

## QE der EZB – nutzlos und gefährlich

**Ende des 20 Jahrhunderts bestand ein breiter Konsens in der Geldpolitik: Großvolumige Käufe von Staatsanleihen sind Tabu für Notenbanken. Schließlich hat dies früher oder später immer zu Hyperinflation geführt. Genau deshalb findet sich das Verbot der Staatsfinanzierung durch Notenbanken auch in vielen Verfassungen. Seit der Lehman-Pleite ist aber nichts mehr wie früher. Inflation gilt als passé und großvolumige Assetkaufprogramme von Zentralbanken – neudeutsch »Quantitative Easing« – sind zum Standardinstrument der Geldpolitik avanciert. Viele sehen in QE sogar den Schlüssel zur Überwindung der Finanzmarktkrise. Auch die EZB konnte letztendlich den Verlockungen der neuen Wunderwaffe nicht widerstehen – sie wird in den nächsten 19 Monaten für mehr als 1.000 Mrd. EUR Wertpapiere kaufen. Der Löwenanteil entfällt auf Staatsanleihen. Befürworter von QE verweisen gerne auf die USA und Großbritannien. Die Angelsachsen haben als erste entsprechende Programme lanciert (bereits 2008/2009) und waren damit offensichtlich sehr erfolgreich. Beide Länder haben sich recht schnell aus der Rezession befreit und weisen seit 2010 durchschnittliche Wachstumsraten von knapp (Großbritannien) oder mehr (USA) als 2,0% p.a. auf, während die Eurozone kaum über die Nulllinie kommt. Für das Hinterherhinken der Währungsunion machen nicht wenige die anfangs zögerliche Geldpolitik der EZB verantwortlich.**

Ende des 20 Jahrhunderts bestand ein breiter Konsens in der Geldpolitik: Großvolumige Käufe von Staatsanleihen sind Tabu für Notenbanken. Schließlich hat dies früher oder später immer zu Hyperinflation geführt. Genau deshalb findet sich das Verbot der Staatsfinanzierung durch Notenbanken auch in vielen Verfassungen. Seit der Lehman-Pleite ist aber nichts mehr wie früher. Inflation gilt als passé und großvolumige Assetkaufprogramme von Zentralbanken – neudeutsch »Quantitative Easing« – sind zum Standardinstrument der Geldpolitik avanciert. Viele sehen in QE sogar den Schlüssel zur Überwindung der Finanzmarktkrise. Auch die EZB konnte letztendlich den Verlockungen der neuen Wunderwaffe nicht widerstehen – sie wird in den nächsten 19 Monaten für mehr als 1.000 Mrd. EUR Wertpapiere kaufen. Der Löwenanteil entfällt auf Staatsanleihen.

Befürworter von QE verweisen gerne auf die USA und Großbritannien. Die Angelsachsen haben als erste entsprechende Programme lanciert (bereits 2008/2009) und waren damit offensichtlich sehr erfolgreich. Beide Länder haben sich recht schnell aus der Rezession befreit und weisen seit 2010 durchschnittliche Wachstumsraten von knapp (Großbritannien) oder mehr (USA) als 2,0% p.a. auf, während die Eurozone kaum über die Nulllinie kommt. Für das Hinterherhinken der Währungsunion machen nicht wenige die anfangs zögerliche Geldpolitik der EZB verantwortlich.

Aber stimmt das auch? Nicht ganz in das Bild der QE-Enthusiasten passt die Entwicklung in Japan. Dort ist es mithilfe von QE im Jahr 2013 zwar ebenfalls zu einer Wachstumsbelebung gekommen, die ebte aber schnell wieder ab. Auch die Aufstockung des QE-Programms im Oktober 2014 hat bislang nicht den gewünschten Effekt gebracht.

Nicht zuletzt wegen der enttäuschten Hoffnungen in Japan lohnt es sich, nach anderen Gründen für die Wachstumsdifferenz zwischen der Eurozone und den USA beziehungsweise Großbritannien zu suchen. Ins Blickfeld geraten dabei schnell die demografischen Unterschiede. So ist Japan seit Jahren mit einer schrumpfenden und die Eurozone mit einer stagnierenden Erwerbsbevölkerung konfrontiert. In den USA und Großbritannien wächst die Erwerbsbevölkerung hingegen immer noch um knapp 1,0% p.a. Mit anderen Worten: Allein aufgrund der Demografie liegt das Potentialwachstum in den USA und Großbritannien um 1,0 bis 1,5 %-Punkte höher als in Japan und der Eurozone. Die jüngsten Wachstumserfolge der Angelsachsen sind daher schnell

entzaubert, wenn man statt dem absoluten BIP-Wachstum das BIP-Wachstum pro Kopf heranzieht. Seit dem Tiefpunkt 2009 weisen hier Deutschland (9,3%) und Japan (8,5%) eine dynamischere Entwicklung auf als die USA (7,6%) und Großbritannien (4,4%).

Der seit Jahren höhere Wachstumspfad in den USA und Großbritannien lässt sich daher ganz einfach mit der Demografie erklären und hat mit der Geldpolitik nichts zu tun. Mithin wäre die Konjunktur in den angelsächsischen Ländern vermutlich auch ohne Assetkäufe der Notenbanken wieder auf die Beine gekommen. Man sollte daher auch in der Eurozone keine zu großen Hoffnungen in QE setzen. Der Wachstumsausblick für das laufende Jahr fällt zwar freundlich aus. Das Wertpapierkaufprogramm der EZB ist dabei aber nur einer von vielen stimulierenden Faktoren – neben dem Ölpreisverfall, der Stabi-lisierung der Bankenbranche, der weniger restriktiven Fiskalpolitik, den Nachholeffekten, den rückläurückläufigen Risikoprämien etc. Bereits 2016/2017, wenn der zyklische Rückenwind nachlässt, dürfte erneut Ernüchterung beim Wachstum einkehren. Denn das Potentialwachstum in der Eurozone liegt derzeit aufgrund der Demografie und des bestenfalls mäßigen Investitionsklimas bei maximal 1,0%. Um auf einen höheren Wachstumspfad zu gelangen, bleibt der Eurozone weiterhin nichts anderes übrig, als auf Zuwanderung, eine steigende Erwerbsquote und Strukturreformen zu setzen.

QE wird sich also im besten Fall langfristig als nutzlos für die Eurozone erweisen. Zu befürchten ist allerdings, dass man sich damit ganz neue Probleme einhandelt. So ist das Assetkaufprogramm explizit auf kräftige Steigerungen der Vermögenspreise ausgerichtet. Der Börsenboom seit Anfang Januar dürfte in dieser Hinsicht lediglich einen Vorgeschmack darstellen. Mithin ist im kommenden Jahr folgendes Szenario wahrscheinlich: Die Aktienkurse werden sich in ganz Europa auf Allzeithöchstständen befinden, während gleichzeitig die Risikoaufschläge auf ein Minimum abgeschmolzen sind. Wenn in dieser Situation der konjunkturelle Schwung nachlässt, wovon wir ausgehen, sind scharfe Einbrüche in allen Marktsegmenten – mit Ausnahme der sicheren Häfen deutscher Bundesanleihen und Schweizer Eidgenossen – vorprogrammiert. Als Folge droht die nächste Deflationswelle, die natürlich bekämpft werden muss: mit einem »QE 2.0« der EZB.

#### **Kontakt:**

Dominik Runkel

Telefon: 0511 / 288 798 - 33

E-Mail: [dominik.runkel@bantleon.com](mailto:dominik.runkel@bantleon.com)

#### **Über BANTLEON:**

Der Anleihemanager BANTLEON, im Dezember 1991 von Jörg Bantleon in Hannover gegründet, ist ein Spezialist für sicherheitsorientierte Kapitalanlagen. Dazu gehören Investment-Grade-Anleihenfonds, Absolute-Return-Fonds und vermögensverwaltende Fonds für institutionelle und private Anleger sowie Spezialfonds und Outsourcing-Mandate für institutionelle Anleger. Insgesamt verwaltet BANTLEON mit 40 Mitarbeitern über 10 Milliarden Euro für Kunden in Deutschland, Österreich, Spanien, Italien, Belgien, Luxemburg und der Schweiz. Zu den über 150 institutionellen Kunden gehören Banken und Sparkassen, Hypothekenbanken und Bausparkassen, Erst- und Rückversicherungen, Altersversorgungswerke, Pensionskassen, DAX-Industrieunternehmen, Vermögensverwalter und Dachfondsmanager. Weitere Informationen erhalten Sie unter [www.bantleon.com](http://www.bantleon.com).

# BANTLEON

Der Anleihemanager