

**Datum:** 18.10.2017      **Mediengattung:** Online  
**Seite:**                      **Ressort:**  
**Visits:** 63.448.000      **Land:** Deutschland

---

## Das versteckte Kaufprogramm der EZB

Michael Heise

Die EZB wird am 26. Oktober aller Voraussicht nach bekannt geben, wie ihre Anleihekäufe ab Januar 2018 zurückgeführt werden. Im Mittelpunkt der Debatte um das Quantitative Easing (QE) steht die Frage, um wieviel der monatliche Kaufbetrag von jetzt 60 Milliarden Euro reduziert wird und wie lange das sogenannte Tapering dauert.

Weniger im Fokus steht, dass die EZB zusätzlich zu diesen Käufen alle Tilgungszahlungen für Wertpapiere reinvestiert, die sie im Rahmen von QE gekauft hat und die fällig werden. Diese Beträge lassen sich zurzeit nur schätzen, da die EZB keine genauen Daten veröffentlicht. Sie hat aber mehr Transparenz angekündigt. Nach unseren Berechnungen für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien kommen 2018 allein für diese Länder insgesamt 135 Milliarden Euro fällig werdender Staatsanleihen zusammen. Das entspricht mehr als zwei Monaten der derzeitigen QE-Käufe.

Die zur Wiederanlage anstehenden Tilgungszahlungen schwanken im Jahresverlauf und in der Länderzusammensetzung, durchschnittlich sind es rund 11 Milliarden Euro pro Monat für die vier großen QE-Länder zusammengenommen. Geldpolitisch ist diese Größe von Bedeutung, da sie sowohl die Größe der EZB-Bilanzsumme (Wertpapierbestand) als auch den „Markteffekt“ der monatlichen Kaufsummen beeinflusst. Selbst wenn die EZB ihre Anleihekäufe ab Januar deutlich auf 30 Milliarden Euro pro Monat zurückführen würde, liegt die Bruttonachfrage nach Wertpapieren monatlich um 11 Milliarden Euro Reinvestitionen höher.

Für den Ausstieg aus der Anleihekaufpolitik lassen sich verschiedene theoretische Szenarien unterscheiden, um Aufschluss über den Handlungsspielraum der EZB zu bekommen. Die „sanfteste“ Form des Ausstiegs wäre es, nur die Wiederanlage der Tilgungszahlungen zu stoppen (oder zu reduzieren), während QE nicht zurückgeführt wird.

Gegenüber dem Status quo würde die Gesamtnachfrage der EZB (Summe vier große QE-Länder) in diesem Fall nur um circa 74 Milliarden Euro im ersten Halbjahr 2018 zurückgehen. Für Italien wäre der Rückgang der Käufe relativ gering, da verhältnismäßig wenige italienische Anleihen im EZB-Portfolio in diesem Zeitraum fällig werden. Im Basisszenario, bei dem die Reinvestitionen beibehalten werden, aber die zusätzlichen Käufe auf monatsdurchschnittlich 30 Milliarden Euro im ersten Halbjahr 2018 vermindert werden, wäre die Rückführung der Anleihekäufe stärker als bei einem „sanften Tapering“.

Ein Verzicht auf die Wiederanlage fälliger Mittel könnte aber auch zum schnelleren Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik genutzt werden. Die EZB würde dann den Stopp ihrer Reinvestitionen zusätzlich zum QE-Tapering einsetzen. Bei einer Reduktion der QE-Käufe auf 30 Milliarden Euro und einer Beendigung der Reinvestitionen würden immer noch rund 108 Milliarden Euro Anleihekäufe im ersten Halbjahr für die vier untersuchten Länder anfallen. Dennoch ist ein solches schnelles Ausstiegsszenario derzeit nicht sehr wahrscheinlich, denn die EZB wird – wie seit Jahren schon – darauf verweisen, dass die EWU-Inflationsraten noch unter ihrem Ziel „nahe 2 Prozent“ liegen.

Folgen für die Inflation gering

Die Wirksamkeit des Anleihekaufprogramms auf die Inflation im Euroraum hat sich als äußerst gering

**Datum:** 18.10.2017      **Mediengattung:** Online  
**Seite:**                      **Ressort:**  
**Visits:** 63.448.000      **Land:** Deutschland

erwiesen. Rohstoffpreise, Lohnstückkosten und weltweite Preistrends sind die entscheidenden Einflussfaktoren gewesen. Der Einfluss der Geldpolitik ist mittelfristig, ihre Instrumente wirken nicht unmittelbar auf die Inflationsraten durch, sondern mit langen Zeitverzögerungen. Die gegenwärtigen guten Wirtschaftsindikatoren deuten darauf hin, dass geldpolitisch genug getan wurde.

Deswegen sollte die EZB ein anderes Vorgehen als die amerikanische Zentralbank Fed erwägen und nicht erst mit der Reduzierung ihrer Bilanzsumme beginnen, nachdem sie erste Leitzinserhöhungen vollzogen hat, die die EZB ja erst für die ferne Zukunft in Aussicht gestellt hat. Mit dieser Reihenfolge („Sequencing“) würden wohl noch Jahre vergehen, bis mit einer Reduzierung der Bilanzsumme und der starken Präsenz in den EWU-Staatsanleihemärkten begonnen würde. Bei der amerikanischen Notenbank lagen drei Jahre Zeit zwischen dem Ende von QE und dem Beginn der Bilanzrückführung.

Die baldige Beendigung der EZB-Reinvestitionen von Tilgungszahlungen fälliger Anleihen wäre ein sinnvoller Schritt und zumindest ein Signal der Normalisierung an die Finanzmärkte. Auch aus technischer Sicht wäre es empfehlenswert, denn die Anleihekäufe werden sonst etwa für Deutschland wohl bald an die selbstgesteckte Grenze stoßen, dass maximal 33 Prozent der ausstehenden Schuldtitel eines Emittenten in die Bilanz der EZB übertragen werden dürfen.

