



#5 **Quantitative Lockerungsmaßnahmen im Vergleich**

Dr. Jens Bies
Fon: +49 (0) 89 / 3188804-53

Guten Tag!

Nachdem die EZB bereits verschiedene Maßnahmen seit der Finanzkrise ergriff, hat sie sich mit dem Start der Staatsanleihenkäufe von Euro-Mitgliedsstaaten in bereits erfolgte geldpolitische Handlungsstränge anderer Zentralbanken wichtiger Industrieländer eingereiht. So setzt die Bank of Japan (BoJ) ebenfalls auf die Politik der massiven Geldflutung durch ihr Quantitative and Qualitative Easing (QQE)-Programm. In den beiden anderen großen Wirtschaftsräumen überlegen die Federal Reserve (Fed) und die Bank of England (BoE), ihre Zinsen allmählich wieder anzuheben. Sie haben ihre QE-Programme bereits seit einiger Zeit beendet und befinden sich mittlerweile in einer deutlich besseren ökonomischen Situation. Somit stellt sich die Frage, warum die QE-Programme in den USA und UK anscheinend einen nachhaltigen Erfolg für die volkswirtschaftliche Entwicklung hatten und ob dieser Erfolg auch in der Eurozone wiederholbar ist?! Nachdem ich in der letzten Kolumne dargestellt hatte, dass die Vermögens- und Wechselkurseffekte aufgrund des EZB-Programms in den ersten Wochen durchaus erste Erfolge zeigten, ist es nun an der Zeit, - gerade vor dem Hintergrund einer mittelfristigen Einschätzung der konkreten Auswirkungen des Programms der EZB – sich mit den Erfahrungen der quantitativen Lockerungsprogramme der Wirtschaftsräume USA, Japan und UK auseinanderzusetzen. In dieser Kolumne versuche ich deshalb, einen Einblick in die strukturelle Ausgangssituation der o. a. Länder zu geben und Rückschlüsse für das hiesige EZB-Kaufprogramm zu eruieren.

Starten wir zunächst mit einer Zusammenfassung sämtlicher nicht-europäischer QE-Programme vor dem Hintergrund des Zeitpunkts und des Umfangs:

Seit der Finanzkrise hat die US-Notenbank Fed im Rahmen ihres quantitativen Lockerungsprogramms drei große Ankaufprogramme gestartet, QE1, QE2 und QE3. Das erste Programm startete im November 2008 und endete im März 2010. Es umfasste den Kauf von Anleihen im Wert von insgesamt 1.725 Mrd. USD. Da sich die Wirtschaft allerdings nicht so robust wie erhofft entwickelte, entschied sich die Fed im November 2010 mit zusätzlichen Anleihekäufen im Rahmen von QE2 weiterzumachen. Das Programm endete im Juni 2011 und hatte mit monatlichen Käufen von 75 Mrd. USD einen Gesamtumfang von 600 Mrd. USD. Da auch dieses Programm nicht dazu beitragen konnte, das makroökonomische Umfeld zu stabilisieren, startete die Fed ein drittes und vorerst letztes QE-Programm namens QE3, welches ohne wirkliches Ende angekündigt („QE-infinity“) und von September 2012 bis Dezember 2013 in vollem Umfang vollzogen wurde. In diesem Zeitfenster kaufte die amerikanische Notenbank monatlich erst 40 Mrd. USD-Anleihen und drei Monate später erhöhte sich der Kaufumfang sogar auf 85 Mrd. USD. Erst durch den sog. „Tapering-Prozess“ wurden die Käufe seit Dezember 2013 schrittweise um 10 Mrd. USD gesenkt, sodass das Programm im Oktober 2014 sein Ende fand. QE3 hatte ein Gesamtvolumen von 1.600 Mrd. USD.

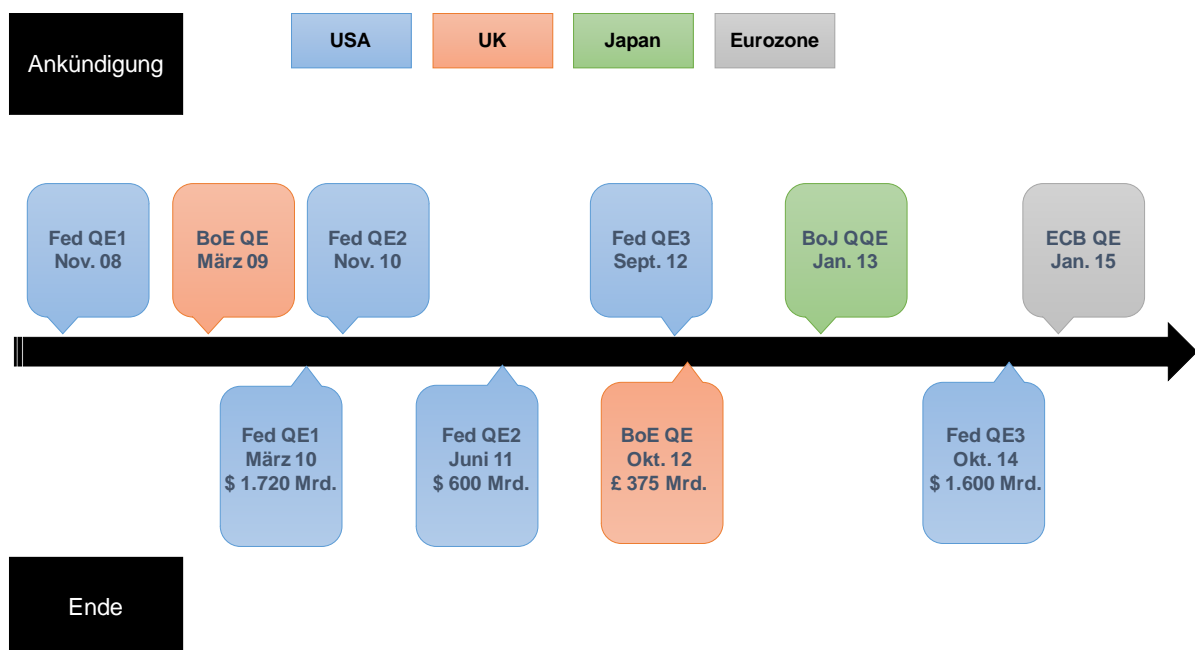
Auch die englische Notenbank BoE hatte kurze Zeit nach der Fed im März 2009 ein QE-Programm ins Leben gerufen. Vordergründig kaufte die Notenbank englische Staatsanleihen. Das Programm wurde

im November 2010, im Oktober 2011 nach Ausbruch der europäischen Staatenkrise, im Februar als auch Juli 2012 immer wieder verlängert und/oder erweitert, so dass sich die Rückkäufe auf insgesamt 375 Mrd. GBP aufsummierten. Das Programm wurde im Oktober 2014 wieder eingestellt, nachdem sich die britische Volkswirtschaft im letzten Jahr als die am besten wachsende Volkswirtschaft unter den G7-Ländern auszeichnete.

Japan erlebt seit Mitte der 1980er Jahre, ausgelöst durch ein Platzen der Aktien- und Immobilienblase, einen ökonomischen Niedergang mit deflationären Tendenzen und einem sehr niedrigen Wachstumspfad. Die japanische Notenbank BoJ reagierte seit der Finanzkrise auch mit einem QE-Programm, welches den Kauf von japanischen Staatsanleihen beinhaltete. Dieses war jedoch nicht von Erfolg gekrönt, nicht zuletzt deshalb, weil es zu klein war, um ökonomische Auswirkungen zu bewirken. Dies änderte sich jedoch durch einen Politikwechsel und der damit begonnenen Maßnahmen des derzeit regierenden Premierministers Shinzo Abe. Seine liberaldemokratische Partei unternimmt seit dem Amtsantritt im Januar 2013 den Versuch, mithilfe von Konjunkturprogrammen, einer enormen Geldschwemme (QE-Programm) und substantiellen Deregulierungen Japans lang anhaltende Wirtschaftskrise zu durchbrechen. Zusammen mit der Abe-Regierung versucht die BoJ nun, die Inflationsrate mittelfristig auf 2% zu bringen. Dieses Ziel soll durch eine zeitlich unbefristete Ausweitung der Geldmenge i.H.v. 80 Billionen JPY p.a. erreicht werden. Gekauft werden dabei hauptsächlich Staatsanleihen, aber auch u.a. japanische Real-Estate-Investment-Trusts (J-REIT's). Gestartet wurde mit 70 Bill. JPY, eine Erhöhung fand im Oktober 2014 statt.

Nachfolgendes Diagramm zeigt den zeitlichen Ablauf und die jeweilige Höhe der einzelnen QE-Programme.

Diagramm 1: Zeitstrahl der verschiedenen QE-Programme



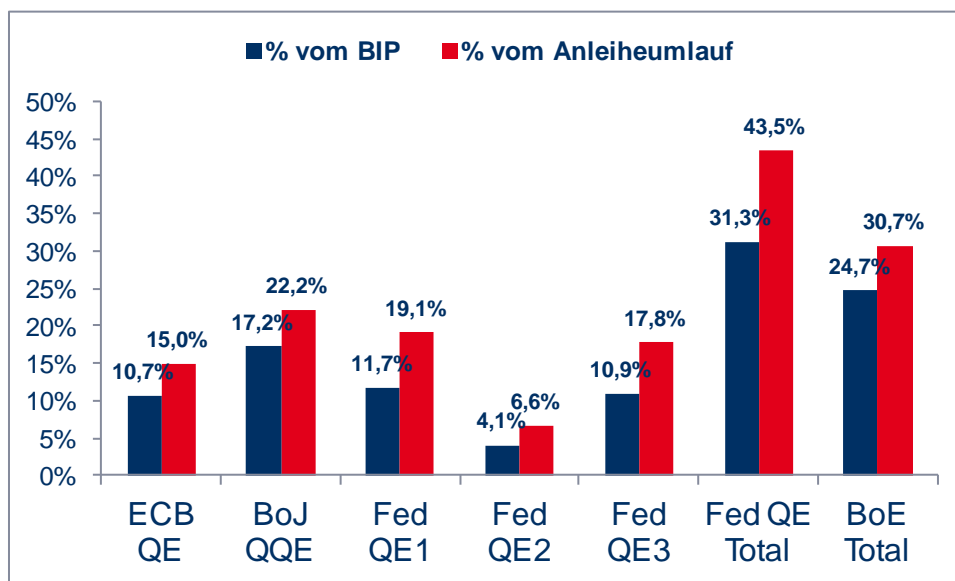
Quelle: Eigene Darstellung, Wikipedia

Vergleicht man die einzelnen Programme im Hinblick auf deren Einfluss auf die jeweiligen Volkswirtschaften, so zeigen sich sofort signifikante Unterschiede:

Auffällig ist, dass die momentane Größe des europäischen QE-Programms zwar beeindruckend ist, aber im Vergleich zu den anderen drei Wirtschaftsräumen eher zurückbleibt. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Programme von unterschiedlicher Dauer waren, so dass eine Vergleichbarkeit nur eingeschränkt vorzunehmen ist. Das EZB-Programm ist nur minimal kleiner als

das QE1-Programm der Fed, welches auf eine vergleichbare Zeitperiode angelegt war. Das Programm der BoE war deutlich größer, da knapp die Hälfte der hier aufgeführten Anleihekäufe in Diagramm 2 bereits innerhalb eines guten halben Jahres umgesetzt wurde. Während die BoE und die Fed im Zeitablauf deutlich mehr Anleihen relativ zum BIP und vom ausstehenden Volumen bezogen, sind die Programme in der Gänze sicherlich größer. Allerdings bleibt abzuwarten, ob die EZB, ähnlich wie die anderen hier aufgeführten Notenbanken, nicht irgendwann genötigt wird, mit zusätzlichen Anleihekäufen auf eine eventuell ausbleibende wirtschaftliche Erholung zu reagieren. Das größte QE-Programm setzt momentan die BoJ um. Sie kauft ca. 17% vom japanischen BIP und ca. 22% vom ausstehenden japanischen Anleihevolumen. Die Japaner kaufen ungefähr die Höhe der jährlich neu zu emittierenden Staatsanleihen, so dass die BoJ indirekt das japanische Staatsdefizit finanziert.

Diagramm 2: Größenvergleich QE-Programme vs. BIP und Anleiheumlauf

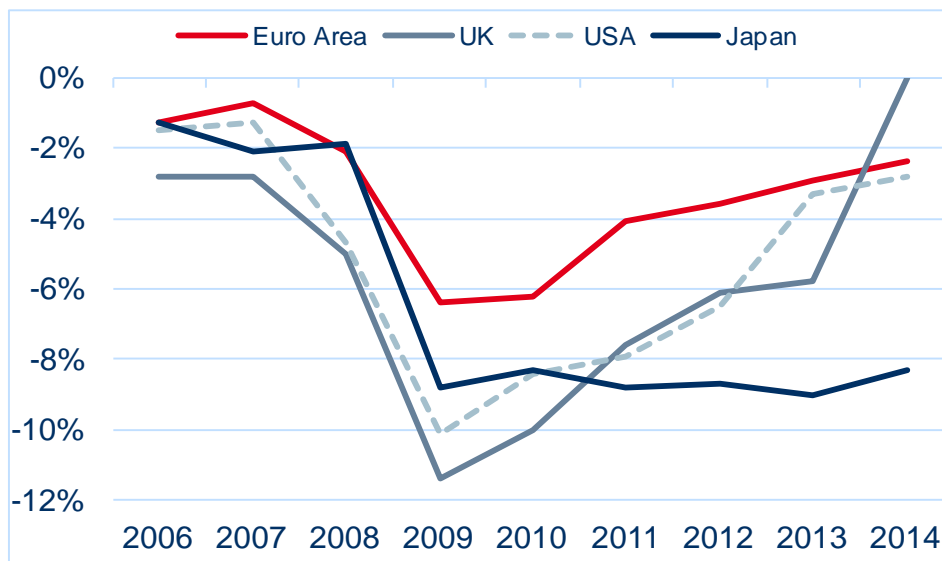


Quelle: Bloomberg, Wikipedia

Wenn man sich vorstellt, wie QE in UK oder USA gewirkt hat, muss man den Zeitpunkt und den Zusammenhang der Staatsanleihenkäufe analysieren. QE wurde zu einem Zeitpunkt implementiert, als die Kapitalmärkte Liquidität benötigten und eine Vielzahl von Anlageklassen diese Liquidität aufgrund der Auswirkungen der Finanzkrise nicht hatten. Darüber hinaus betrieben diese Länder auf der fiskalpolitischen Ebene zugleich eine signifikante Expansion. Die prozentual zum BIP gerechneten Budgetdefizite wurden von ca. -2,5% in der Spitze auf bis zu -10% ausgeweitet (siehe Diagramm 3). Von daher ist das QE-Programm in einer Zeit gekommen, wo die zusätzlichen Emissionen von Staatsanleihen zur Finanzierung der im Zeitverlauf gestiegenen Budgetdefizite durch die Zentralbanken abgesaugt wurden. Sowohl die BoE als auch die Fed haben in dieser Zeit effektiv den Großteil der Neuemissionen absorbiert. Auch in Japan, wo das Budgetdefizit seit 2009 mit ca. 8,5% hoch ist und aufgrund von Abenomics aller Voraussicht nach hoch bleibt, hat das QE-Programm diesen Budgetdefizitfinanzierungseffekt. Im Gegensatz dazu ist das Budgetdefizit in der Eurozone aktuell bei ca. -3% mit Plänen, dieses Defizit bis Ende 2016 auf -2% zu reduzieren. Die Tatsache, dass das Zinseinkommen aus QE-Programmen quasi durch die Hintertür zum Staat durchgereicht wird, verbindet die Geld- und Fiskalpolitik und so finanzieren die Notenbanken indirekt die Staatsausgaben der Länder. In der Konsequenz werden so niedrigere Refinanzierungskosten der Staaten erwirkt, was wiederum zu weniger Neuemissionen von Staatsanleihen führt. Gleichzeitig verhelfen negative Realrenditen, wie aktuell in einigen Mitgliedsstaaten der Eurozone zu beobachten, zur Verringerung der realen Schuldenlast der Staaten. Als Beobachtung bleibt jedoch festzuhalten, dass gerade im Hinblick auf fiskalpolitische Einschränkungen der Euro-Mitgliedsstaaten (Stichwort

Maastricht-Vertrag) die Effektivität des Programms in der Eurozone deutlich geringer sein dürfte als in den anderen drei beobachteten Ländern.

Diagramm 3: Budgetdefizite der Länder in % vom BIP seit 2006



Quelle: Bloomberg

Die Tatsache, dass sich Länder wie die USA oder UK bei der Initiierung der QE-Programme in einem anderen ökonomischen Zyklus befanden, lässt sich auch an den Refinanzierungskosten/Zinsniveau der Staaten festmachen. Als QE in den USA Ende 2008 oder in UK Anfang 2009 ins Leben gerufen wurde, waren die Refinanzierungskosten deutlich höher als in den meisten Eurozone-Ländern, sodass der Effekt niedrigerer Zinsen in den angelsächsischen Ländern deutlicher zu spüren war. Theoretisch wird QE initiiert, damit sich Zinssätze verringern, um wiederum Konsumausgaben und Investitionen anzukurbeln. In der Eurozone sind die Renditen und die Zinsdifferenzen zwischen den einzelnen Euro-Mitgliedsstaaten jedoch bereits seit der Ankündigung der EZB im Juni 2012, alles zu tun, um den Euroraum zu unterstützen (Stichwort Draghi-Rede), deutlich gefallen bzw. zusammengelaufen. Italienische 10-Jahresrenditen fielen um ca. 4,5%, spanische um ca. 5,5% und portugiesische um ca. 9%. Auch wenn die EZB erst jetzt im großen Stil Staatsanleihen kauft, hat sie ähnlich wie USA oder UK hohe liquiditätsfördernde Maßnahmen unternommen (u.a. längerfristige Refinanzierungsgeschäfte wie Basistender, kurz LTRO, Ankauf von Covered Bonds sowie negativer Einlagenzins). Nichtsdestotrotz sind all diese bereits zuvor erfolgten Maßnahmen den Effekt einer nachhaltigen ökonomischen Wirkung schuldig geblieben. Von daher ist die Maßnahme der EZB nun die letzte Chance, etwas in dieser Richtung zu bewirken. In Japan verhält es sich ähnlich wie in Europa. Auch hier wurde sehr spät agiert und erst seit Einführung der Abenomics sind wirklich ökonomische Veränderungen zu spüren (u.a. deutliche Währungsabwertung und erste Inflationseffekte). Aber auch hier sind die Maßnahmen in vielen Bereichen noch zu zaghaft. Die Inflationszahlen sind seit einem Jahr wieder rückläufig, was nicht zuletzt an der fehlenden Durchsetzung von Reformen auf politischer Ebene liegt. Andererseits hat Japan gegenüber Europa den Vorteil einer engen Verzahnung von Geld- und Fiskalpolitik. Während die EZB eine ultraleichte Geldpolitik durchsetzt, wirken die europäischen Regierungen mit einer restriktiven Fiskalpolitik der wirtschaftlichen Entwicklung entgegen.

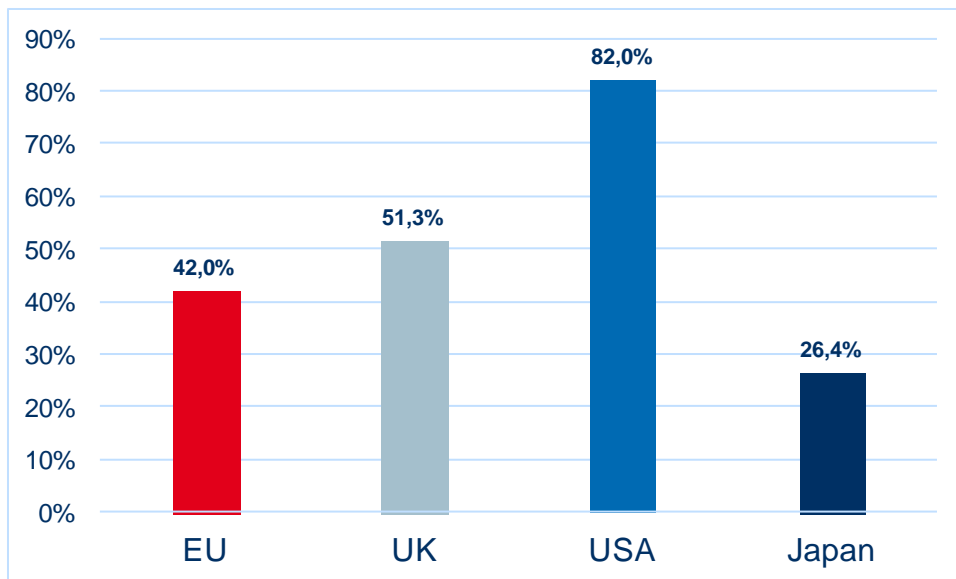
Aufgrund der uneinheitlichen Finanzpolitik der einzelnen Euro-Mitgliedsstaaten und der Unterschiede in der ökonomischen Ausrichtung bei Geld- und Fiskalpolitik wird die Transmission von Geld- zu Realpolitik verhindert. Das wird somit auch für das QE-Programm gelten, bei dem eine Liquiditätsbereitstellung mit dem Aufkauf von weniger liquiden Instrumenten für aktuell negativ verzinsten Bargeldbeständen stattfindet. Die Geldreserven der Banken sind mittlerweile überschüssig vorhanden. Eine Zunahme dieser Reserven wird kaum Wachstums- oder Inflationseffekte auslösen,

da keine Verbindung zwischen Zentralbankreserven und privatwirtschaftlichem Geldfluss existiert. Wie bereits in der Kolumne des März-Newsletters erwähnt, ist die Versackung des Geldes innerhalb des Bankensektors nicht unwahrscheinlich, denn die Kreditgewährung ist der hauptsächliche Transmissionskanal, durch den QE in die Realwirtschaft transportiert werden kann.

Zum theoretischen Hintergrund sei hier noch kurz erwähnt: Die Kreditangebotsseite (Geschäftsbanken) ist abhängig von vier Faktoren: i) dem Zins, zu dem der Kredit an Nichtbanken vergeben wird (Kreditzins), ii) dem Refinanzierungszinssatz (der Zins, zu dem sich eine Geschäftsbank Mittel bei der Zentralbank beschaffen kann), iii) dem Insolvenzrisiko (Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers) und iv) dem so genannten Mindestreservezinssatz (der Zins, zu dem eine Geschäftsbank ihre eigenen Mittel bei der Zentralbank anlegen könnte, anstelle Kredite zu vergeben). Steigt der Kreditzins, so steigt das Kreditangebot. Steigen das Insolvenzrisiko, der Refinanzierungs- und/oder der Mindestreservezinssatz, so sinkt das Kreditangebot. Die Kreditnachfrage (Nichtbanken/ Kreditnehmer) ist hingegen abhängig von drei wesentlichen Faktoren: i) dem Kreditzins, ii) dem nominellen Einkommen der Bevölkerung eines Landes und iii) dem Vermögen von Nichtbanken. Steigt der Kreditzins, so sinkt die Kreditnachfrage. Steigen das Volkseinkommen und/oder Vermögen der Nichtbanken, so steigt die Kreditnachfrage. Sinkt nun der Kreditzins, so steigen c.p. die Grenz- und Opportunitätskosten der Kreditvergabe. Beides führt zu einer Senkung des Kreditangebots. Eine Senkung des Kreditzinses führt beim Kreditnehmer zu einer umgekehrten Wirkung wie bei Geschäftsbanken, die Grenzkosten der Kreditnachfrage fallen und dadurch erhöht sich die Kreditnachfrage. Eine Erhöhung des Volkseinkommens oder der Vermögen von Nichtbanken erhöht ebenfalls die (absolute) Nachfrage nach Krediten. Dieses Phänomen ist aktuell zu beobachten. Die Kreditnachfrage steigt seit einiger Zeit moderat an, jedoch stagniert aktuell das Kreditangebot.

In der Eurozone werden Stand Ende 2014 ca. 81% der Kredite an Nicht-Finanzunternehmen durch Banken vergeben. In den USA ist diese Zahl mit ca. 19% nicht einmal ein Viertel so groß, was unter dem Strich bedeutet, dass amerikanische Nichtfinanzunternehmen deutlich weniger abhängig vom Banken-Funding sind als Unternehmen in der Eurozone. Sowohl in den USA als auch in UK ist das Finanzsystem anders aufgebaut als im Euroraum, wo der Immobilienmarkt und die Geldbeschaffung der Unternehmen stark mit dem Bankensystem verknüpft sind. Sie profitieren daher direkter von einer höheren Nachfrage nach Anleihen. Der Mangel an Kreditgebern außerhalb des Bankensystems verhindert somit die Effektivität des QE-Programms im Vergleich zu anderen wichtigen Industrienationen. Darüber hinaus macht das Exposure zu Finanzanlagen in der Eurozone nur ca. 42% des Nettohaushaltsvermögens aus (siehe Diagramm 4). In den USA liegt die Abhängigkeit von Finanzanlagen eher bei ca. 82% und in UK bei ca. 51%. Das zeigt zumindest, dass ein Anstieg der Vermögenspreise in der Eurozone im Allgemeinen und der Aktien- oder Rentenmärkte im Speziellen einen deutlich geringeren Einfluss auf das Nettohaushaltsvermögen des Konsumenten hat als in anderen wichtigen Industrienationen. Lediglich in Japan ist dieser Anteil mit knapp 30% noch niedriger. Auch hier lässt sich festhalten, dass wir uns bezogen auf den Vermögenseffekt des QE-Programms eher mit Japan vergleichen müssen/sollten als mit den USA oder UK. Fazit ist somit, dass der Vermögenseffekt in der Eurozone deutlich weniger wirksam ist, als vielleicht angenommen.

Diagramm 4: Finanzanlagen in % vom Nettohaushaltvermögen



Quelle: Zentralbanken der Länder, EU: 2013, UK: 2012, USA: 2014, Japan: 2009

Apropos Vermögenseffekt: Auffällig ist und das gilt für den Verlauf aller QE-Programme, dass ein nachhaltiger Vermögenseffekt stattgefunden hat (siehe Diagramm 5). Es lässt sich festhalten, dass speziell die Aktienindizes eine deutliche Unterstützung erfahren haben, sodass sich viele Anleger in dieser Zeit für risikoreichere Investmentalternativen entschieden. Während aller drei Anleihekaufprogramme in den USA konnte der amerikanische Aktienmarkt erhebliche Wertsteigerungen verzeichnen. Die Renditen betragen hierbei 38% während QE1, 11% während QE2 und 38% während QE3. Der theoretisch zu erwartende Anstieg der Aktienkurse ist somit in allen drei Phasen der Liquiditätszufuhr voll eingetreten. Gleiches gilt für Japan, UK und auch in der Eurozone seit Einführung des QE im März 2015. Die Rentenmärkte der verglichenen Länder zeichnen ein differenziertes Bild. In den USA sind die Renditen in allen drei Programmen gestiegen und auch die Renditestrukturkurve (gemessen in 30 minus 2 Jahren) ist im Wesentlichen steiler geworden. Bei der BoE und der BoJ ist dieser Effekt nicht zu beobachten gewesen. Das hängt aus meiner Sicht aber auch damit zusammen, dass die Größe der Programme deutlich höher war als die separaten Programme der Fed. Bei der EZB bleibt die Entwicklung noch abzuwarten, aber zu Beginn sind auch hier die Renditen gefallen bzw. hat sich die Renditestrukturkurve verflacht. Die Renditeaufschläge zu Unternehmensanleihen haben sich analog zur Beobachtung am Aktienmarkt bei allen vier Wirtschaftsräumen verringert. Die Inflationserwartungen sind, in der Gänze betrachtet, bei allen vier untersuchten Wirtschaftsräumen angestiegen, so dass empirisch durchaus ein inflationsfördernder Effekt bei QE-Programmen nachgewiesen werden kann.

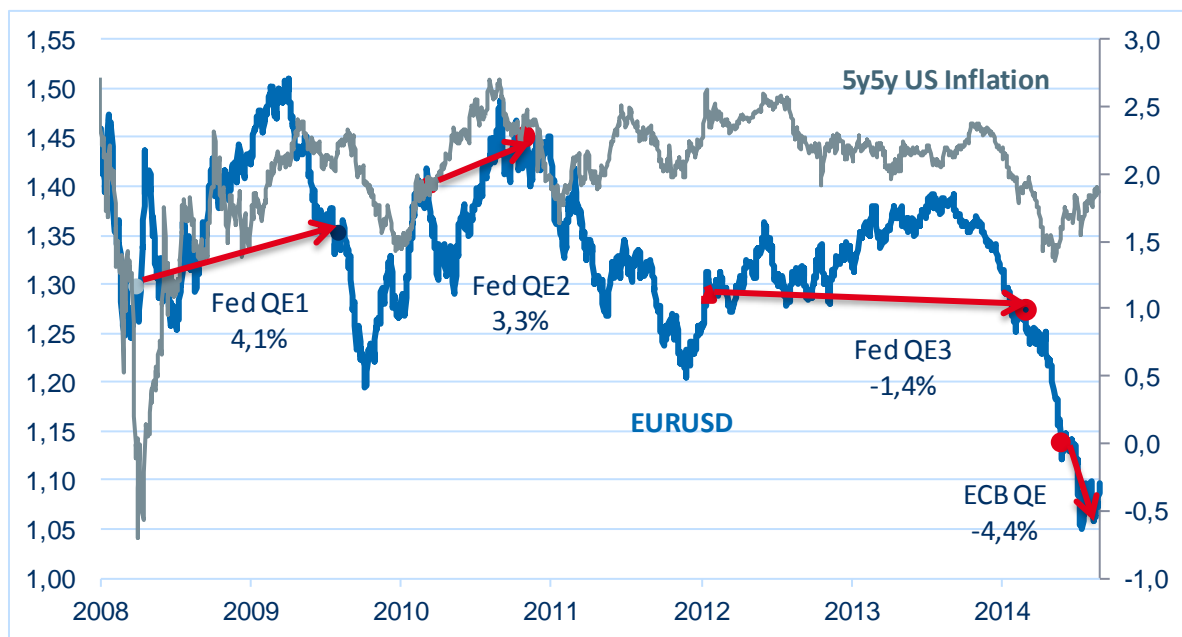
Diagramm 5: Vergleich der Marktentwicklungen diverser QE-Programme

