



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

10. Januar 2014

**Autor**

Gilles Moec  
+44 20 754-52088  
gilles.moec@db.com

**Editor**

Stefan Schneider

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)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

Wenn die Eurozone – entsprechend der EZB-Prognose – 2014 ein BIP-Wachstum von 1% verzeichnet, dürften sich die in der Region aufgebauten massiven Kapazitätsüberschüsse kaum zurückbilden, so dass disinflationäre Tendenzen bestehen bleiben. Dabei mag ein Preisanstieg, der ein oder auch zwei Jahre hinter dem Inflationsziel der Zentralbank zurückbleibt, noch keine dramatischen Konsequenzen nach sich ziehen, solange die langfristigen Inflationserwartungen fest verankert bleiben. Sollten jedoch private Haushalte und Unternehmen davon ausgehen, dass der nominale Wachstumstrend des BIP dauerhaft niedriger ist, könnte sich der Abbau von Leverage beschleunigen und so die inländische Nachfrage über Gebühr belastet werden, wobei die anhaltende Schwäche der Kreditvergabe bereits derzeit Anlass zur Sorge gibt. Deflationstendenzen haben die unschöne Angewohnheit, sich selbst zu verstärken.

Die EZB scheint der Ansicht zu sein, dass sie mit der „Forward Guidance“ und ihren öffentlichen Überlegungen über das ihr zur Verfügung stehende „Arsenal von Instrumenten“, den richtigen Weg eingeschlagen hat, um die langfristigen Inflationserwartungen stabil zu halten. Dies ist ein durchaus realistisches Szenario und auch unsere Basisprognose. Dennoch bleiben erheblich Abwärtsrisiken – nicht zuletzt, weil die von der EZB durchgeführten Prüfungen der Aktivaqualität und die Stresstests den Druck Leverage abzubauen noch verstärken könnten.

Sollten die Inflationserwartungen tatsächlich sinken, wären die meistdiskutierten Instrumente im Arsenal der EZB – eine weitere Runde sehr langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (vLTROs: very long-term refinancing operations) bzw. ein negativer Einlagenzins – wohl ungeeignet.

Refinanzierungsgeschäfte mit langer Laufzeit (LTROs) sind nur ein schlechter Ersatz für eine quantitative Lockerung (QL), die wiederum in ihrer Schlagkraft hinter der Kreditlockerung („Credit Easing, CE“) – dem Ansatz der Fed – zurückbleibt. Wie auch die quantitative Lockerung führen LTROs zu hohen Überschussreserven; im Gegensatz zur quantitativen Lockerung geschieht dies jedoch nicht dauerhaft und ist eher nachfragegetrieben als durch die Zentralbank gesteuert, da der Erfolg von LTROs letztlich von der Nachfrage der Banken nach Liquidität abhängt. Zudem dürfte der Aufbau umfangreicher Überschussreserven allein kaum zur Konjunkturankurbelung ausreichen, wenn die Banken nach wie vor zögern, diese einzusetzen. In einem solchen Umfeld wäre ein negativer Einlagenzins kontraproduktiv. Wenn weiter hohe Überschussreserven vorhanden wären, könnte eine „Besteuerung“ dazu führen, dass sie für die Kreditvergabe genutzt würden, allerdings ist mittlerweile bereits der größte Teil der durch die beiden ersten LTROs generierten Liquidität abgebaut worden. Die EZB würde die Banken nur schwer davon überzeugen können, höhere Reserven anzuhäufen, wenn sie diese gleichzeitig „besteuert“.



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

---

Kreditlockerung hingegen zielt auf eine Veränderung der Aktiva-Seite der Zentralbankbilanz ab, mit der Absicht, durch den Ankauf von Vermögenswerten die gesamte Renditestrukturkurve zu beeinflussen und die Preise riskanterer Aktiva in die Höhe zu treiben. Zwar könnten einige Transmissionskanäle der Kreditlockerung, wie konsumsteigernde Vermögenseffekte, aufgrund der Finanzierungsstruktur des Euro-Währungsraums eine geringere Wirkung haben als in den USA. Dennoch wäre unserer Ansicht nach eine signifikante Senkung der Renditen auf Staatsanleihen der effektivste Weg mit den geringsten Störeffekten, um diese Anlageklasse für Banken unattraktiver zu machen und damit Anreize zu schaffen, wieder mehr Kredite an den privaten Sektor zu vergeben. Angesichts der zentralen Rollen der Kreditfinanzierung für europäische Unternehmen könnten darüber hinaus Ankäufe von privaten Wertpapieren – insbesondere mit Krediten an kleine und mittelständische Unternehmen hinterlegte ABS (asset-backed securities) – durch die EZB zu einer Belebung der Kreditvergabe beitragen.

BIP-gewichtete Ankäufe von Wertpapieren im gesamten Euro-Raum wären sowohl effizienter als auch politisch akzeptabler als nur auf die Problemländer ausgerichtete Aktionen. Tatsächlich könnte der dadurch induzierte Renditerückgang letztlich die grenzüberschreitende Kreditvergabe, d.h. die ultimative Antwort auf eine Fragmentierung, wieder in Gang bringen. Ankäufe von Wertpapieren sämtlicher Mitgliedsländer, mit dem Ziel, Preise und Inflationserwartungen stabil zu halten, entsprechen wahrscheinlich eher dem Geist des Europäischen Vertrags als ein auf einzelne Länder zielender Ansatz.

Yves Mersch, Mitglied des EZB-Direktoriums, stellte fest, dass der Ankauf eines Portfolios von Staatsanleihen der EWU-Mitgliedsstaaten eine immense wirtschaftliche, rechtliche und politische Herausforderung darstellen würde. Wir teilen die Ansicht. Allerdings sollte diese Option unseres Erachtens nicht tabuisiert werden.



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

### Was, wenn der derzeitige Ansatz erfolglos bleibt?

Die EZB dürfte die weitere Entwicklung wohl mit einiger Spannung beobachten. Vielleicht, aber auch nur vielleicht, könnte die bisherige, expansive Geldpolitik bereits ausreichen, um die vorsichtig einsetzende Erholung der Eurozone abzusichern. Tatsächlich verlangsamt sich das Tempo der fiskalischen Konsolidierung, so dass die inländische Nachfrage etwas Unterstützung bekommt; auch dass die finanziellen Anpassungen des privaten Sektors in einigen Ländern, wie z.B. Spanien, nahezu abgeschlossen sind, sollte helfen. Ein solides Wirtschaftswachstum in den USA, Großbritannien und China dürfte trotz des anhaltend starken Euros dafür sorgen, dass der Außenbeitrag weiterhin einen positiven Beitrag zum Wachstum der Eurozone leistet. Über diesen konjunkturellen Impuls hinaus dürfte der Bilanzbereinigungsprozess bei den Banken in Folge der Prüfung der Aktiva-Qualität und der Stresstests der EZB schließlich zum Anspringen der Kreditvergabe führen, so dass der Erholungsprozess weiter gestärkt würde. Dies ist unser Baseline-Szenario.

Dennoch dürfte ein Wachstum von 1% im Jahr 2014 kaum ausreichen, um die entstandene Produktionslücke zu verringern. Zum Problem der Echtzeit-Messung der Produktionslücke in der geldpolitischen Steuerung sowie der mittlerweile lockereren Beziehung zwischen der Produktionslücke und der Inflation liegt umfangreiche Literatur vor. Allerdings befinden wir uns unserer Meinung nach weit außerhalb des in der Literatur diskutierten „Unsicherheitsbereichs“. Die Europäische Kommission, die OECD sowie der IWF beziffern die Produktionslücke für 2013 auf zwischen -2,5% und -4% des BIP.

Neben der großen Produktionslücke sind auch die nach unten revidierten Schätzungen der Potenzialrate problematisch. Dies ist die Folge des Rückgangs des Kapitalstocks, der durch die seit 2008 sinkenden Investitionen sowie die Verschlechterung des Humankapitals aufgrund steigender Arbeitslosigkeit hervorgerufen wurde, wohingegen die Effekte der – häufig bescheidenen – Strukturreformen in den Problemländern unseres Erachtens weitgehend durch den starken Anstieg der Jugendarbeitslosigkeit wettgemacht werden; welcher zukünftige Produktivitätszuwächse nachhaltig dämpft.

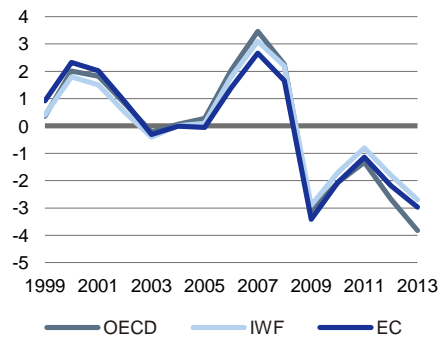
Hohe Überkapazitäten und eine niedrige Inflationsrate in Verbindung mit der Einschätzung, dass das Potenzialwachstum selbst sinkt, können dazu führen, dass die privaten Haushalte und Unternehmen den Eindruck gewinnen, das Nominalwachstum selbst sei dauerhaft gesunken. Dies bedeutet, dass die reale Belastung der akkumulierten Verschuldung dauerhaft gestiegen ist. Daher wäre es eine natürliche Reaktion, die Schuldentilgung voranzutreiben, d.h. den Leverage schneller abzubauen. Dies könnte selbstverstärkend wirken, da ein rascherer Abbau des Leverage die inländische Nachfrage dämpfen und somit zu einer weiteren Ausweitung der Produktionslücke wie auch der Inflation führen würde.

Die Schwäche der Kreditvergabe hält an. Der Kreditimpuls (d.h. die jährliche Veränderung neuer Kredite an Haushalte und Unternehmen) ist weiterhin konsistent mit einem langsameren Rückgang der Binnennachfrage (Grafik 2); um hier aber eine positive Entwicklung zu sehen, wäre eine Trendumkehr bei der Kreditvergabe erforderlich.

Die Stresstests der EZB könnten einer Erholung der Kreditvergabe aus folgenden Gründen im Wege stehen: (i) im Vorfeld der Stresstests entscheiden sich die Banken zu einem schnelleren Abbau von Leverage – während laut EZB der Stresstest die Situation am 31.12.2013 darstellt, hat sie ebenfalls erklärt, im Jahr 2014 erzielte Fortschritte würden bei der Beurteilung (Veröffentlichung im November) berücksichtigt – oder (ii) zur Vermeidung von Marktturbulenzen angesichts der imperfekten Bankenunion mit unzureichendem europäischen Restrukturierungsfonds entscheidet sich die EZB für einen wenig anspruchsvollen

Potenziallücke übersteigt Fehlermarge deutlich

1

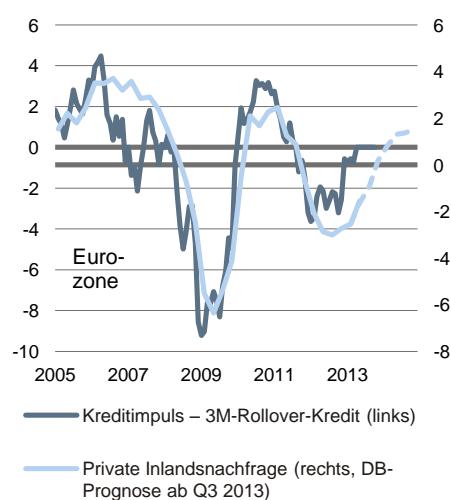


Quelle: Deutsche Bank

Anstieg der Inlandsnachfrage benötigt positiven Kreditimpuls

2

Prozentpunkte des BIP gg. Vj. (links), % (rechts)



Quelle: Deutsche Bank



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

„Stresstest“, der letztlich die Banken nicht veranlasst, wieder Kredite auszureichen, da die erhoffte Verbesserung der Refinanzierungsbedingungen ausbleibt.

Zwar ist ein Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsraum im Survey of Professional Forecasters erst an der zweiten Nachkommastelle zu erkennen. Bei einer Rundung auf die erste Nachkommastelle liegt die 5-Jahresprognose noch bei 1,9%, d.h. exakt im Zielbereich der EZB.

Dabei ist es im Vergleich mit den USA erstaunlich, wie wenig die Inflationserwartungen in der Eurozone schwanken<sup>1</sup>. Die scheinbare Stabilität der langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum könnte durch eine signifikante asymmetrische Verzerrung („asymmetry bias“) beeinflusst sein. So könnte in einem Umfeld, in dem starker Inflationsdruck das am stärksten gefürchtete Risiko für das Baseline-Szenario war, die empfundene konservative Haltung der EZB als Erbin der Bundesbank – im Vergleich zur „laissez faire“-Attitüde der Fed – den Wirtschaftssubjekten ein starkes Gefühl der Sicherheit vermittelt haben.

Umgekehrt, wenn Deflationsdruck zum größten Risiko für das Baseline-Szenario wird, muss die EZB ihre frühere konservative Haltung zumindest in der Perzeption der Wirtschaftssubjekte „ausgleichen“. Die „Forward Guidance“ und die überraschende Zinssenkung vom November haben sicherlich dazu beigetragen, die Wahrnehmung dahingehend zu verändern, und den Eindruck vermittelt, dass die Zentralbank das Deflationsrisiko ernst nimmt. Dies hat sich, gemessen an der sehr zurückhaltenden Reaktion der europäischen Anleihemärkte auf das „Tapering“ der Fed (d.h. dem allmählichen Ausstieg aus dem Anleihekaufprogramm), bislang als effektiv erwiesen. Dennoch müsste die EZB ihrem Versprechen, „wenn nötig mehr zu tun“, konkrete Taten folgen lassen, falls die Konjunkturerholung zum Stillstand kommt. Unglücklicherweise könnten die meistdiskutierten Instrumente, wie eine neuerliche Runde langfristiger Refinanzierungsgeschäfte oder ein negativer Einlagenzins, nach unserer Einschätzung unter Umständen nicht ausreichen, falls sich im Euro-Währungsraum eine echte Deflationsstimmung breitmacht.

### EZB nutzte bislang nur schwache Substitute für QL

Letztlich kann die Ratio hinter der quantitativen Lockerung mit der Antwort Milton Friedmans auf die ihm im Jahr 2000 gestellte Frage beschrieben werden, was die Bank von Japan angesichts des Nullzinsniveaus tun könne, um eine Reflationierung der Wirtschaft zu erreichen. Diese lautet sinngemäß: *Es ist sehr einfach: sie können langlaufende Staatsanleihen kaufen und dies so lange, bis diese Liquiditätszufuhr dazu führt, dass die Wirtschaft expandiert („it's very simple: they can buy long term government securities and they can keep buying them and providing high-powered money until the high-powered money starts getting the economy in an expansion“)*<sup>2</sup>. Grundsätzlich kann die Geldpolitik selbst bei einem Nullzinsniveau noch immer expansiv wirken, einfach indem man die Banken ermutigt, Überschussreserven auf ihren Zentralbankkonten anzusammeln, die letztlich ihren Weg in die Realwirtschaft finden. In einem solchen „reinen QL-Ansatz“ liegt der Fokus auf der Passivseite der Zentralbankbilanz, d.h. die Entscheidung, wie viel Liquidität die Zentralbank den Banken bereitstellt, während die Aktivseite der Zentralbankbilanz (in Friedmans Beispiel der Ankauf von Staatsanleihen) lediglich Mittel zum Zweck ist. Die Höhe der Überschussreserven wurde in den Jahren zwischen 2001 und 2005 sogar zum offiziellen Zielwert der Geldpolitik der Bank von Japan.

<sup>1</sup> Vgl. „Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro area than in the United States?“, Beechey et al, American Economic Journal, April 2011.

<sup>2</sup> Aus „Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound“. Michael Woodford, 2012.



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

Diese Strategie hat die EZB im Ansatz verfolgt, jedoch nie mit der gleichen Entschlossenheit, wie dies in anderen Industrieländern der Fall war.

In der Tat wiesen die vLTROs im Spätjahr 2011/Frühjahr 2012 einige Gemeinsamkeiten mit quantitativen Lockerungsschritten auf, insbesondere was den massiven Anstieg der Überschussreserven angeht, die dieses Instrument verursachte. Dieser Aspekt wird in einem von der EZB veröffentlichten Research Bulletin<sup>3</sup> explizit erwähnt. Unserer Meinung nach stellten die vLTROs niemals einen perfekten Ersatz für eine echte quantitative Lockerung dar.

**Erstens: vLTROs sind eher ein nachfrageabhängiges als angebotsgetriebenes Instrument.** Wenn die Zentralbank Anleihen von Banken erwirbt (QL), kontrolliert sie den Umfang der von ihr zur Verfügung gestellten Geldbasis (deren Anstieg dem Volumen der Wertpapierkäufe entspricht). Im Fall von vLTROs wird die Ausweitung der Geldbasis durch die Bereitschaft der Banken zur Teilnahme an diesem Geschäft bestimmt. Die vLTROs vom Spätjahr 2011 bzw. Frühjahr 2012 erwiesen sich als erfolgreich, da die Nachfrage nach Liquidität im europäischen Bankensektor außerordentlich hoch war. Zu diesem Zeitpunkt hatten selbst französische Banken trotz eines gewissen Abstands zu den Turbulenzen in den Peripherie-Staaten Probleme mit der Refinanzierung am Markt (zum Beispiel als sich die Geldmarktfonds in den USA weigerten, auslaufende Anlagen zu re-investieren). Heute ist der Marktzugang der Banken der Eurozone weitgehend wiederhergestellt; es ist also nicht klar, ob eine Neuauflage der vLTROs im Jahr 2014 mit dem gleichen Enthusiasmus aufgenommen würde.

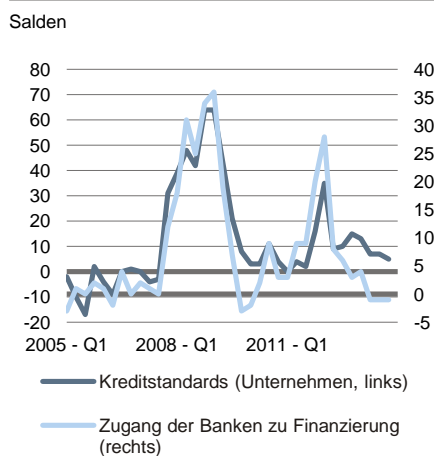
**Zweitens: vLTROs beinhalten die Möglichkeit des Rückflusses.** Bei der puren Form der quantitativen Lockerung erfolgt eine permanente Erhöhung der Geldbasis, da dies die Gegenbuchung zu direkten Wertpapierkäufen darstellt. Dies bedeutet, dass die so entstehenden Überschussreserven nicht „quasi-automatisch“ abgebaut werden. Entweder verbleiben diese für immer auf den Zentralbankkonten der Banken oder sie werden in Form von Krediten bzw. Wertpapierkäufen ihrer „intendierten Nutzung“ zugeführt. Zumindest werden sie dauerhaft zur Verfügung stehen. Im Gegensatz dazu handelt es sich bei vLTROs um Wertpapierpensionsgeschäfte („Repurchase Agreements“) mit bestimmter Laufzeit. Zudem hat die EZB den Banken die Möglichkeit eingeräumt, vLTROs vorzeitig zurückzuzahlen, was sie noch weniger als Substitut für QL erscheinen lässt.

**Letztlich gehören vLTROs eher zu den Instrumenten der EZB, die der Finanzstabilität dienen, als zum eigentlichen Arsenal geldpolitischer Instrumente. Sie tragen nur indirekt zur Erreichung des ultimativen Ziels der Zentralbank, der Preisstabilität, bei.**

Durch die vLTROs erhielt das Thema der Bankenfinanzierung/Liquidität zu einem entscheidenden Zeitpunkt eine sehr willkommene Aufmerksamkeit. Dies ermöglichte es der EZB, zumindest eine wichtige Ursache für die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor zu bekämpfen, und auf diese Weise eine von der Kreditverknappung ausgelöste Deflationsspirale abzufedern. **Allerdings war die Sorge um Liquidität und Refinanzierung nur einer der Gründe, die die Straffung der Kreditkonditionen durch die Banken der Eurozone erklären können.** Zwar hatte sich der Marktzugang der Banken im Jahr 2013 signifikant verbessert; die Kreditbedingungen wurden jedoch nicht entsprechend gelockert. Neben den aus dem Bank Lending Survey hervorgehenden Informationen ist es derzeit sehr frustrierend, dass die Ausreichung von Krediten insbesondere an Unternehmen trotz der von den Banken berichteten

Finanzierungserfordernisse der Banken und Kreditstandards

3



Quelle: Deutsche Bank

<sup>3</sup> Gertler, M und Karadi, P., Macroeconomic effects of large scale asset purchase programs. ECB Research Bulletin, Frühjahr 2013. Hierbei ist zu erwähnen, dass die Ähnlichkeit zwischen der QE1 der Fed und den LTROs in der quantifizierten Analyse der Auswirkungen von Anleihekäufen nicht untersucht wird.

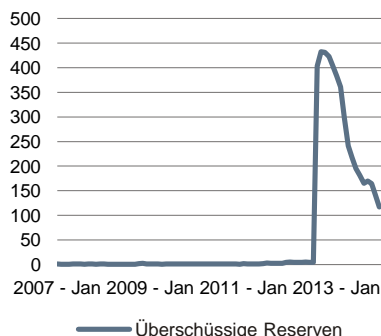


## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

Keine hohen überschüssigen Reserven mehr

4

EUR Mrd.



Quellen: EZB, Deutsche Bank

Normalisierung ihrer Finanzierungsmöglichkeiten weiterhin deutlich zurückgeht. Dabei deutet die unveränderte Zahl abgelehnter Kreditanträge von kleinen und mittelständischen Unternehmen (laut AFS, die ihre Informationen von Kreditnehmern und nicht von Kreditgebern bezieht) darauf hin, dass das Kreditangebot und nicht die Nachfrage nach Krediten das eigentliche Problem ist – zumindest in der Peripherie.

Zwar wurde in den Peripherie-Staaten ein erheblicher Teil der Überschussreserven zum Ankauf eigener Staatsanleihen verwendet, wodurch die Kosten der Kreditaufnahme für die jeweilige Regierung unter Kontrolle blieben und zu niedrigeren Finanzierungskosten für die Wirtschaft insgesamt beitrugen. Dennoch deutet insbesondere die Tatsache, dass die EZB sich dazu gezwungen sah, OMT („outright monetary transactions“), d.h. potentielle Anleihekäufe, anzukündigen, darauf hin, dass der vLTRO-Kanal alleine nicht ausreicht, um die langfristigen Zinssätze dauerhaft unter Kontrolle zu halten.

Diese alles lässt an einem erneuten Erfolg von vLTROs zweifeln. Sollte erneute Unsicherheit bezüglich der Situation der europäischen Banken aufkommen, zum Beispiel, wenn die Märkte weniger positive Ergebnisse der Prüfung der Aktiva-Qualität oder der Stresstests der EZB antizipieren, könnte trotzdem eine weitere Runde von vLTROs angezeigt sein. Diese Operation könnte für die Banken noch interessanter werden, wenn deren Zins über die gesamte Laufzeit auf dem derzeitigen Niveau festgeschrieben wäre, anstatt – wie bei den ersten beiden LTROs – dem gewichteten Durchschnitt der Refi-Sätze über die Gesamtlaufzeit zu entsprechen. Dennoch, während dieses Instrument der EZB sicherlich weiter zur Verfügung stehen sollte, liegt sein Nutzen offensichtlich primär im Bereich des Liquiditätsmanagements. Der Kampf gegen Deflationsdruck verlangt den Einsatz anderer Instrumente.

Unseres Erachtens waren vLTROs immer nur ein schlechter Ersatz für „reine“ quantitative Lockerungsmaßnahmen, die wiederum in ihrer Wirkung hinter einer „Kreditlockerung“ zurückbleiben.

Die offensichtliche Wirkungsbeschränkung des monetaristischen QL-Ansatzes – wie von Friedman dargestellt – liegt darin, dass der Zusammenhang zwischen der Geldbasis und der Kreditvergabe, die die wichtigste Quelle der Geldschöpfung darstellt, sehr locker sein kann. Der Geldschöpfungsmultiplikator, der die Geldbasis (Bargeld und die Einlagen der Banken bei der Zentralbank) mit der Geldmenge (Geld, das von Nichtbanken gehalten und für reale Transaktionen genutzt wird) verbindet, kann in Problemphasen massiv sinken. In der Tat könnten sich die Banken angesichts höherer Kreditrisiken dazu entscheiden, hohe Überschussreserven bei der Zentralbank zu halten, anstatt sie für Ausleihungen zu verwenden. Zumindest erscheint es aber im Fall der quantitativen Lockerung wahrscheinlich, dass aufgrund der dauerhaften Natur dieser Überschussreserven diese „eines Tages“, wenn die „animal spirits“ der Banken wieder erwacht sind, für zusätzliche Geldschöpfung genutzt werden. Darauf muss man zwar gegebenenfalls sehr lange warten, aber bei LTROs könnte die Operation beendet sein, bevor die Banken ihre „animal spirits“ zurückgewinnen.

Tatsächlich steht den Zentralbanken ein kraftvolles Instrument zur Verfügung, das die Banken „zwingen“ würde, die Geldbasis für zusätzliche Geldschöpfung zu verwenden. Sie können mittels eines negativen Einlagenzins eine „Steuer“ auf Überschussreserven erheben. In einem Umfeld, in dem die Marktzinssätze insgesamt niedrig sind, sind die Opportunitätskosten des Haltens von Bargeldreserven (d.h. die Kosten, die entstehen, wenn man die Reserven NICHT nutzt, um Wertpapiere zu kaufen oder Kredite zu vergeben) begrenzt. Werden aber negative Zinsen auf die Überschussreserven erhoben, kann die Zentralbank diese Opportunitätskosten anheben, um die Banken dazu zu bewegen, die Geldbasis wieder zu nutzen, d.h. sie kann den Geldschöpfungsmultiplikator wieder erhöhen.



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

Wir denken allerdings, dass sich das Zeitfenster, in dem die EZB dieses „Druckmittel“ hätte einsetzen können, bereits wieder geschlossen hat. So wurden in der Peripherie die Überschussreserven bereits vollständig in Staatsanleihen angelegt, und in den Kernstaaten haben die Banken bereits einen großen Teil der über vLTROs aufgenommenen Mittel zurückgezahlt. Die einzigen Banken, die noch über umfangreiche – wenngleich rückläufige – Überschussreserven verfügen, sind die deutschen Banken (dort kam die Liquidität nicht von vLTROs, sondern entstand durch Kapitalzuflüsse aus der restlichen EWU auf dem Höhepunkt der Krise). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es unwahrscheinlich, dass die EZB gerade in Deutschland weitere Impulse generieren möchte.

Die EZB könnte eine – etwas „listige“ – Taktik verfolgen und die Banken zunächst dazu bewegen, erneut hohe Überschussreserven aufzubauen, indem sie ihnen ein vLTRO zu einem Festzins anbietet, und die Liquidität dann durch Einführung eines Negativzinses aus den Zentralbankeinlagen der Geschäftsbanken in den Kreditkreislauf treiben. Allerdings sind es genau derartige Spekulationen, die den Erfolg eines weiteren langfristigen Finanzierungs pakets fraglich machen, nicht zuletzt da die EZB derzeit regelmäßig und öffentlich mit der Idee eines negativen Einlagenzinses „spielt“. Entweder würden die Banken davor zurückschrecken, das Risiko eines negativen Carry auf ihre Einlagen überhaupt einzugehen, oder sie würden die aufgenommenen Mittel bei der ersten Gelegenheit zurückzahlen, sollte sich ein negativer Einlagenzins abzeichnen.

Anders ausgedrückt: Ein negativer Einlagenzins und weitere massive Liquiditätsspritzen könnten sich letztlich gegenseitig ausschließen. Neben den üblichen Bedenken hinsichtlich der schädlichen Auswirkungen eines negativen Einlagenzinses auf die Kreditvergabe – die Banken wären versucht, diese „Steuer“ auf dem Weg höherer Kreditzinsen oder Kontogebühren an ihre Kunden weiterzugeben – könnte dies eine weitere Erklärung sein, warum im EZB-Rat kein Konsens über einen negativen Einlagenzins erzielt werden konnte.

Bei allem Aktionismus, den die Fed in den USA an den Tag legt, ist doch festzuhalten, dass sie im Jahr 2008 begonnen hat, Zinsen auf Überschussreserven zu zahlen und dies beibehalten hat. Die Fed rechtfertigt dies mit der Notwendigkeit, den effektiven Zins für Fed Funds in der Nähe des Zielwerts zu halten.

Tatsächlich ist die Fed relativ wenig daran interessiert, wie die Banken die von ihr geschaffene Geldbasis verwenden. Sie fokussiert mehr auf die Aktiv-Seite ihrer Bilanz, d.h. welche Wertpapiere sie kauft, als auf die Passiv-Seite, d.h. wie viel Geld sie den Banken leiht. Auch wenn diese Abgrenzung mittlerweile fast vollständig aus der Politikdebatte verschwunden ist, so hat Ben Bernanke zumindest früher den Ausdruck „Kreditlockerung“ dem der „quantitativen Lockerung“ vorgezogen, da sich die Fed auf die Zusammensetzung der von ihr gehaltenen Schuldtitel konzentriert und darauf, wie dies die Kreditkonditionen für private Haushalte und Unternehmen beeinflusst („*on the mix of loans securities it holds and how this composition of assets affects credit conditions for households and businesses*“<sup>4</sup>). Für die Fed stellen durch ihre Käufe ausgelöste Verdrängungs- und Reallokationseffekte in den Portfolien von Banken und Investoren den wichtigsten Transmissionskanal ihrer unkonventionellen Geldpolitik dar. Letztlich ist eine massive Ausweitung der Geldbasis alleine kein ausreichend starkes Instrument.

Bislang ist die EZB vor einem solchen Ansatz zurückgeschreckt. Das Volumen der von der EZB seit 2008 initiierten Anleiheankaufprogramme beläuft sich auf lediglich 3,5% des BIP (CPPP 1 und 2 – Covered bonds – und SMPs – Staatsanleihen) gegenüber 25,6% des BIP im Fall der Fed und 26,3% im Fall der Bank von England. Neben den unterschiedlichen Volumina wurden auch die Wertpapierankaufprogramme der EZB – wie z.B. das SMP-Programm – niemals

<sup>4</sup> Siehe auch die Rede Ben Bernankes an der LSE unter dem Titel „The crisis and the policy response“ vom 13. Januar 2009.



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

---

in der Form propagiert, wie dies bei der Fed oder der britischen Notenbank der Fall war (so wurde z.B. kein Zeitrahmen für die SMPs veröffentlicht oder eine Andeutung darüber gemacht, welche Wertpapiere in welchem Umfang gekauft werden sollten).

### Kreditlockerung statt QL: Mehr als reine Semantik

Eine Kreditlockerung wirkt über zwei Hauptkanäle:

**Erstens werden die realen Finanzierungskosten für die Kreditnehmer gedrückt.** Die Entscheidung, mehr Kredit aufzunehmen, ist unter anderem von der Differenz zwischen der erwarteten Inflationsrate und dem Zinssatz über die Laufzeit der Investition abhängig. In einer Situation, in der die Produktionslücke sehr groß ist und eine Verbesserung für längere Zeit nicht erwartet wird, wird die Inflation wahrscheinlich sinken. Selbst eine Zinssenkung auf Null könnte dann nicht ausreichen, um die Langfristzinssätze auf ein mit der erwarteten Preisentwicklung in Einklang stehendes Niveau zu drücken, falls die Laufzeit- und Risikoaufschläge nicht sinken.

**Diese beiden Aufschläge können durch den Ankauf langlaufender Staatsanleihen gesenkt werden.** Erstens wird die Laufzeitprämie durch die Verknappung, die dadurch entsteht, dass die Zentralbank einen erheblichen Teil des Anleihebestands vom Markt nimmt, künstlich nach unten gedrückt. Zweitens sinkt die Risikoprämie, da durch die Bereitschaft der Zentralbank, die Regierungen zu finanzieren, wenngleich auf indirektem Weg, deren finanzielle Situation beherrschbarer wird.

**Zweitens lösen die Anleihekäufe durch die Notenbank positive Vermögenseffekte aus, die zusätzliche private Ausgaben induzieren können.** Der Entzug einer signifikanten Menge risikofreier Vermögenswerte aus dem Markt wird zu einer Portfolioallokation hin zu riskanteren Aktiva (Aktien, Unternehmensanleihen) führen und so deren Kurse in die Höhe treiben. Vermögenseffekte können zu einer Erhöhung der Verbraucherausgaben führen, indem sie die Konsumneigung verstärken (ein steigender Wert von Finanzanlagen senkt die Notwendigkeit zu sparen, bis eine angestrebte Vermögens-/Einkommensquote erreicht ist) und die Investitionen stützen, da die zunehmende Kapitalisierung der Unternehmen über den „Tobins q“-Mechanismus zu höheren Investitionen führt (wenn der Marktwert einer zusätzlichen Kapitaleinheit die Wiederbeschaffungskosten übersteigt, kann ein Unternehmen seine Gewinne durch Investitionen steigern). Im Übrigen wird durch den Renditerückgang bei Staatsanleihen der Schuldendienst der öffentlichen Hand reduziert, so dass Steuererhöhungen vermieden werden können, die die private Nachfrage dämpfen würden. Schließlich kann die Notenbank die Preise wichtiger Vermögenswerte direkt ins Visier nehmen, um bestimmte Bereiche der Wirtschaft zu stützen, die sie für entscheidend für die allgemeine Erholung hält; so kaufte z.B. die Fed MBS („Mortgage-Backed Securities“; mit Hypothekenkrediten hinterlegte Wertpapiere) um die Erholung des Immobilienmarktes voranzutreiben.

Eine Erhöhung der Überschussreserven der Banken – insbesondere mit zeitlicher Begrenzung, wie dies bei den LTROs der Fall war – muss nicht notwendigerweise Auswirkungen auf die tatsächlichen Ausleihungen haben, es sei denn, die zögerliche Kreditvergabe der Banken liegt hauptsächlich in ihren eigenen begrenzten Finanzierungsmöglichkeiten begründet. Dagegen führen höhere Vermögenspreise zu einer Verbesserung der Bilanzpositionen der Unternehmen, so dass diese höhere Sicherheiten für externe Finanzierungen vorweisen können, was das Risiko für die Kreditgeber reduziert; dies entspricht dem von Bernanke und Gertler erörterten Mechanismus<sup>5</sup>. **Niedrigere Zinsen über die**

---

<sup>5</sup> Vgl. „Agency costs, collateral and business fluctuations“, NBER WP Nr. 2015, 1986.





## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

---

gesamte Renditestrukturkurve hinweg sowie höhere Preise für riskantere Vermögenswerte schaffen nicht nur Gelegenheiten für Kreditnehmer, mehr Mittel aufzunehmen (Nachfrageseite), sondern tragen auch indirekt dazu bei, das Mittelangebot zu erhöhen.

Daher werden deflationäre Kräfte mit einer Kreditlockerung an zwei Fronten bekämpft: Die Finanzierungskosten sinken zusammen mit dem vorübergehenden Rückgang der Inflation, der durch die negative Potenziallücke entsteht, und die Nachfrage wird angekurbelt, was hilft, die Produktionslücke rascher zu schließen.

Hoffmann und Zhu von der BIZ<sup>6</sup> haben unlängst die Marktreaktionen auf Ankäufe von Aktiva sowohl in den USA als auch in Großbritannien untersucht. Ihre Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich die Inflationserwartungen (gemessen anhand von Marktdaten bzw. Prognosen der Experten) nach ihrem drastischen Rückgang infolge des Zusammenbruchs von Lehman Brothers nach der Ankündigung des ersten Anleiheankaufprogramms der Fed im Spätjahr 2008 und zu Beginn des Jahres 2009 erholten; die Wirkung der darauffolgenden Programme ist jedoch weniger eindeutig. Ihre Methode der Event Study, d.h. die Untersuchung der Marktreaktion am Tag der Ankündigung, ist nicht sehr aussagekräftig bezüglich Auswirkungen der ersten Programme. Dagegen zeigte eine Regressionsanalyse, die Überraschungseffekte (Abweichung vom Konsens) bei der Veröffentlichung wichtiger makroökonomischer Daten auf die Inflationserwartungen eliminiert, dass „die Auswirkungen der Ankaufprogramme zumeist statistisch signifikant waren“, selbst wenn das Ausmaß der Auswirkungen einzelner direkter Notenbankaktionen deutlich variiert.

### Wie würde sich eine Kreditlockerung auf den gesamten EWU-Währungsraum auswirken?

Wenn man – auf Basis der Erfahrungen in den USA und Großbritannien – davon ausgeht, dass eine Kreditlockerung zumindest zu höheren Marktbewertungen und Inflationserwartungen führen kann, könnte man immer noch gegen Kreditlockerung durch die EZB vorbringen, dass deren realwirtschaftliche Effekte – und somit die Möglichkeit, die Produktionslücke zu schließen – im Euro-Währungsraum deutlich geringer sind als in den USA und in Großbritannien.

Die Neigung, Vermögenszuwächse „auszugeben“ – die im Übrigen äußert schwierig zu quantifizieren ist – weicht im Euroraum nicht notwendigerweise deutlich von den USA oder Großbritannien ab. So fanden Boone und Girouard mit Hilfe einer Paneldatenschätzung für ausgewählte OECD-Länder<sup>7</sup> eine kurzfristige Elastizität des privaten Verbrauchs zu Veränderungen des Finanzvermögens in Höhe von 0,08 in Frankreich und 0,11 in Italien, gegenüber nur 0,06 in den USA (dies bedeutet, ein Anstieg des Finanzvermögens um 10% würde den privaten Verbrauch in Frankreich um 0,8% in die Höhe treiben). Unlängst stellte auch Skudelny in einem EZB Working Paper<sup>8</sup> fest, dass diese Elastizität im gesamten Euroraum zwischen 0,024 und 0,036 liegt, was Boone und Girouard nicht zwangsläufig widerspricht, da in Deutschland – wo der Aktienbesitz privater Haushalte nur halb so hoch ist wie in Frankreich und Italien – üblicherweise nur sehr geringe Vermögenseffekte verzeichnet werden.

Allerdings besteht ein erstaunlicher Unterschied in der schieren Größe des von US-amerikanischen Haushalten angehäuften Finanzvermögens. Legt man den Daten der Fed („flow of funds“) die gleiche Definition des Nettofinanzvermögens

---

<sup>6</sup> Vgl. „Central bank asset purchases and inflation expectations“, BIZ, Quarterly review, März 2013.

<sup>7</sup> Vgl. „The stock market, the housing market and consumer behaviour“, OECD Economic Studies Nr. 35, 2002/2.

<sup>8</sup> Vgl. „Euro area private consumption: is there a role for housing wealth effects“, ECB Working Paper Series Nr. 1057, Mai 2009.



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

zugrunde wie Skudelny in seiner Studie zum Vermögen der privaten Haushalte in Europa, so ist das Vermögen der US-amerikanischen Haushalte um das 2,5-fache höher als das der Europäer<sup>9</sup>. Um die Dimensionen der Vermögenseffekte jenseits des Atlantiks zu verdeutlichen: Im Jahr 2013 stieg das Finanzvermögen der US-Haushalte um 9% (zum Teil dank QE3). Unterstellt man dabei eine Elastizität von 0,03 (dies entspricht Skudelny's Annahme für Europa), so ergibt sich ein BIP-Anstieg um 1% – vor Zweitrundeneffekten durch Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen –, die von Boone und Girouard geschätzte Elastizität ergibt sogar einen BIP-Anstieg um 2%. Im Euro-Währungsraum würde sich die gleiche Erhöhung der Nettofinanzvermögen bei einer Elastizität von 0,03 in einem Anstieg des BIP um lediglich 0,5% niederschlagen. **Mit anderen Worten: Die für Europa zu erwartende Wachstumswirkung dürfte aufgrund der Unsicherheit bezüglich des Ausmaßes der Vermögenseffekte und des deutlich niedrigeren Bestands an akkumulierten Vermögen im Vergleich zu den USA nur etwa ein Viertel bis die Hälfte betragen.**

Es ist offensichtlich, dass eine Kreditlockerung auch die Preise von Wohnimmobilien in die Höhe treiben kann, und dies insbesondere dann, wenn sich die Notenbank – wie es die Fed gerade tut – auf Ankäufe von mit Hypothekenkrediten hinterlegten Wertpapieren (MBS) fokussiert. Allerdings ist der Übertragungsmechanismus in den USA einfacher, da dort eine standardisierte Anlageklasse existiert und die tatsächlichen Kreditzinsen zum Zeitpunkt der Kreditvergabe in direktem Zusammenhang zu Nachfrage- und Angebotsbedingungen am MBS-Markt stehen. In Europa liegen die Dinge komplizierter. Zwar erlauben es Pfandbriefe (Covered Bonds) den Banken, die Laufzeit ihrer Mittel mit der ihrer langfristigen Hypothekendarlehen abzugleichen; der Grad der Standardisierung ist jedoch deutlich niedriger als in den USA und der Zusammenhang zwischen der Rendite auf eine spezifische Bankrefinanzierungsquelle und dem Zinssatz, der von den Banken auf Hypothekendarlehen erhoben wird, ist in den meisten europäischen Ländern relativ begrenzt.

In jedem Fall **dürfte jedoch die Wirkung von Immobilienvermögen auf die Verbraucherausgaben begrenzt sein. Laut Skudelny's Berechnungen belief sich der Effekt auf lediglich 0,7-0,9% der nominalen Immobilienpreise. Nach Boon und Girouard hatte die Veränderungen der Immobilienpreise in Frankreich keine signifikante Wirkung auf die kurzfristige Beziehung der beiden Parameter des Modells und in Italien das falsche Vorzeichen.**

Für die Auswirkungen der Marktkapitalisierung auf die Unternehmensinvestitionen in reale Vermögenswerte liegen uns keine aktuellen Schätzungen vor. Allerdings zog der „Tobins q“-Mechanismus in den 1980er und 90er Jahren große Aufmerksamkeit auf sich, als der „Big Bang“ an einer Reihe von Aktienmärkten es deutlich mehr Unternehmen erlaubte, in Echtzeit ihren Marktwert zu beziffern, und die signifikante Varianz der Aktienkurse (z.B. durch den Zusammenbruch des Aktienmarkts im Jahr 1987) eine gute Voraussetzung bot, um die Auswirkungen der Marktbewertungen auf die Investitionsentscheidungen von Unternehmen zu testen. Interessanterweise zeigt die OECD in ihrer klassischen Studie von 1993<sup>10</sup>, dass während in den USA und Großbritannien die Kausalität – im Sinne des Granger-Tests – klar von der Marktbewertung zur Investition verläuft, in Europa keine solche Kausalität festgestellt werden kann.

Schließlich **könnten diese Unterschiede des „Tobins q“-Effekts nur den großen strukturellen Unterschied zwischen Europa auf der einen Seite und den USA und Großbritannien auf der anderen Seite widerspiegeln: die Rolle der Finanzintermediation. In der Tat erfolgt die überwältigende Mehrheit der Investitionsfi-**

<sup>9</sup> Diese Abweichung lässt sich möglicherweise zum Teil damit erklären, dass in der Alterssicherung vieler europäischen Länder Umlageverfahren vorherrschen.

<sup>10</sup> Vgl. „The Stock Market and investment“, by Warren Tease, OECD Economic Studies Nr. 20, Frühjahr 1993.



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

finanzierungen im Euro-Raum über Darlehen, während in den USA die Emission von Wertpapieren – einschließlich Aktien – dominiert.

Dies bedeutet jedoch nicht, dass eine Kreditlockerung in Europa intrinsisch weniger effektiv wäre, sondern dass ihre Transmissionskanäle wahrscheinlich deutlich von denen des angelsächsischen Modells abweichen.

Erstens wird in den USA der „Effekt höherer Sicherheiten“ der, wie von Bernanke und Gertler beschrieben, von höheren Vermögenspreisen herrührt, überwiegend durch die Immobilienpreise und daher die Kreditvergabe an private Haushalte übertragen (durch die Möglichkeit, Kapital aus einem Haus zu ziehen, ohne es zu verkaufen, was im Euro-Raum nahezu unmöglich ist). In Europa funktioniert dies vermutlich eher über die Unternehmenskredite (wenn man zum Beispiel die Leverage-Ratio mit der Marktkapitalisierung vergleicht).

Zweitens, und von fundamentalerer Bedeutung, kann eine Kreditlockerung funktionieren, indem die Vermögensallokation der Banken zwischen Staatsanleihen und Ausleihungen an den privaten Sektor verändert wird. Dass die über LTROs zur Verfügung gestellten Mittel überwiegend zum Ankauf von Staatspapieren der Euro-Peripheriestaaten genutzt wurden, ohne die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen zu stärken, wird nun der EZB häufig als Kritik vorgehalten. Ein weiterer Ansatz in diese Richtung – der offensichtlich von Bundesbankpräsident Jens Weidmann befürwortet wird – besteht in einer Veränderung des regulatorischen Umfelds dahingehend, dass inländische Staatsanleihen mit einer entsprechenden Risikogewichtung in die Berechnung der Kapitalquoten von Banken eingehen. Allerdings wären unserer Ansicht nach Anleihekäufe der EZB, die durch sinkende Renditen auf Staatsanleihen den Banken die Möglichkeit nähmen, große Carry-Trade-Margen zu erwirtschaften, eine bessere Alternative, die weniger Störpotenzial beinhaltet, da viele Regierungen der Euro-Mitgliedsstaaten sich noch immer in einer zu unsicheren Finanzierungssituation befinden, als dass sie ohne alternativen Käufer einfach von der Unterstützung der Banken abgekoppelt werden könnten, wie dies bei der Einführung von Risikogewichtungen passieren könnte.

So haben wir 2013 in unserer Publikation „Focus Europe“<sup>11</sup> gezeigt, dass für die Banken der Eurozone die Anlageallokation zwischen Anleihen und Krediten über die letzten zehn Jahre recht gut mittels eines simplen Modells mit nur zwei Variablen erklärt werden kann: der Economic Confidence Index der EU-Kommission (der den Zustand einer Volkswirtschaft darstellt und somit sowohl die Nachfrage des Unternehmenssektors nach externen Finanzierungen für Investitionen und Lagerhaltung als auch die Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer abbildet) sowie der Steilheit der Renditestrukturkurve, d.h. der Differenz zwischen den deutschen 10-Jahreszinsen und dem EONIA-Zinssatz.

Offensichtlich könnten die Banken höhere Margen verdienen, indem sie Kredite an private Kreditnehmer zu Zinsen ausreichen, die die Renditen auf Staatsanleihen übersteigen. Aber:

- Die Banken könnten dann in die Falle einer „adversen Selektion“ oder Negativauslese tappen, und als Kreditnehmer nur Privatpersonen oder Unternehmen anziehen, die bereits sind, Darlehen zu solch hohen Zinsen aufzunehmen, da sie „verzweifelt“ sind oder nur unzureichende Sicherheiten bieten können, während die Kunden mit „gutem Risiko“, d.h. soliden Geschäftsaussichten, es vorziehen würden, ihre Finanzierung aufzuschieben.
- Angesichts des derzeitigen Renditeniveaus für Staatsanleihen der Peripherie erwirtschaften die Banken eine ausreichend hohe Marge, um ihre Kosten zu decken und sogar Gewinne zu erzielen.

Modell setzt Renditekurve in Beziehung zum Kauf von Staatsanleihen durch die Banken ...

5

Abhängige Variable: Nettokapitalströme von Käufen von Staatsanleihen durch monetäre Finanzinstitute (EUR Mrd.)

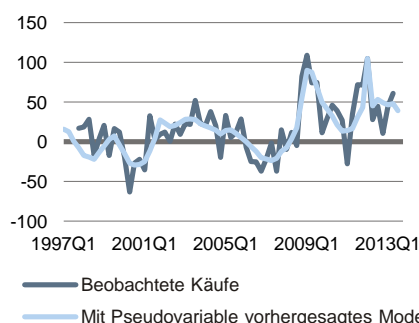
	Koeffizient	t-stat
EC ESI	-2,3	7,0
Renditekurve	9,0	3,3
Langfristiges Refinanzierungsgeschäft, Pseudovariable	64,2	3,1
Konstante	231,1	7,0
R2	0,7	
Durbin Watson	2,0	
Schätzperiode	1999 Q4 / 2013 Q2	

Quelle: Deutsche Bank

... zeigt eine gute historische Anpassungsfähigkeit

6

EUR Mrd.



Quelle: Deutsche Bank

<sup>11</sup> Vgl. „The AQR and the bank/sovereign nexus“, 11. Oktober 2013.



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

---

Massive Ankäufe von Staatsanleihen durch die Notenbank, die die Renditen sinken lassen, würden es den Banken sehr schwer machen, ohne eine Diversifizierung ihrer Anlagen weiter Gewinne zu erzielen. Gleichzeitig könnten die Banken wahrscheinlich Kreditnehmer mit „guter Risikostruktur“ im privaten Sektor finden, wenn man bedenkt, welche Renditen auf Staatsanleihen gezahlt werden – 4% auf 10-jährige italienische und spanische Titel.

[Um diesen Ansatz der „Kurvenkompression“ zu ergänzen, könnte die EZB gleichzeitig Unternehmensanleihen und ABS aufkaufen.](#)

Selbst Unternehmensanleihen geringerer Qualität werden derzeit gut gehandelt, so dass es merkwürdig erscheinen mag, die Renditen durch Käufe der Notenbank weiter zu drücken. Es sollte jedoch nicht vergessen werden, dass wir in dieser Studie eine Welt analysieren, in der die jetzige Erholung wieder ausgebremst wird, was möglicherweise eine Neubewertung an den Kreditmärkten auslöst, insbesondere in einer Situation, in der die anhaltende Normalisierung der amerikanischen Geldpolitik die Renditen auf internationale risikofreie Anlagen in die Höhe treibt. Ein fundamentalerer Aspekt ist zudem, dass sinkende Zinsen auf Unternehmensanleihen die logische Konsequenz hätten, dass die Kreditnehmer sich zunehmend weg vom Bankkredit Richtung Kapitalmarktfinanzierung orientieren. Dies könnte letztlich die Banken aus Angst vor dem Verlust von Marktanteilen zu einer Reaktion zwingen. Zwar hat die Mehrheit der Unternehmen im Euro-Raum keinen Zugang zum Anleihemarkt. Wenn jedoch ein steigender Anteil derjenigen, die Anleihen begeben können, auf Kredite verzichten, wird den Banken kaum eine Alternative bleiben, als sich unter den Mittelständlern Kreditnehmer mit guter Bonität zu suchen.

[Schließlich würden ABS-Käufe durch die EZB, insbesondere durch Kredite und mittelständische Unternehmen besicherte Papiere, einen zusätzlichen Anreiz bieten.](#) In der Tat erscheint die Verbriefung des Risikos bei Unternehmenskrediten als attraktive Lösung in einem Umfeld, in dem es den Banken schwerfällt, ihr Risiko insgesamt zu reduzieren und trotzdem eine vernünftige Zinsmarge zu erwirtschaften.

Der häufig vorgebrachte Einwand zu diesem Ansatz ist der begrenzte zur Verfügung stehende Bestand an ABS. Unser Zinsstrategie-Team<sup>12</sup> schätzt das Volumen der ABS, die ein Rating von mindestens BB- genießen, auf nicht mehr als EUR 513 Mrd.; die überwältigende Mehrheit der Papiere dürfte mit Immobilienkrediten unterlegt sein. Im gesamten Euro-Raum sind Wertpapiere mit einem Umfang von lediglich EUR 50 Mrd. mit Krediten an mittelständische Unternehmen unterlegt. Unseres Erachtens stellt dies nicht unbedingt ein großes Hindernis dar. Tatsächlich sind wir der Ansicht, dass der größte Nutzen der Wertpapierkäufe durch die EZB darin läge, eine Entwicklung in Gang zu bringen und einen Markt aufzubauen, so dass ein signifikanter Anteil der Unternehmenskredite aus den Bankbilanzen herausfallen könnte. [Das Problem liegt hier, wie allgemein bei der Kreditlockerung in der Währungsunion, im wirtschaftspolitischen Bereich.](#) Die Bewertung der Risiken, die mit der Belastung der Bilanz des Eurosystems durch eine solch neue Anlageklasse auf potenziell dauerhafter Basis einhergehen, würde einen sehr hohen Grad an Vertrauen unter den verschiedenen nationalen Zentralbanken erfordern, die wahrscheinlich letztlich ihre eigenen Modelle nutzen müssten, da die Rating-Agenturen üblicherweise keine kleinen und mittelständischen Unternehmen bewerten.

---

<sup>12</sup> Vgl. „Talking the talk, but will they walk the walk“. 22. November 2013.



## Kreditlockerung und Fragmentierung Europas: Polit-ökonomische Probleme

Virtuelle oder tatsächliche Käufe von Staatsanleihen durch die EZB waren bisher auf Wertpapiere bestimmter Emittenten ausgerichtet, entweder durch eine Ermessensentscheidung der Zentralbank selbst (Securities Market Programme) oder weil die Intervention einem Ersuchen der jeweiligen Regierung im Rahmen der Europäischen Unterstützung des Europäischen Stabilitätsmechanismus unterlag. Wenn die EZB jedoch zu einer Kreditlockerung übergehen müsste/würde, wäre unserer Ansicht nach der Kauf unterschiedlicher Anlagen verteilt auf nationale Emittenten, z. B. nach dem Kapitalschlüssel der EZB, der zu präferierende Weg.

- Erstens befinden sich einige Länder der Eurozone derzeit nicht in besonders gutem wirtschaftlichem Zustand (Frankreich, Niederlande und Finnland), so dass eine Lockerung der Kreditpolitik hilfreich wäre.
- Zweitens könnten Renditerückgänge in den Kernländern der Eurozone, zusammen mit einer zumindest soliden Finanzposition der dortigen Banken, die grenzüberschreitende Kreditvergabe in den Peripherieländern wieder in Gang setzen. BIP-gewichtete Käufe würden insgesamt zu Renditerückgängen in der Währungsunion führen; die Zinsabstände zwischen den Kernländern und den Peripherieländern würde jedoch bestehen bleiben. Seit dem Beginn der Eurokrise hat das Eurosystem praktisch private Investoren substituiert, indem es inländischen Banken Liquidität zur Verfügung stellte, die diesen erlaubte, Anlagen zu erwerben, die von Ausländern verkauft wurden. Eine Erholung der grenzüberschreitenden Kreditvergabe wäre der beste Schutz gegen die Fragmentierung.
- Drittens wäre, wenn sich Investoren äußerst avers gegenüber Investitionen in den Peripherieländern zeigen würden, die einzige probate Alternative zu unattraktiven Anlagen in den Kernländern eine Anlage in Nicht-Euro-Papieren, womit eine (willkommene) Abwertung des Euro ausgelöst würde.
- Viertens würden solche breit angelegten Käufe unserer Einschätzung nach dem Geist des Europäischen Vertrages eher entsprechen als die Outright Monetary Transactions (oder das Security Markets Programme). In der Tat erlaubt die EZB-Satzung Käufe von Staatsanleihen zu geldpolitischen Zwecken. Eine Kreditlockerung, von der der gesamte Währungsraum profitiert und die eindeutig durch die Notwendigkeit motiviert ist, Deflationsdruck zu bekämpfen – in vollständiger Übereinstimmung mit dem der EZB vom Europäischen Vertrag gesetzten Ziel – fällt deutlicher in den Bereich der Geldpolitik.

Es liegt auf der Hand, dass eine weitere Senkung der Zinsen auf Staatsanleihen in Deutschland – oder zumindest Widerstand gegen den leichten Aufwärtstrend seit dem jüngsten Tiefstand von 1,68% auf eine 10jährige Staatsanleihe am 18. November – bei lokalen Sparern kaum populär sein dürfte. Langfristig kann die Kreditlockerung jedoch einige positive Effekte nach sich ziehen. Lang anhaltende starke Unterstützung für riskantere Anlagen dürfte im Endeffekt einen Teil des angesammelten Vermögens in Richtung Aktienanlagen verlagern. Dies würde die deutschen Portfolios dem europäischen Durchschnitt annähern und ihre Gesamrendite anheben, die angesichts der demografischen Herausforderungen ausreichend hoch sein müsste, um in der Zukunft genügend Ersatznahmen zu kreieren.



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

---

Es ist offensichtlich, dass eine solche Konstellation ein starkes Moral-Hazard-Problem in den Peripherieländern (und anderswo) auslösen könnte, da die Kreditlockerung, wie von uns in der vorliegenden Analyse beschrieben, den Regierungen als Vorwand dienen könnte, ihre haushaltspolitischen/strukturellen Reformzusagen nicht zu erfüllen. Dies wäre ein offensichtlicher Nachteil gegenüber OMT, bei denen klare und detaillierte Auflagen – und Überwachung – erforderlich wären. Dies stünde damit auch dem, was einige Peripherieländer dringend benötigen, entgegen, d.h. einer höheren potenziellen Wachstumsrate, die letzten Endes die beste Garantie wäre, dass ihre öffentlichen und privaten Schulden tragfähig sind.

Kurz gesagt, es gibt es keine adäquate Methode, das für eine Kreditlockerung erforderliche Tempo mit der Notwendigkeit, die Regierungen auf dem richtigen Haushalts- und Reformpfad zu halten, in Einklang zu bringen.

Die Situation im Euroraum hat sich jedoch seit 2010/2011 verändert. Die meisten Regierungen haben erhebliche Fortschritte erzielt, was ihre strukturellen Defizite anbetrifft, einschließlich solcher Extremfälle wie Griechenland. Außerdem besteht jetzt Konsens in Europa, unterstützt vom IWF und zumindest implizit von der deutschen Regierung, dass die haushaltspolitischen Ziele realistischer sein müssen. Die Fiskalpolitik – mit der Zustimmung der Europäischen Kommission für 2014 – wird auf jeden Fall viel weniger restriktiv sein als zum Höhepunkt der Sparmaßnahmen 2011/2012. Die Kreditlockerung würde in den Ländern, die sich in wirtschaftlichen Schwierigkeiten befinden, nicht unbedingt eine Milderung der fiskalischen Restriktion auslösen, aus dem einfachen Grunde, da dies bereits geschieht.

Bezüglich der Strukturreformen wurden eher punktuelle Fortschritte erzielt. Während die Anpassungsmaßnahmen in Spanien beeindruckend waren – in letzter Zeit nur verzögert durch eine weitere umfassende Rentenreform –, ist die relative Passivität Italiens beunruhigend. Jedoch sehen wir dort zumindest Zeichen der politischen Stabilisierung, die erste Voraussetzung für Reformen.

Dennoch könnte die Wechselwirkungen von Kreditlockerung und OMT bereits vor einer tatsächlichen Nutzung durchaus problematisch sein. Die bloße Existenz der Kreditlockerung – unter der Annahme, dass sie nicht vom Bundesverfassungsgericht gekippt wird – könnte das Überleben der OMTs als separates Instrument gefährden: Warum sollte das Bundesverfassungsgericht einen länderspezifischen Ansatz mit fragwürdiger geldpolitischer Fundierung akzeptieren, wenn es ein überzeugenderes länderübergreifendes Instrument gäbe? Technisch gesehen ist es sehr wahrscheinlich, dass das Bundesverfassungsgericht seine Entscheidung zu den OMTs zu Beginn des Jahres 2014 verkündet, bevor eine wirkliche Debatte über die quantitativen Lockerungen im EZB-Rat begonnen haben dürfte. Es ist jedoch ein nicht zu vernachlässigendes Risiko, dass das Bundesverfassungsgericht in seinem Beschluss über die OMTs Einschränkungen schafft, die für jede Art von Anleihekäufen – also auch für Kreditlockerung – relevant sein könnten.

### Fazit: Debatte notwendig

Dass die Kreditlockerung in der Eurozone politisch schwieriger sein dürfte als in den USA, ist offensichtlich und rechtfertigt ihren Einsatz nur unter extremen konjunkturellen Umständen. Dennoch sind wir nicht der Ansicht, dass die Option vorschnell verworfen oder gar tabuisiert werden sollte. Zwar sind die ökonomischen Auswirkungen eines solchen Instruments in Europa unsicher. In den USA waren sie ebenfalls unklar – und werden weiterhin lebhaft diskutiert. Insgesamt



## Argumente für eine quantitative Lockerung der EZB

---

vertreten wir die Einschätzung, dass es in dem hier diskutierten Rahmen funktionieren könnte. Eine detaillierte Diskussion darüber, wie Europa die Kreditlockerung anwenden könnte, falls sich die gegenwärtige Erholung nicht fortsetzen sollte, wäre unserer Einschätzung nach zu begrüßen.

Gilles Moec (+44 20 754-52088, [gilles.moec@db.com](mailto:gilles.moec@db.com))

Deutsche Bank Research

# Die Welt verstehen

*Leistung aus Leidenschaft*



interaktive Landkarten benutzen

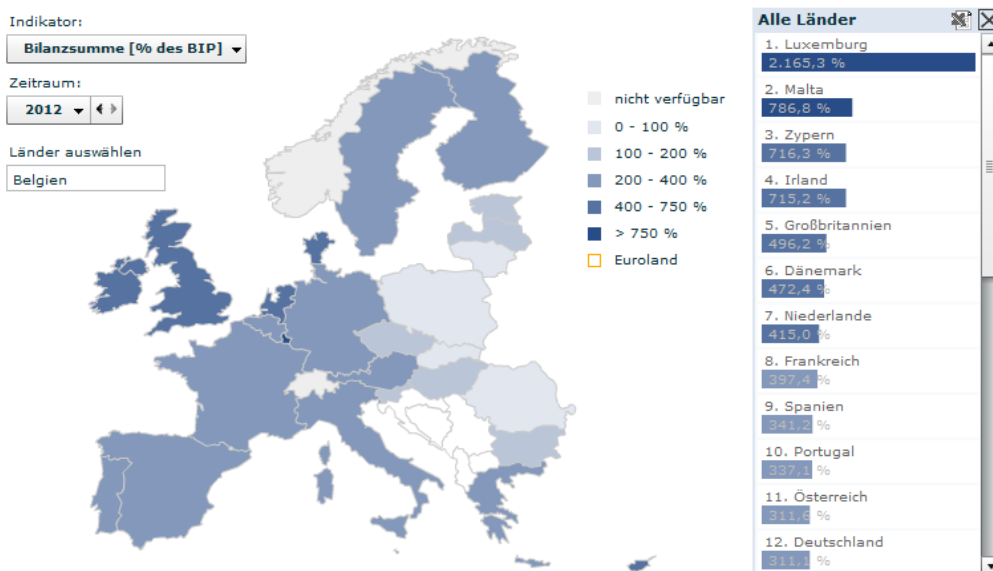


## Interaktive Landkarte europäischer Bankenmärkte

Die interaktive Landkarte europäischer Bankenmärkte bietet anhand eines Dutzends wichtiger Indikatoren einen breiten Überblick über die Strukturen und Entwicklungen der Bankensysteme in den Ländern der EU. So sind etwa Daten zur Marktgröße ebenso abrufbar wie Informationen zum Kreditgeschäft, der Eigenkapitalausstattung oder der Profitabilität.

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)



© Copyright 2014. 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 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority 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 Limited, Tokyo Branch, 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

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640