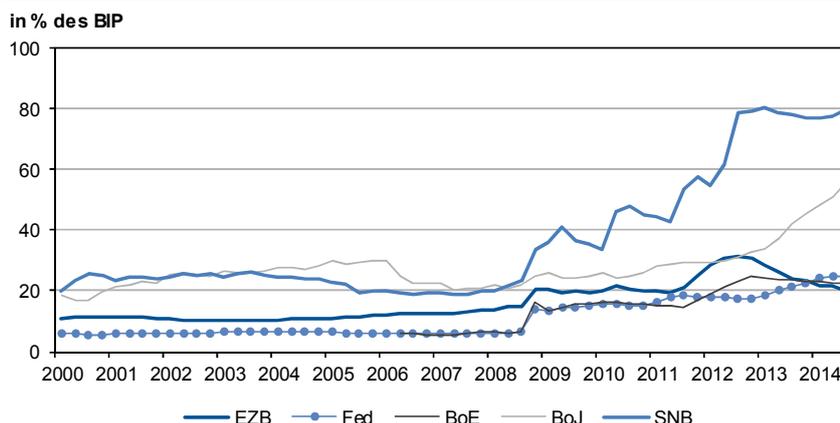


Dr. Klaus Bauknecht
klausdieter.bauknecht@ikb.de

Jahrzehntlang haben sich Notenbanken gerühmt, Anker für Stabilität der Preise und des Finanzsystems zu sein. Seit Anfang der 80er-Jahre ist die Inflationsrate vor allem in den industrialisierten Ländern deutlich zurückgegangen. Das hat die Glaubwürdigkeit der Notenbanken gestärkt, wenngleich die niedrigeren Inflationsraten auch auf die Globalisierung zurückzuführen sind. Erfolg sollte aber nicht nur durch stabile Güterpreise definiert werden. Notenbanken wurden nicht in erster Linie dazu geschaffen, die Inflation stabil zu halten, sondern um die letzte Instanz der Liquiditätsbereitstellung zu sein und damit das Finanzsystem in Zeiten von Vertrauenskrisen aufrechtzuerhalten. So wurde das Fed-System im Jahr 1913 ins Leben gerufen, um nach den Erfahrungen der US-Bankenkrise von 1907 Herdenverhalten, Paniken und systemweite Bankenpleiten zu verhindern. Sprich: **Nicht die Sorge vor Inflation, sondern die fehlende Liquidität im System war es, worauf die Gründung der Fed zurückzuführen ist. Aufkaufprogramme sind deshalb auch keine verzweifelten Maßnahmen der Notenbanken, sondern ein Grund, warum sie geschaffen wurden.**

Dieser Argumentation folgend ist die Notenbankpolitik der letzten Jahre grundsätzlich nichts Neues. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass eine direkte Geldmengenausweitung in Finanzkrisen gemäß dem Mandat einer Notenbank als sinnvoll eingeschätzt werden kann. Bernanke wie auch Milton Friedman sehen den Grund für die globale Depression in einem drastischen Rückgang der Geldmenge. Doch wo hört die notwendige Liquiditätsbereitstellung auf, und wann trägt die Geldpolitik zur Instabilität bei? Grundsätzlich scheint die Einschätzung zu bestehen, dass lieber etwas zu viel als zu wenig getan werden muss, da überschüssige Liquidität relativ schnell abgeschöpft werden kann – eine Meinung, die Repräsentanten der Deutschen Bundesbank sicherlich nicht teilen. **Gleichwohl kann in kritischen Zeiten aktives und überzeugendes Handeln notwendig sein, um Stabilität zu gewährleisten. Deshalb sollte auch das erwartete Aufkaufprogramm der EZB als Teil ihres Mandats und ihrer Aufgabe angesehen werden.** Zudem hat die Inflationsentwicklung der letzten Jahre die Sicht der Notenbanken bestätigt, die ambitionierte Aufkaufprogramme eingeführt haben. Denn Sorgen um steigende Teuerungsraten haben sich bis jetzt nicht bewahrheitet – auch nicht in den USA. Allerdings wird der Vorteil eines Aufkaufprogramms überlagert, wenn wie im Fall der USA die Wirtschaft einerseits schon lange keine Krisenpolitik mehr benötigt und die Geldpolitik andererseits für hohe Volatilität und damit Risiken auf den weltweiten Finanzmärkten sorgt. Liquiditätsbereitstellung in Krisen ist eben etwas anderes, als die Wirtschaft selbst mittelfristig mit billigem Geld anzutreiben.

Abb. 1: Bilanzsumme wichtiger Notenbanken

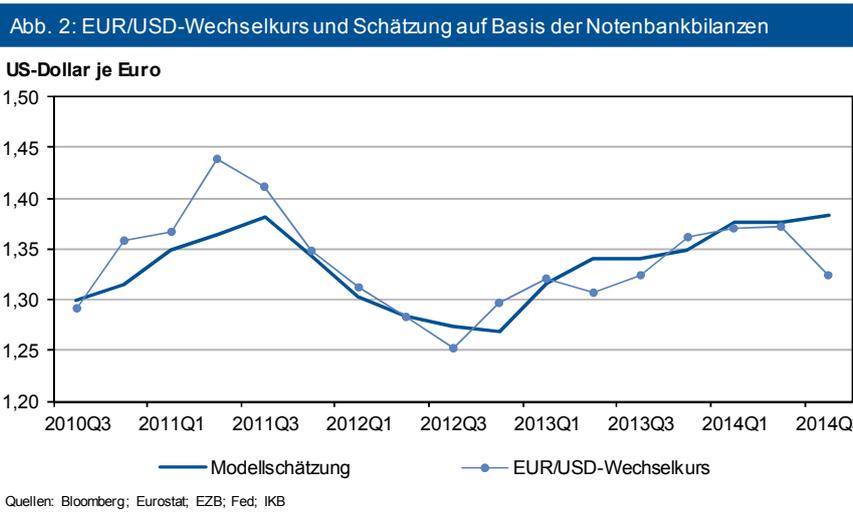


Quellen: BEA; Bloomberg; BoE; BoJ; Eurostat; EZB; Fed; ONS; SECO; SNB; IKB

Die Kreditvergabe im Euro-Raum findet primär durch Banken statt und nicht durch den Kapitalmarkt wie in den USA. Warum also ein Aufkaufprogramm, das in erster Instanz nur die Geldmenge im Finanzsystem ausweitet? Anders als in den USA, wo die Fed auf die Notwendigkeit von niedrigen Kapitalmarktzinsen verweist, sieht die EZB das Aufkaufprogramm als Lösung für fallende Inflationserwartungen. Steigt die Geldmenge, steigen auch die Inflationserwartungen, obwohl die tatsächliche Inflationsrate durch die Aufkaufprogramme bis jetzt nicht nennenswert angestiegen ist. Ein weiteres und entscheidendes Ziel für den Start von Aufkaufprogrammen ist laut EZB-Präsident Draghi die Schwächung des Euro. Die Märkte scheinen ihm zu glauben, denn im Vorfeld der eigentlichen Ankündigung eines Aufkaufprogramms ist der Euro bereits deutlich abgewertet. Auch die japanische Notenbank hat in jüngster Zeit durch ihre Ankündigung eines Aufkaufprogramms der Aufwertung des Yen entgegensteuern können. Entscheidend ist nicht die absolute, sondern die relative Bilanzausweitung – inwieweit lässt also die EZB ihre Bilanzsumme relativ zur Fed ausweiten, was sich im EUR/USD-Wechselkurs widerspiegeln sollte.

Ein bedeutender Zusammenhang zwischen Wechselkurs und Bilanzveränderung kann empirisch bestätigt werden, vor allem seit 2010 und damit seitdem die Aufkaufprogramme insbesondere in den USA an Bedeutung gewonnen haben.

Erhöht sich die Bilanzsumme der EZB relativ zur Fed, gemessen in % des BIP, so wertet der Euro ab – mehr Euro im Verhältnis zum US-Dollar bedeuten einen billigeren Preis von Euro in US-Dollar. Abbildung 2 veranschaulicht den EUR/USD-Wechselkurs und das Niveau, das nur durch die Entwicklung der relativen Notenbankbilanzen erklärt werden kann. Sie zeigt auch, dass der Markt bereits seit dem dritten Quartal 2014 eine Bilanzausweitung der EZB erwartet. Die Bedeutung des anstehenden Aufkaufprogramms kann angesichts von Abbildung 2 bestätigt werden, insbesondere da sich die Euro-Zone geringen fiskalischen Spielraum gibt, um anderweitig Wachstumsimpulse und eine deutliche Wende im Unternehmerv Vertrauen zu erreichen.



Da ein Aufkaufprogramm die Wechselkurse beeinflusst, ergeben sich auch Implikationen für die weltweiten Finanzmärkte. Die Fed hat die Märkte mit US-Dollar geflutet und somit für weitreichende Preisbewegungen wie auch Verzerrungen gesorgt. Dies war 2013 ersichtlich, als die Erwartung einer Beendigung des US-Aufkaufprogramms eine starke Reaktion auf den Devisen- und Finanzmärkten der Schwellenländer verursachte. Und es ist auch aktuell wieder zu erkennen: Die Tatsache, dass sich die Fed noch nicht zu einer klaren Zinswende bekennt, zwingt andere Notenbanken zu einem äußerst expansiven Kurs, um ihre Wirtschaft durch Wechselkursveränderungen anzukurbeln. Deshalb liegt es auch an der zögerlichen Fed-Politik, dass die EZB ein Aufkaufprogramm einführen muss, da der Aufwertungsdruck auf den Euro aufgrund schrumpfender EZB- und deutlich ausweitender Fed-Bilanz hoch war.

Fazit: Das Niedrigzinsumfeld stellt Notenbanken und Märkte vor neue Herausforderungen. Da die Konjunkturdaten aus der Euro-Zone weiterhin wenig überzeugen und die Fed sich immer noch nicht zu einer Zinswende bzw. zur Abschmelzung ihrer Bilanzsumme bekennt, ergibt sich Handlungsbedarf für die EZB. Obwohl deren anstehendes Aufkaufprogramm einen überschaubaren direkten Einfluss auf die Realwirtschaft haben sollte, ist der Einfluss auf den Wechselkurs unbestritten und lässt sich empirisch nachweisen: Eine relative Bilanzausweitung der EZB zur Fed schwächt den Euro. Angesichts des hohen Offenheitsgrads der Euro-Zone sind deshalb der Einfluss des erwarteten Aufkaufprogramms und die bereits deutliche Abwertung des Euro auf Sicht nicht zu unterschätzen. Das Aufkaufprogramm sollte einen wichtigen Beitrag leisten, Deflationsrisiken zu reduzieren und kurzfristige realwirtschaftliche Impulse zu liefern. Ein Aufkaufprogramm ist angesichts der schon lange ersichtlichen Risiken notwendig und steht im Einklang mit dem Mandat der Notenbank, wenn nötig, ausreichend Liquidität bereitzustellen.

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

20. Januar 2015
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg