ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Fiedler, Salomon

Article

Wirkung und Nebenwirkungen der Politik der Quantitativen Lockerung

IfW-Box, No. 2017.2

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Fiedler, Salomon (2017) : Wirkung und Nebenwirkungen der Politik der Quantitativen Lockerung, IfW-Box, No. 2017.2, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/201139

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

IfW-Box 2017.2

Wirkung und Nebenwirkungen der Politik der Quantitativen Lockerung (QE)

Salomon Fiedler

Das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (EAPP) der EZB läuft seit nunmehr fast zwei Jahren und soll noch bis mindestens Ende dieses Jahres fortgesetzt werden. Mit einem solchen breit angelegten Kaufprogramm sind Vor- und Nachteile verbunden, die im Folgenden diskutiert werden.

Der Zweck eines Programmes wie des EAPP ist es, Inflation und wirtschaftliche Expansion auch dann noch anzuregen, wenn die herkömmlichen Mittel der Geldpolitik an ihre Grenzen gestoßen sind. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die kurzfristigen Zinsen an ihrer effektiven Untergrenze liegen und nicht weiter gesenkt werden können. Theoretisch gibt es eine Reihe von Kanälen, über die ein Kaufprogramm wirken kann. Zu den wichtigsten gehören der Signalling-, der Portfolio-Balance- und der Wechselkurskanal.

- Die Wirkung des *Signalling-Kanals* beruht darauf, dass Anleihekäufe der Zentralbank Glaubwürdigkeit verleihen, wenn sie verspricht, die kurzfristigen Zinsen über eine längere als übliche Zeit niedrig zu halten. Der Effekt entsteht dadurch, dass der Preis der von der Zentralbank gekauften Wertpapiere sinken würde, sobald die Zinsen steigen, und die Zentralbank somit Verluste hinnehmen müsste, wenn sie ihre Ankündigung nicht einhält.
- Der *Portfolio-Balance-Kanal* stützt sich auf die Annahme, dass bestimmte Vermögenswerte imperfekte Substitute füreinander sind. Durch den Ankauf gewisser Anleihen verändert die Zentralbank mithin die relative Preisstruktur und setzt für Marktteilnehmer den Anreiz, in andere Anlageklassen umzuschichten und somit die Investitionstätigkeit zu erhöhen.
- Schließlich kann QE auch über den *Wechselkurs* wirken. Wenn niedrigere Zinsen im Inland oder Portfolioverschiebungen dazu führen, dass der Nettokapitalabfluss ins Ausland zunimmt, wird die heimische Währung abwerten. Dies könnte dann über eine Erhöhung der Nettoexporte die Expansion der inländischen Wirtschaft verstärken. Die heimische Inflationsrate würde dann ebenfalls unter Aufwärtsdruck geraten, weil zum einen die Kapazitätsauslastung steigen würde und zum anderen Importe wechselkursbedingt teurer würden (Gern et al. 2015).

Empirisch betrachtet scheint QE zumindest einen Einfluss auf Finanzmarktvariablen zu haben: die Preise von Anleihen steigen und die langfristigen Zinsen sinken im Zuge von Kaufprogrammen (Fiedler et al. 2016). Strikte Wallace-Neutralität, der zufolge ein Tausch von Zentralbankgeld gegen Staatsanleihen keine Auswirkungen haben sollte, scheint somit nicht gegeben zu sein. Die Wirkung auf andere Variablen wie Bruttoinlandsprodukt und Inflation ist weniger eindeutig. Während QE in der akuten Phase einer Krise einen positiven Einfluss auf diese Variablen zu haben scheint, ist es in der darauf folgenden Zeit wohl weniger effektiv (ebd.).

Gleichzeitig ist mit QE eine Reihe von *Nebenwirkungen* verbunden. Da einer der Wirkungskanäle der Anreiz zur Portfolioumschichtung in risikoreichere Anlageklassen ist, ist die erhöhte Gefahr zukünftiger Krisen inhärent mit der Durchführung eines entsprechenden Programms verbunden. Außerdem kann QE dazu führen, dass notwendige Anpassungen im Finanzsektor und politische Reformen verschleppt werden, da eine längere Niedrigzinsphase Kreditausfälle hinauszögern und öffentliche Haushalte vorübergehend entlasten kann (Gern et al. 2015). Ein weiteres Problem, welches sich direkt aus einem der postulierten Wirkungskanäle ergibt, ist der Umstand, dass das Zinsrisiko, welches die Zentralbank mit ihren Anleihekäufen eingeht, dazu führt, dass sie die Zinsen für einen längeren Zeitraum, als sie dies andernfalls täte, niedrig halten wird. Die hiermit verbundenen Kosten wären umso höher, je schneller der eigentlich angemessene Zins in der Zukunft wieder ansteigt. Speziell im Euroraum kommt noch das Risiko eines Staatsbankrotts hinzu. Zwar ist die Verlustabsorptionskapazität des Eurosystems wohl hoch genug, um selbst den Totalausfall eines Mitgliedslandes zu überstehen, da insbesondere der Gegenwartswert der erwarteten Seigniorageeinnahmen einen bedeutenden Vermögensgegenstand darstellt. Allerdings gilt auch hier, dass eine Vermögensposition nur einmalig zur Abdeckung von Verlusten herangezogen werden kann und dann auf alle Zeit verloren wäre (Boysen-Hogrefe et al. 2015).

Die Gefahr von Fehlallokationen nimmt mit zunehmender Dauer von QE zu (Fiedler et al. 2017); je länger Zinssätze von ihrem Marktniveau entfernt sind, umso stärker werden sich Produktionsstrukturen an ihnen ausrichten. Zu niedrige Zinsen führen tendenziell dazu, dass Projekte mit einer zu langen Kapital-

Quelle: Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, D. Groll, S. Kooths und U. Stolzenburg (2017). Euroraum trotz vieler Unwägbarkeiten im Aufwind. Kieler Konjunkturberichte Nr. 28 (2017|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel (Kasten 1: 9–10).

bindung aufgelegt werden, die im Falle eines zukünftigen Zinsanstiegs nicht mehr finanzierbar wären und somit zu Kreditausfällen führen. Ein weiteres Verlustrisiko entsteht durch die von den Banken betriebene Fristentransformation. Insofern die Banken zu viele langfristige Kredite mit zu niedrigen Zinsen vergeben, werden sie in Gefahr geraten, sobald die kurzfristigen Zinsen, zu denen sie sich refinanzieren müssen, in Zukunft wieder ansteigen. Im Euroraum steigt die Laufzeit neu vergebener Kredite seit mehreren Jahren deutlich an.

Insgesamt scheint QE also besonders in einer akuten Krisenphase wirksam zu sein und danach an Einfluss auf Bruttoinlandsprodukt und Inflation zu verlieren. Demgegenüber nimmt das Ausmaß der Risiken und Nebenwirkungen mit zunehmender Dauer eines entsprechenden Programms zu. Dies würde bedeuten, dass Wertpapierkäufe in außergewöhnlichen Fällen, in denen andere Instrumente der Geldpolitik an ihre Grenzen stoßen, zwar gerechtfertigt wären, sie aber nicht über einen längeren Zeitraum aufrecht erhalten werden sollten.

Literatur

Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, N. Jannsen, S. Kooths, C. Reicher und S. Reitz (2015). Sovereign bond purchases and risk sharing arrangements: Implications for euro area monetary policy. Beratungspapier für den Währungspolitischen Dialog des Europäischen Parlamentes, Juni.

Fiedler, S., I. Hanisch, N. Jannsen und M. Wolters (2016). Transmission Channels of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area: Where Do We Stand? Beratungspapier für den Währungspolitischen Dialog des Europäischen Parlamentes, Dezember.

Fiedler, S., S. Kooths und U. Stolzenburg (2017). Extending QE: Additional risks for financial stability? Beratungspapier für den Währungspolitischen Dialog des Europäischen Parlamentes, Februar.

Gern, K.-J., N. Jannsen, S. Kooths und M. Wolters (2015). Quantitative Easing carried out by the US Fed, the Bank of England and the Bank of Japan: What are the key policy messages relevant for the euro area that can be drawn from these experiences? Beratungspapier für den Währungspolitischen Dialog des Europäischen Parlamentes, März.