

Name: Klasse:

Instrumente der Zentralbank

Quantitative Easing

Ziel der Geldpolitik des Eurosystems ist die Wahrung der Preisstabilität. Das gesamtwirtschaftliche Preisniveau bildet sich – vergleichbar mit den Preisen einzelner Güter – durch Angebot und Nachfrage auf dem gesamtwirtschaftlichen Gütermarkt. Es steigt tendenziell, wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stärker zunimmt als das Angebot, und es sinkt im umgekehrten Fall. Damit die Preise der einzelnen Waren und Dienstleistungen unverzerrte Signale über die relative Knappheit auf den Märkten geben, sollte das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage auf den einzelnen Märkten möglichst frei sein. Daher steuert das Eurosystem die Preise nicht direkt, sondern nimmt letztlich lediglich mittelbar Einfluss auf die *gesamtwirtschaftliche* Nachfrage.

Eine besondere Rolle für den gesamtwirtschaftlichen Ausgleich von Angebot und Nachfrage spielen die Zinsen. Höhere Zinsen stärken den Anreiz zum Sparen und verteuern kreditfinanzierte Ausgaben. Beides bremst tendenziell die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und trägt so dazu bei, die Preisentwicklung zu dämpfen. Umgekehrt führen niedrigere Zinsen tendenziell zu einer stärkeren Nachfrage und darüber in der Tendenz zu einem stärkeren Preisauftrieb. Auch die Marktzinsen werden vom Eurosystem nicht direkt bestimmt, weil auch sie eine volkswirtschaftlich wichtige Signal- und Lenkungsfunktion haben.

Vor diesem Hintergrund war bis zum Ausbruch der Finanz- und Bankenkrise im Jahre 2007 die Veränderung der drei Leitzinsen das zentrale geldpolitische Instrument des Eurosystems. Im Einzelnen sind dies die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität, für die Einlagefazilität sowie für das Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG).

Mit der Spitzenrefinanzierungsfazilität ermöglicht das Eurosystem den Banken, ihr Konto bei der Zentralbank zu überziehen. Die Bank kann solch einen Überziehungskredit aber nur in Anspruch nehmen, wenn sie ausreichend Sicherheiten hinterlegt. Mit der Einlagefazilität bietet das Eurosystem den Banken die Möglichkeit, überschüssige Liquidität bei der Zentralbank anzulegen und so – normalerweise – Zinsen zu erwirtschaften. Über das HRG stellt das Eurosystem den Banken jede Woche Liquidität in Form eines einwöchigen Kredits zur Verfügung.

Diese drei Leitzinsen haben großen Einfluss auf die Zinssätze am sogenannten „Geldmarkt“. Als „Geldmarkt“ wird in der Fachsprache der Markt bezeichnet, an dem sich vor allem *die Banken untereinander* Kredite mit *kurzfristiger* Laufzeit gewähren, um ihren täglich wechselnden Bedarf bzw. Überschuss an Liquidität untereinander auszugleichen. Die größten Umsätze an diesem Markt entfallen auf sogenanntes Tagesgeld – das sind Kredite über Nacht mit nur eintägiger Laufzeit. Aus den Zinssätzen der einzelnen Banken für diese Kredite ermittelt die Europäische Zentralbank jeden Tag einen Durchschnittszins (EONIA). Die Grafik zeigt, dass die vom Eurosystem nach geldpolitischen Erwägungen gesteuerten Leitzinsen starken Einfluss auf den EONIA haben.

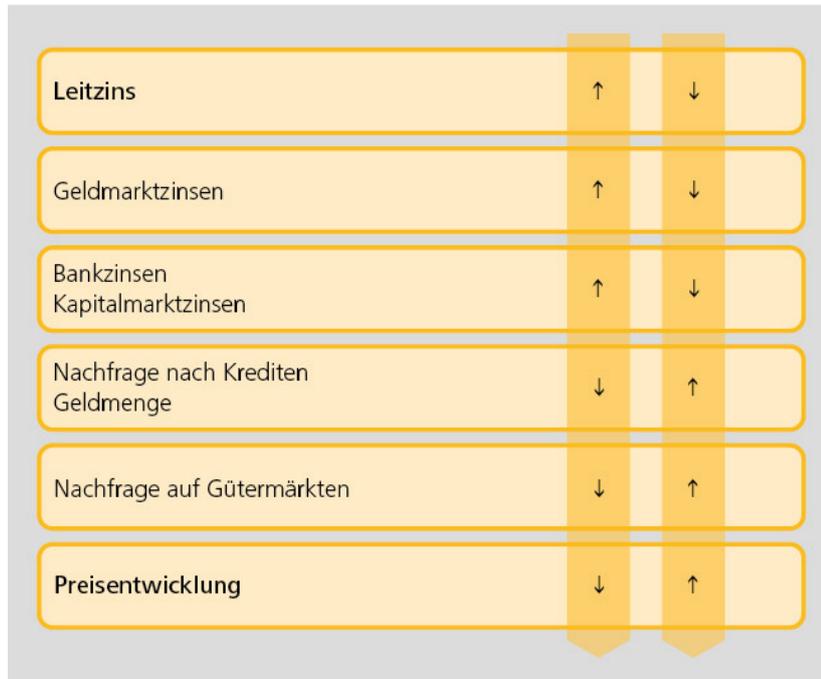
Die kurzfristigen Geldmarktzinsen haben typischerweise ihrerseits Einfluss auf die längerfristigen Marktzinsen: Hebt das Eurosystem beispielsweise die Leitzinsen an, wird dies meist nach einiger Zeit auch einen Anstieg der Kredit- und Kapitalmarktzinsen zur Folge haben. Am „Kapitalmarkt“ geht es um die Bereitstellung von Eigenkapital (mit unbegrenzter Laufzeit) und Fremdkapital (mit meist mittel- und langfristiger Laufzeit). Nachfrager am Kapitalmarkt sind vor allem Unternehmen und staatliche Institutionen, Anbieter sind zum Beispiel Versicherungsunternehmen, Pensionskassen, Investmentfonds und Banken.

Name: Klasse:

Ein Anstieg der Kredit- und Kapitalmarktzinsen wirkt wiederum einschränkend auf die Nachfrage nach Krediten. Das dämpft dann auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage – und letztlich die Entwicklung des Preisniveaus. Eine stark vereinfachte Darstellung dieses „Transmissionsprozesses“ zeigt diese Grafik:

Transmission geldpolitischer Impulse

(schematische und stark vereinfachte Darstellung)



Im Verlauf der Finanz- und Bankenkrise hat das Eurosystem seine Leitzinsen auf historische Tiefstände gesenkt. So sank der Zinssatz für die Einlagefazilität im Juni 2014 erstmals auf einen negativen Wert – das heißt, die Banken müssen für Guthaben auf ihrem Konto bei einer Zentralbank des Eurosystems einen Zins zahlen. Der Zinssatz für das HRG sank im September 2014 auf 0,05 %. Mit einer weiteren Senkung der Leitzinsen würde das Risiko immer größer, dass es zu einem aus Sicht der Zentralbank unerwünschten Nebeneffekt kommt: Anstatt auf ihre Guthaben bei der Zentralbank Zinsen zu zahlen, könnten die Banken dazu übergehen, sich ihre Guthaben in zunehmendem Ausmaß von der Zentralbank in Bargeld auszahlen zu lassen. Denn Bargeld wird nicht verzinst – und kann somit auch nicht mit einem negativen Zins belegt werden. Die Banken könnten damit einer weiteren Leitzinssenkung ausweichen, gleichzeitig wäre die Herstellung des zusätzlich benötigten Bargelds für die Zentralbank mit Kosten verbunden.

Auch wenn die Zentralbank ihre Leitzinsen somit in der Praxis nicht beliebig weiter senken kann, ist sie weiterhin in der Lage, Einfluss auf das Zinsniveau an den Kredit- und Kapitalmärkten zu nehmen – und damit letztlich auch auf die Entwicklung des Preisniveaus. Das Eurosystem übt dazu Einfluss direkt auf längerfristige Zinssätze aus. In Fachkreisen wird diese Art der Einflussnahme unter dem Stichwort „Quantitative Lockerung“ oder auf englisch „Quantitative Easing“ zusammengefasst. Das Eurosystem kauft dazu in größerem Umfang Anleihen an, insbesondere Staatsanleihen von Euro-Ländern.

Um die Wirkungsweise dieses geldpolitischen Instruments zu verstehen, muss man wissen, was eine Anleihe ist und wie sich Anleihekurse bilden. Wenn sich der Staat verschulden muss, kann er entweder bei einer Bank einen Kredit aufnehmen oder er begibt eine Anleihe. Ein Beispiel für eine Anleihe: Der Kreditbetrag, zum Beispiel 1 Milliarde Euro, wird in 10 Millionen Wertpapiere mit einem Nominalbetrag

Name: Klasse:

von jeweils 100 Euro und einer Laufzeit von jeweils 10 Jahren aufgeteilt („gestückelt“). Der Ausgabekurs für die Anleihestücke beträgt 100 Euro. Die Anleihe wird während der Laufzeit jedes Jahr mit (beispielsweise) 5 % verzinst, jedes Anleihestück im Nominalwert von 100 Euro also mit 5 Euro (das ist der „Nominalzins“ oder „Kupon“ der Anleihe).

Angenommen, die Anleger fragen die Stücke dieser Anleihe kurz nach der Marktplatzierung kräftig nach. Die starke Nachfrage treibt den Preis je Anleihestück nach oben, zum Beispiel auf 102,50 Euro. Welchen Ertrag (welche „Rendite“) erzielt ein Investor, der zu diesem Preis kauft? Um dies auszurechnen, muss berücksichtigt werden, dass die Anleihe am Ende der Laufzeit nur mit 100 Euro getilgt wird. Will der Investor seine Anleihestücke bis Endfälligkeit behalten, muss er einen Kursverlust von 2,50 Euro einkalkulieren. Umgelegt auf die zehnjährige Laufzeit entspricht dies – überschlägig gerechnet – einer Einbuße von 0,25 Euro pro Jahr. Die jährliche Verzinsung („Rendite“) eines Anleihestücks im Nominalwert von 100 Euro vermindert sich also von 5 % auf rund 4,75 %. (Die genaue Kalkulation der „Rendite“ bezieht weitere Aspekte ein und ist komplizierter.)

Üblicherweise zieht solch ein Rückgang der Anleiherendite auch die Renditen anderer Anleihen nach unten. Denn die Verkäufer ähnlicher Anleihen werden von den Käufern ebenfalls erhöhte Kurse verlangen. Greifen die Käufer trotz des erhöhten Kaufpreises zu, werden immer mehr Verkäufer von Anleihen ihre Preise erhöhen, auch für Anleihen mit kürzeren Laufzeiten. Mit den steigenden Preisen aber sinken – wie aufgezeigt – die Renditen der Anleihen. Legt der Staat oder ein Unternehmen in dieser Situation eine neue Anleihe mit zehnjähriger Laufzeit auf, wird er den Nominalzins oder Kupon auf 4,75 % festlegen.

Der Wettbewerb bewirkt dann, dass die Banken auch die Zinsen für Kredite senken. Denn zum einen können sich Banken über die Ausgabe von Anleihen selbst günstiger refinanzieren. Zum anderen müssen die Banken ihre Zinsen senken, um im Geschäft zu bleiben. Denn viele Unternehmen haben die Wahl, ihren Bedarf an Fremdkapital entweder über Bankkredite oder über die Begebung einer Anleihe zu finanzieren.

An den Anleihemärkten werden Anleihen ständig gehandelt. Je nach Angebot und Nachfrage steigen oder fallen die Preise der Anleihen (die Anleihekurse), und dabei gilt dann immer: Fällt der Preis einer (mit einem fixen Kupon ausgestatteten) Anleihe, dann steigt ihre Rendite. Steigt hingegen der Preis einer Anleihe, dann fällt ihre Rendite.

Diesen Effekt nutzen die Zentralbanken, wenn sie die Leitzinsen nicht weiter senken können: Mit großen Ankäufen von Staatsanleihen erhöhen sie die Anleihekurse. Das wiederum führt dazu, dass die Zinsen an den Kapital- und Kreditmärkten sinken – was wiederum die Nachfrage nach Krediten stimulieren soll. Das Eurosystem hat im Zuge der Krise solch ein Programm zum Ankauf von Staatsanleihen aufgelegt und angekündigt, Anleihen im Gesamtvolumen von mindestens 1.500 Milliarden Euro anzukaufen.

Die „Quantitative Lockerung“ wirkt nicht nur direkt auf die Anleiherenditen, sondern auch über weitere Kanäle. Ein Beispiel: Die Banken werden die aus Anleiheverkäufen erhaltene Liquidität in der Tendenz dazu nutzen, andere Vermögenswerte zu erwerben, zum Beispiel Aktien oder Unternehmensanleihen. Das lässt dann auch die Preise dieser Wertpapiere steigen. Auch dies ermäßigt ggf. die Finanzierungskosten der Unternehmen – und kann zur Erhöhung der Nachfrage nach Investitionsgütern führen.

Ein weiterer Wirkungskanal läuft über den Wechselkurs: Nutzen die Banken ihre Erlöse aus den Anleiheverkäufen, um ausländische Vermögenswerte zu erwerben, beeinflusst dies den Wechselkurs des Euro: Auf den Devisenmärkten nimmt das Angebot an Euro zu, gleichzeitig steigt die Nachfrage zum Beispiel nach US-Dollar oder japanischen Yen. Als Folge sinkt der Wechselkurs des Euro gegenüber diesen Währungen. Damit werden europäische Waren für Ausländer, die in US-Dollar oder Yen rechnen,

Name: Klasse:

günstiger. Das wiederum fördert den europäischen Export. Die Gesamtnachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern nimmt zu – und auch dies wirkt in der Tendenz auf einen erwünschten Anstieg des Preisniveaus hin. In die gleiche Richtung wirkt, dass sich durch die Euro-Abwertung Importe in den Euro-Raum verteuern.

Wirkungszusammenhänge bei Wertpapierkäufen im Rahmen der quantitativen Lockerung

