

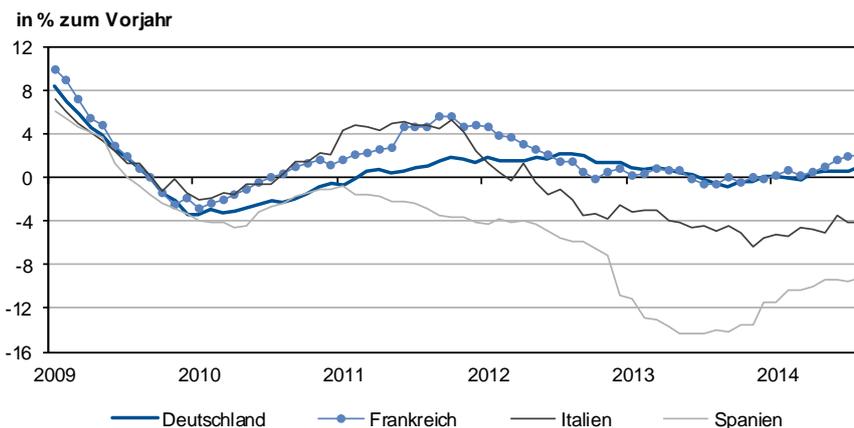
Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Eigentlich hat die EZB am letzten Donnerstag auf ihrer Pressekonferenz nicht viel Neues bekanntgegeben. Dass sie Pfandbriefe und ABS-Papiere aufkaufen wird, war schließlich bereits beschlossen. Und dennoch gab es wieder sehr kritische Kommentare. So wird oftmals davon gesprochen, dass sich die EZB durch Aufkäufe zu einer Bad Bank entwickeln würde. Generell wird argumentiert, dass die Geldpolitik an ihre Grenzen gestoßen sei. Schließlich hätte die EZB genug getan und sei außerordentlich expansiv. Ein Aufkauf von Anleihen würde das Mandat der EZB deutlich überschreiten. Angesichts dieser Kommentare ist zu erkennen, dass die EZB eine grundsätzlich andere Geldpolitik betreibt als noch vor der Krise bzw. wie es bei der Bundesbank der Fall wäre.

Keine Zweifel bestehen darüber, dass die EZB in vielen Dingen Neuland betritt. Doch die wirtschaftlichen Umstände in der Euro-Zone sind ebenfalls Neuland. Die Euro-Zone steckt immer noch in einer tiefen wirtschaftlichen Krise, die auf Dauer ihren Zusammenhalt gefährdet, sodass eine Krisenpolitik der Geld- und Fiskalpolitik notwendig ist. Die Historie von Finanzkrisen hat sehr deutlich gezeigt, dass eine Notenbank in Krisen ausreichend Liquidität für die Finanz- wie auch Realwirtschaft bereitstellen muss, um eine Eskalation der Krise bzw. einen „Meltdown“ zu verhindern. Dies ist nicht nur eine Erkenntnis aus der großen Depression, sondern grundsätzlich eine Lehre aus Finanzkrisen. Ein Grund, warum Notenbanken wie die Fed überhaupt ins Leben gerufen wurden, ist uneingeschränkt Liquidität bereitzustellen, wenn kein Vertrauen mehr in die Märkte vorhanden ist. In der Geschichte haben viele Notenbanken, allen voran die Bank of England, immer wieder Risiken auf ihre eigene Bilanz übertragen. Die mit einer Bilanzausweitung assoziierte Inflationsgefahr hat sich aktuell hingegen nicht bestätigt. Denn die Fed betreibt zwar seit sechs Jahren Krisenpolitik, das Inflationsgespenst hat sich aber immer noch nicht gezeigt.

Ist die Politik der EZB außerordentlich expansiv? Die Zinsen liegen bei 0 %, und die Zentralbank stellt uneingeschränkt Liquidität bereit. Und dennoch kann die Geldpolitik aus Sicht der Realwirtschaft nicht als außerordentlich expansiv beurteilt werden. Dies wäre nur dann der Fall, wenn die Realwirtschaft uneingeschränkt Geld aufnehmen und somit eine exzessive Geldmengenausweitung vorantreiben würde. Die Kreditvergabe an die Realwirtschaft in der Euro-Zone ist allerdings weiterhin rückläufig. Da die Finanzierung durch Banken immer noch den größten Teil der Fremdfinanzierung von Unternehmen in der Euro-Zone darstellt, hat die Realwirtschaft immer weniger Euro zur Verfügung. Die EZB kann allerdings nur indirekt Einfluss auf die Kreditvergabe nehmen. So wird die Geldpolitik oftmals auch als Schnur bezeichnet, die man ziehen, aber nur schwer schieben kann. Das ändert aber nichts an der Tatsache, dass die Realwirtschaft in der Euro-Zone effektiv eine eher restriktive Geldpolitik erfährt.

Abb. 1: Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen - ausgewählte Euroländer



Quellen: EZB; IKB

Ist die Politik der EZB bereits an ihre Grenzen gestoßen? Zinsniveau und Liquiditätsbereitstellung an Banken scheinen die Kreditvergabe nur begrenzt zu beeinflussen, und ein Aufkaufprogramm sollte die Renditen nur marginal weiter senken. Da es sich in Europa auch um eine Vertrauenskrise handelt, sollten Zinsveränderungen einen eher überschaubaren Einfluss haben. Die Bereitstellung von noch mehr Liquidität scheint nicht sehr effektiv zu sein, um die Kreditvergabe anzukurbeln. Denn eine Vertrauenskrise lässt sich nur begrenzt – wenn überhaupt – durch Zinssenkungen steuern. Gefordert ist die Fiskalpolitik, um die Nachfrage effektiv zu steigern und somit die Auftragsbücher des Privatsektors zu füllen. Die Niedrigzinspolitik der EZB schafft dafür entscheidende Spielräume. So ist der effektive Zinssatz für die meisten Euro-Staaten aktuell niedriger als vor der Euro-Krise.

Doch die EZB gibt der Fiskalpolitik nicht nur den nötigen Handlungsspielraum, sondern steigert auch deren Effektivität. Denn der aufgrund steigender Defizite und Schuldenquoten induzierte Renditeanstieg fällt dank der EZB aus. Neben den Zinsen selbst hat die Notenbank mit dem Wechselkurs noch ein weiteres Instrument zur effektiven Umsetzung ihrer Geldpolitik. Manche Notenbanken definieren sogar ihre geldpolitische Haltung durch Gewichtung von Zinsen und Wechselkurs (sogenannter Monetary Condition Index oder MCI). Da der Offenheitsgrad in der Euro-Zone (In- und Ausfuhren betragen um die 50 % des BIP) größer ist als in den USA oder Japan, ist die Rolle des Wechselkurses für die Geldpolitik nicht zu unterschätzen.

Abb. 2: Nominaler effektiver Wechselkurs - Euro-Zone



Quelle: BIS

Alle anderen wichtigen Notenbanken haben in den letzten Jahren Aufkaufprogramme umgesetzt und ihre Bilanzsummen deutlich ausgeweitet. Hierzu gehören die Notenbanken der USA, Schweiz, Großbritanniens und Japans. In allen Fällen war das explizite Ziel oder die Konsequenz eine Abwertung der Währung. Nur die Bilanzsumme der EZB ist seit 2012 rückläufig – mit der Konsequenz, dass der Euro zeitweise aufgewertet worden ist (siehe Abbildung 2). Während also die Notenbankpolitik vieler Länder expansiv ausgerichtet war, agierte die EZB durch die Aufwertung des Euros immer restriktiver. Die IKB hat schon des Öfteren argumentiert, dass sich die EZB nicht von der Politik anderer relevanter Notenbanken abkoppeln kann – es sein denn, sie nimmt deutliche Wechselkursveränderungen in Kauf ([siehe IKB Kapitalmarkt-News vom 30. Mai 2014](#)). Deshalb war es voraussehbar, dass sich die EZB in die Politik der Bilanzausweitung einreihen wird und somit dem Aufwertungsdruck des Euro entgegenwirkt. Aktuell wird dies noch dadurch verstärkt, dass die Fed langsam aber sicher eine geldpolitische Wende einleitet, was den US-Dollar weiter aufwerten lässt und den Handlungsdruck von der EZB nimmt. Deshalb wäre eine anhaltende und nachhaltige Erholung in den USA für die EZB sicherlich wünschenswert. Der Einfluss der relativen Geldpolitik hat sich auch letzte Woche wieder gezeigt: Während die EZB eine Ausweitung ihrer Bilanz ankündigt, liefern die USA gute Arbeitsmarktzahlen, wodurch sich die Erwartung einer Zinswende in 2015 festigt. Diese divergierende Geldpolitik hat den Euro deutlich unter Druck gesetzt und somit die effektive Geldpolitik der EZB expansiver gemacht.

Kommt ein Aufkaufprogramm von Staatsanleihen (QE-Programm)? Aktuell sinkt dafür die Wahrscheinlichkeit, da der Euro abwertet. Die Wahrscheinlichkeit für eine Zinswende in den USA und eine anhaltende Abwertung des Euro steigt, was die Geldpolitik der EZB auf Sicht expansiver macht. Die Fed scheint mehr und mehr den Druck von der EZB zu nehmen, durch weitere Aktionen wie ein Aufkaufprogramm von Staatsanleihen ihre Geldpolitik expansiver zu gestalten.

Fazit: Die EZB steht aktuell wieder in der Kritik: Ihre Geldpolitik sei zu expansiv und ineffektiv. Auch das Unbehagen über das Aufkaufen von Pfandbriefen und Verbriefungen bleibt ein Thema. Dabei tut die EZB nichts anderes als jüngst andere Notenbanken nach einer Finanzkrise – nämlich ausreichend Liquidität bereitzustellen. Der abwertende Euro macht es allerdings immer unwahrscheinlicher, dass die EZB Staatsanleihen (QE-Programm) aufkauft.

Die Effektivität der EZB sollte nicht unterschätzt werden. Zwar dürfte der Einfluss marginal sinkender Renditen überschaubar sein. Allerdings sorgt die EZB-Politik für eine Abwertung des Euro, was eine geldpolitische Lockerung bedeutet. Zudem sollte der Erfolg der EZB nicht anhand der aktuellen Konjunkturindikatoren gemessen werden, sondern eher daran, wie Wirtschaft und Staatshaushalte vieler Euro-Länder dastehen würden, wenn die EZB sie nicht unterstützt hätte. Wenn überhaupt, ist der EZB der Vorwurf zu machen, dass sie eher reaktiv und damit zu spät agiert hat. Schließlich ist die Kreditvergabe schon länger rückläufig und andere Notenbanken wie die Fed verfolgen schon seit Jahren eine deutlich expansivere Politik, obwohl die US-Konjunktur besser dasteht als die der Euro-Zone. Letztendlich lässt sich ein stabiles Finanzsystem nur durch eine wachsende Wirtschaft nachhaltig sichern.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

7. Oktober 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann