Anhebung der Risikoaufschläge für die eigenen Staatsanleihen unterstützen würden, der natürlich auch in der Logik der EZB die Wirkungen ihrer Geldpolitik untergeben würde.

Und so hat die EZB seit 2012 sich und die Eurozone in eine Situation manövriert, in der sie zwischen dauerhaft geringem Wachstum, hoher Arbeitslosigkeit und fehlender Reformdynamik einerseits und höheren Risiken für die Bilanzen der Kernländer andererseits gefangen ist. Es bleibt abzuwarten, wie es der EZB gelingen wird, sich aus dieser selbstverschuldeten Zwangslage zu befreien.

© Copyright 2016. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg