ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Wieland, Elisabeth; Kleemann, Michael

Article

Wie bewerten Wirtschaftsexperten weltweit die Auswirkungen von Staatsanleihenkäufen durch Zentralbanken? – Ergebnisse des jüngsten Ifo World Economic Survey

ifo Schnelldienst

Provided in Cooperation with:
Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

Suggested Citation: Wieland, Elisabeth; Kleemann, Michael (2014) : Wie bewerten Wirtschaftsexperten weltweit die Auswirkungen von Staatsanleihenkäufen durch Zentralbanken? – Ergebnisse des jüngsten Ifo World Economic Survey, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 67, Iss. 10, pp. 55-58

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/165433

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Wie bewerten Wirtschaftsexperten weltweit die Auswirkungen von Staatsanleihenkäufen durch Zentralbanken?

Ergebnisse des jüngsten Ifo World Economic Survey

Elisabeth Wieland und Michael Kleemann

Als Reaktion auf die Finanz- und Wirtschaftskrise 2007/08 sahen sich die Zentralbanken führender Wirtschafts- und Währungsräume veranlasst, ihren Leitzins drastisch zu senken. Dort, wo eine Stimulierung durch weitere Zinsschritte aufgrund der Nullzinsschranke nicht mehr möglich war, setzte die Geldpolitik dabei auch verstärkt auf unkonventionelle Maßnahmen, insbesondere auf den umfangreichen Ankauf privater und öffentlicher Schuldtitel. In diesem Zusammenhang wird vor allem der massive Ankauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt kontrovers diskutiert. Wie eine Sonderfrage im Rahmen des Ifo World Economic Survey zeigt, werden die mittel- und langfristigen Gefahren dieser Form der Geldpolitik global jedoch höchst unterschiedlich bewertet.[1]

Der Internationale Währungsfonds (IWF) unterscheidet zwei wesentliche wirtschaftspolitische Ziele, zu deren Erreichen der Ankauf von Staatsanleihen durch die Geldpolitik beitragen kann (vgl. IWF 2013). So kann eine erhöhte Nachfrage nach Staatsanleihen einerseits ein Absinken des langfristigen Zinsniveaus bewirken und damit eine weitere Lockerung der geldpolitischen Rahmenbedingungen erreichen. Dieser Mechanismus funktioniert auch dann, wenn der Leitzins für kurzfristige Kreditgeschäfte bereits die nominelle Zinsuntergrenze bzw. die Nullzinsschranke erreicht hat. Ein solches Ziel verfolgen unter anderem die groß angelegten Ankaufprogramme der US-Notenbank (Fed) sowie der Bank of England und der Bank of Japan. Andererseits können Ankaufprogramme für Staatsanleihen auch der Reduktion von Verzerrungen auf den Finanzmärkten und somit der Gewährleistung oder auch Wiederherstellung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus dienen. Mit dieser Argumentation begründet etwa die EZB ihr OMT-Programm, das unbegründete Risikoaufschläge auf Renditen für europäische Staatsanleihen reduzieren soll, die im Zusammenhang mit einem befürchteten Austritt einzelner Mitgliedsländer aus dem Euroraum stehen.

Insgesamt sind die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen umfassender Ankaufprogramme für Staatsanleihen durch die Geldpolitik jedoch sowohl schwer im Voraus abzuschätzen als auch im Nachhinein zu bewerten. Dies ist insbesondere der Fall, da sich die realwirtschaftlichen wie auch die möglichen institutionellen Folgen derartiger Interventionen über einen längeren Zeitraum einstellen und so die Ankaufprogramme in ihrer Wirkung kaum von anderen Einflussfaktoren zu differenzieren sind (vgl. Williams 2014).

Im Rahmen einer Sonderfrage im aktuellen Ifo World Economic Survey wurden die befragten Wirtschaftsexperten gebeten, Aussagen über die möglichen Auswirkungen von umfangreichen Ankaufprogrammen für Staatsanleihen durch Zentralbanken zu evaluieren. Dabei bewerteten die Umfrageteilnehmer neun verschiedene Statements auf einer vierstufigen Skala (»trifft vollkommen zu«, »trifft eher zu«, »trifft eher nicht zu«, »trifft überhaupt nicht zu«). Die zu bewertenden Aussagen konzentrieren sich vor allem auf die vier Bereiche Geld- und Fiskalpolitik, allgemeine Wirtschaftspolitik und Finanzmärkte. Im Einzelnen lauteten die zu beurteilenden Aussagen wie folgt:

»Ankaufprogramme für Staatsanleihen …

- … sind ein effektives Mittel zur Bekämpfung von Deflationsspiralen.
- … führen durch eine Ausweitung der Geldmenge mittelfristig zu höherer Inflation.
- … reduzieren private und öffentliche Finanzierungskosten.
- … senken mittelfristig die Haushaltsdisziplin.
- … verschaffen mehr Zeit für strukturelle Reformen.
- … führen zum Verlust der Zentralbankunabhängigkeit gegenüber der Fiskalpolitik.
- … befeuern mittelfristig Vermögenspreisblasen.
- … verhindern kurzfristige irrationale Überreaktionen auf den Finanzmärkten.
- … führen zu verstärkten Kapitalströmen in die Schwellenländer, die sich nach Programmende wahrscheinlich wieder rasch umkehren werden.«

[1] Vgl. CESifo World Economic Survey, Mai 2014, ifo Institut, München 2014.

Bei der Fragestellung wurde den eher kurzfristig zu erwartenden positiven Effekten potenzielle negative Auswirkungen bzw. Zielkonflikte gegenübergestellt, die sich eher in der mittleren Frist materialisieren könnten. Dabei folgte die Auswahl der Fragen der breiten öffentlichen Debatte der letzten Jahre, wie etwa die Bewertung eines möglichen Zielkonflikts zwischen der Bekämpfung kurzfristiger Deflationsgefahren und dem langfristigen Ziel der Preisniveaustabilität.

Einen regionalen Überblick über die Umfrageergebnisse bietet Tabelle 1. Das Antwortverhalten wird in Form von Salden dargestellt, also als Differenz der Anteile zustimmender und ablehnender Befragungsteilnehmer.[2] In der Bewertung der Auswirkungen von Ankaufprogrammen der Zentralbanken auf die **Geldpolitik** selbst werden Nutzen und Risiken höchst unterschiedlich eingeschätzt. So stimmen die Experten in allen Regionen überein, dass derartige Programme zur Bekämpfung von Deflationsspiralen geeignet sind, wobei die größten Zustimmungswerte hier der Nahe Osten und Lateinamerika erzielen. Allerdings besteht große Uneinigkeit in Bezug auf potenzielle mittelfristige Inflationsgefahren. Während vor allem die GUS-Staaten und der Nahe Osten nicht erwarten, dass das Geldmengenwachstum rechtzeitig eingeschränkt wird, um einem unerwünschten Anstieg der Inflation entgegenzuwirken, sehen vor allem die Experten in Nordamerika mehrheitlich keine solche Gefahr.

Im Bereich der **Fiskalpolitik** herrscht weitgehende Einigkeit über die Vorteile und Gefahren der Ankaufprogramme. So erwartet in allen Regionen die deutliche Mehrheit der Befragten eine Reduktion öffentlicher und privater Finanzierungskosten. Gleichzeitig befürchten die Experten (vor allem in Asien und Ozeanien), dass die Ankaufprogramme mittelfristig Anreiz zu geringer Haushaltsdisziplin geben. Allein in Afrika teilt die Mehrheit der Umfrageteilnehmer diese Befürchtung nicht.

Eine ähnliche Haltung äußern die Befragten für den Bereich der **allgemeinen Wirtschaftspolitik.** Hier wird über alle Regionen hinweg die Einschätzung geteilt, dass der Ankauf von Staatsanleihen Zeit für strukturelle Reformen verschafft. Die Befürchtungen bezüglich einer mangelnden Haushaltsdisziplin deuten allerdings darauf hin, dass die Experten nicht unbedingt davon ausgehen, dass diese zusätzlich erkaufte Zeit auch genutzt wird. Im Gegenzug glaubt in einer Vielzahl der Regionen die Mehrheit der Befragten, dass die Zentralbank hierdurch ihre Unabhängigkeit gegenüber der Fiskalpolitik riskiert. Allerdings besteht in dieser Frage eine beträchtliche Uneinigkeit, wie aus der regionalen Streuung der Antworten hervorgeht (vgl. die letzte Zeile der Tab. 1). So sehen vor allem die Experten in Asien und Europa ein der-

[2] Aufgrund der relativ geringen Anteile der Befragungsteilnehmer, welche die Statements als »überhaupt nicht« oder »vollkommen« zutreffend bewerteten, wurden diese beiden extremen Antwortkategorien ohne weitere Gewichtung mit den eher moderaten Kategorien für Ablehnung bzw. Zustimmung zusammengefasst.

Tab. 1
Antwortsalden* zu den Auswirkungen geldpolitischer Staatsanleihenankaufprogramme

	»Ankaufprogramme für Staatsanleihen …«								
	bekämpfen Deflationsspiralen.	führen mittelfristig zu höherer Inflation.	reduzieren private und öffentliche Finanzierungskosten.	senken mittelfristig Haushaltsdisziplin.	verschaffen Zeit für strukturelle Reformen.	führen zum Verlust der Zentralbankunabhängigkeit.	befeuern mittelfristig Vermögenspreisblasen.	verhindern kurzfristige irrationale Überreaktion auf den Finanzmärkten.	führen zu vermehrten Kapitalströmen in Schwellenländer.
	Geldpolitik		*Fiskalpolitik*		*Wirtschaftspolitik*		*Finanzmärkte*		
Westeuropa	28	– 7	43	28	41	28	63	– 11	29
Osteuropa	31	13	40	49	34	29	34	– 18	31
GUS	33	48	21	34	12	23	42	15	18
Nordamerika	48	– 25	42	29	45	– 42	56	– 10	7
Asien	44	33	34	61	24	40	68	5	40
Lateinamerika	51	21	37	30	53	20	27	19	51
Naher Osten	70	45	46	40	83	– 24	54	34	– 7
Ozeanien	33	15	37	59	68	– 64	56	– 92	81
Afrika	42	– 10	37	– 13	37	7	16	33	38
Durchschnitt (Saldo)	42	15	37	35	44	2	46	– 3	32
Streuung	13	25	7	22	22	37	17	38	25

* Die Antwortsalden berechnen sich als Differenz der Anteile der einem Statement jeweils zustimmenden und der ablehnenden Befragungsteilnehmer. Regionale Durchschnitte werden auf Basis länderspezifischer Handelsgewichte (Exporte + Importe als Anteil am Welthandel)ermittelt. Zur besseren Übersicht sind alle negativen Antwortsalden rot und der höchste Wert für jedes Statement grün dargestellt. Die Streuung bezeichnet die Standardabweichung der Antwortsalden über die Regionen hinweg.

Quelle: Ifo World Economic Survey (WES) II/2014.

artiges Risiko, während diese Einschätzung in Ozeanien und Nordamerika mehrheitlich nicht geteilt wird.

In Anbetracht der ausgeprägten Reaktion der **internationalen Finanzmärkte** auf die Einführung umfangreicher Ankaufprogramme für Staatsanleihe durch einzelne Zentralbanken besteht unter den befragten Experten große Einigkeit, dass eine solche unkonventionelle Geldpolitik Vermögenspreisblasen befeuern kann. So erreichte diese Aussage auch insgesamt die höchste Zustimmung unter den Teilnehmern der Befragung. Im Gegensatz hierzu besteht eine weitgehende Uneinigkeit, ob derartige Programme irrationale Überreaktionen auf den Finanzmärkten verhindern können. Vor allem die Experten in Ozeanien, Europa und Nordamerika lehnen eine solche Einschätzung ab, während die Experten in den Schwellenländern eher zustimmen. Insgesamt handelt es sich dabei um die einzige Aussage, die von der Mehrheit der Befragten abgelehnt wird. Schließlich wurden die WES-Experten auch nach dem Einfluss geldpolitischer Ankaufprogramme auf die Schwellenländer gefragt. Hier waren die meisten Experten der Ansicht, dass diese Politik zunächst zu einer Verstärkung der Kapitalströme in die Schwellenländer führt, welche sich nach Programmende aber wahrscheinlich wieder rasch umkehren werden. Interessanterweise verzeichneten der Nahe Osten und Nordamerika die geringsten Zustimmungswerte für dieses Statement. Dies könnte unter anderem einem vergleichsweise geringeren Einfluss der Verschiebungen in den internationalen Kapitalströmen auf diese Regionen in den letzten Jahren geschuldet sein.

Insgesamt lassen sich die in Tabelle 1 dargestellten Umfrageergebnisse in **zwei Kernaussagen** zusammenfassen: Zum einen sind sich die befragten Experten bezüglich der kurzfristigen Effekte umfangreicher Staatsanleihenkäufe durch die Geldpolitik weitgehend einig. So ist die überwiegende Mehrheit der Befragten der Meinung, dass derartige Programme zur Abwehr von Deflationsgefahren sowie der Reduktion öffentlicher und privater Finanzierungskosten hilfreich sein können und der Wirtschaftspolitik Zeit für notwendige Strukturreformen verschaffen. Eine Ausnahme bildet allerdings die Einschätzung, dass Staatsanleihenkäufe durch die Geldpolitik dazu geeignet sind, irrationale Überreaktionen auf den Finanzmärkten einzudämmen, welche vor allem die Befragungsteilnehmer in den Industrieländern nicht teilen. Zum anderen besteht in Bezug auf die mittelfristigen Folgen und möglichen Kosten solcher Programme eine größere Unsicherheit sowie Uneinigkeit. Dies trifft vor allem auf den möglichen Vertrauens- und Unabhängigkeitsverlust der Zentralbank zu und unterstreicht damit die Herausforderungen an eine effektive Zentralbankkommunikation unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen. Darüber hinaus zeigen die Umfrageergebnisse die Komplexität unkonventioneller Geldpolitik und betonen die umfangreichen Herausforderungen an die zukünftigen Exit-Strategien der Zentralbanken. Dies gilt insbesondere für die verbreitete Einschätzung der Experten, dass die Ankaufprogramme mittelfristig zu Vermögenspreisblasen beitragen können, sowie für die Unsicherheit bezüglich des möglicherweise destabilisierenden Einflusses veränderter Kapitalströme auf die Gruppe der Schwellenländer.

Der bloße Vergleich von Regionen kann wichtige Unterschiede verwischen. Deshalb beleuchtet Tabelle 2 gesondert die Umfrageergebnisse für einige ausgewählte Länder und Wirtschaftsräume. So zeigt sich zwar auch für die Länder, deren Zentralbanken tatsächlich bereits in großem Umfang Staatsanleihen aufgekauft haben (USA, Japan und Großbritannien), eine hohe Variation im Antwortverhalten, allerdings herrscht bezüglich der Gefahr von möglichen Vermögenspreisblasen eine besonders große Einigkeit. Darüber hinaus erachten die Experten in den USA Staatsanleihenkäufe als am wenigsten riskant und sehen mehrheitlich keine Inflationsgefahren oder das Risiko eines Verlusts von Zentralbankunabhängigkeit. In der Eurozone zeigen sich strukturelle Unterschiede in den Antworten von Kern- und Peripherieländern (Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien). So betonen die Kernländer weitaus deutlicher die mittelfristigen Risiken umfangreicher Staatsanleihenkäufe durch die Geldpolitik. Gleichsam erachten die befragten Experten in den Euro-Kernländern, im Gegensatz zur Peripherie, derartige Maßnahmen mehrheitlich als nicht geeignet, um irrationale kurzfristige Überreaktionen auf den Finanzmärkten einzudämmen. Dies ist besonders bemerkenswert vor dem Hintergrund, dass die Europäische Zentralbank ihre Bereitschaft zum Ankauf von Staatsanleihen mit der irrationalen Angst der Finanzmärkte vor einem Auseinanderbrechen der Eurozone begründet.[3]

In der Ländergruppe der BRICS (Brasilien, Russland, Indien, China und Südafrika) sehen die befragten Experten die Anleihenkäufe vor allem als Ursache verstärkter Kapitalströme in die Schwellenländer und erwarten deren Umkehr mit dem Auslaufen der unkonventionellen Maßnahmen. Dies gilt insbesondere für Brasilien, Indien, Südafrika sowie für die Türkei. Damit spiegeln die Umfrageergebnisse weitestgehend die starken Finanzmarktturbulenzen wider, welche diese Länder seit der Ankündigung einer baldigen Absenkung der Staatsanleihenkäufe durch die Fed im Mai 2013 und deren tatsächlichen Reduktion im Januar 2014 verzeichneten.[4] Die festzustellenden Unterschiede in den Haltungen der befragten Länder mögen auch ein Spiegelbild der verschiedenen Interessenlagen sein. Sie verdeutlichen die Herausforderungen für eine stärkere globale Koordinierung der Geldpoliti-

[3] Vgl. etwa das einführende Statement von Mario Draghi zur Pressekonferenz des EZB-Rats im September 2012: http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2012/html/is120906.en.html.

[4] Wie aus der Sonderfrage des Ifo WES I/2014 hervorging, erwartete der Großteil der Experten in diesen Ländern umfangreiche Abflüsse von Portfolioinvestitionen aufgrund der Rückführung des »Quantitative Easing« in den USA (vgl. Plenk et al. 2014).

Tab. 2
Antwortsalden* in ausgewählten Ländern und Regionen

	»Ankaufprogramme für Staatsanleihen …«								
	bekämpfen Deflationsspiralen.	führen mittelfristig zu höherer Inflation.	reduzieren private und öffentliche Finanzierungskosten.	senken mittelfristig Haushaltsdisziplin.	verschaffen Zeit für strukturelle Reformen.	führen zum Verlust der Zentralbankunabhängigkeit.	befeuern mittelfristig Vermögenspreisblasen.	verhindern kurzfristige irrationale Überreaktion auf den Finanzmärkten.	führen zu vermehrten Kapitalströmen in Schwellenländer.
(Anzahl der Befragten)	*Geldpolitik*		*Fiskalpolitik*		*Wirtschaftspolitik*		*Finanzmärkte*		
USA (23)	39	**– 22**	39	30	39	**– 39**	**57**	**– 4**	**– 4**
Japan (30)	60	33	40	**67**	7	**67**	53	0	45
UK (9)	40	**– 40**	40	0	56	11	**78**	**– 78**	56
Eurozone (Kern)[a] (171)	20	3	31	35	35	38	**63**	**– 7**	28
GIIPS[b] (84)	54	**– 26**	**58**	14	52	5	53	15	36
Brasilien (29)	47	33	29	27	**57**	0	31	41	**57**
Russland (33)	31	**45**	9	33	0	15	44	3	9
Indien (13)	54	69	9	38	**85**	**– 8**	69	8	54
China (11)	50	40	33	64	17	45	**82**	**– 9**	33
Südafrika (25)	28	12	28	60	12	20	68	**– 25**	**76**
Türkei (17)	63	29	65	41	29	**– 13**	53	29	**76**

* Die Antwortsalden berechnen sich als Differenz der Anteile der einem Statement jeweils zustimmenden und der ablehnenden Befragungsteilnehmer. Regionale Durchschnitte werden auf Basis länderspezifischer Handelsgewichte (Exporte + Importe als Anteil am Welthandel ermittelt. Zur besseren Übersicht sind alle negativen Antwortsalden rot und der höchste Wert für jedes Land bzw. Region grün dargestellt. – [a] Euroländer ohne GIIPS (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien). – [b] Griechenland, Irland Italien, Portugal, Spanien.

Quelle: Ifo World Economic Survey (WES) II/2014.

ken, wie sie jüngst von den Schwellenländern auf dem G20-Gipfel in Sydney gefordert wurde.[5]

Literatur

IWF (2013), *Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects, Executive Summary,* Washington, 18. April.

Mohan, R. und M. Kapur (2014), »Monetary Policy Coordination and the Role of Central Banks«, IMF Working Paper Nr. 14/70.

Plenk, J., G. Nerb, K. Wohlrabe und M. Kleemann (2014), *CESifo World Economic Survey,* February 2014, ifo Institut, München.

Williams, J.C. (2014), *Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Putting Theory into Practice,* Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy, Brookings Institution, 16. Januar.

[5] Die jüngere Literatur dokumentiert beträchtliche Auswirkungen der unkonventionellen Geldpolitik in Industrieländern auf die Schwellenländer (vgl. Mohan und Kapur 2014).