Programm	Dauer (Jahre)	10J. Anleihen Staat (bp)	30J./2J. Kurve Staat (bp)	5J. Diff. IG-Corps./Staat (bp)	5J. Diff. Bund/Spain (bp)	5J. Inflation Swap (bp)	Aktienindizes
ECB QE	0,3	-36	-47	-3	+16	+52	+14%
BoE QE	3,3	-186	-18	-280	n/a	+26	+56%
Fed QE1	1,3	+54	+110	-485	n/a	+214	+38%
Fed QE2	0,7	+57	+33	-11	n/a	+56	+11%
Fed QE3	2,1	+56	-11	-49	n/a	-45	+38%
Fed QE (Total)	5,9	-101	-1	-518	n/a	+192	+133%
BoJ QQE	2,3	-44	-58	-50	n/a	+56	+87%

Quelle: Bloomberg, Wikipedia, Stand: 28.04.2015

Bedenklich ist jedoch, dass die Inflation immer nur dann angestiegen ist, als gleichzeitig eine Währungsabwertung stattfand (siehe Diagramm 6). Nach der Finanzkrise bewirkten die QE-Programme eine Abwertung der Währung. In Zeiten einer Währungsaufwertung hingegen sind die Inflationserwartungen deutlich gefallen. So auch in den USA während QE3 geschehen. Zu diesem Zeitpunkt, speziell zum Ende während des Tapering-Prozesses, erfuhr der US-Dollar eine deutliche Aufwertung. Das einzige Mal, als die Inflationserwartungen die Fed-Norm erreichten, war während QE2, als der USD fast 10% abwertete. Selbiges galt übrigens für Japan, als die BoJ das massive Rückkaufprogramm startete. Seit einiger Zeit wertet der JPY jedoch nicht mehr ab und die Inflationserwartungen sind seit Monaten stark rückläufig. Das lässt vermuten, dass der ökonomische Nutzen von QE-Programmen vordergründig von einer schwächeren Währung und importierter Inflation kommt.

Diagramm 6: Auswirkungen der QE-Programme auf EURUSD und US-Inflation



Quelle: Bloomberg, Wikipedia

Sollten sich die betrachteten Zusammenhänge für das Anleihekaufprogramm der EZB wiederholen, so ergeben sich folgende Schlussfolgerungen:

1. Der europäische Aktienmarkt sollte aufgrund der Liquiditätszufuhr und der Änderung der Risikobereitschaft der Investoren starke Kursgewinne verzeichnen.
2. Der EUR-Wechselkurs sollte in Folge der massiven Anleihekäufe stark unter Druck geraten, speziell gegen Währungen, deren Notenbanken kein QE-Programm haben bzw. dessen Staaten sich in einem relativ besseren erwarteten ökonomischen Zyklus befinden.
3. Deutlich niedrigere Refinanzierungskosten sind in der Eurozone nicht zu erwarten, von daher ist der ökonomische Effekt für Banken, Unternehmen und Privatleute zu vernachlässigen.
4. Der Kreditkanal wird in der Eurozone im Gegensatz zu den angelsächsischen Ländern stark von den Banken beeinflusst, die wiederum das Kreditangebot aufgrund von vielen Überschussreserven nicht deutlich erhöhen. Von daher ist zu bezweifeln, ob der QE-Impuls wirklich in der Realwirtschaft ankommt.
5. Die Gefahr einer nachhaltigen, ausufernden Inflation hat sich bei den anderen drei analysierten Wirtschaftsräumen nicht bewahrheitet, es wurde jedoch zumindest eine Deflation vermieden.

6. Wegen der, im Vergleich zu den angelsächsischen Ländern, geringeren Abhängigkeit von Finanzanlagen ist der Vermögenseffekt in der Eurozone voraussichtlich nur bedingt wirksam.

7. Aufgrund der Konstruktion der Eurozone unterscheidet sich der Zeitpunkt der Initiierung deutlich von den QE-Programmen in den angelsächsischen Ländern. Die ultraleichte Geldpolitik wird im Euroraum begleitet von einer restriktiven Fiskalpolitik. Somit finanziert die EZB in keinster Weise das Budgetdefizit, das aufgrund des Austeritätsgedankens eher schrumpft.

Hinweis: Diese Kolumne enthält die gegenwärtigen Meinungen des Autors, aber nicht notwendigerweise die der SKALIS Asset Management AG. Die Informationen, die für diese Kolumne verarbeitet worden sind, kommen aus Quellen, die der Autor für verlässlich hält, für die er aber nicht garantieren kann.