

# »» „Taper tangram“ – der „Exit“ der EZB gleicht einem Geduldsspiel

Nr. 134, 8. Juni 2017

Autor: Dr. Sebastian Wanke, Telefon 069 7431-9784, research@kfw.de



Die Europäische Zentralbank hat ihre Geldpolitik heute erneut unverändert gelassen, weil sich die Inflation in der Eurozone nur sehr schleppend normalisiert. Vor allem die Kerninflationsrate, die Energie- und Lebensmittelpreise ausklammert, kommt bei knapp 1 % seit zwei Jahren kaum vom Fleck (s. Grafik).

Der Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik zieht sich also. Er gleicht einem Geduldsspiel – vielleicht am ehesten dem chinesischen Tangram, bei dem sieben drei- und viereckige Puzzlestücke zu einem Quadrat zusammengesetzt werden müssen.

Der Legende nach hatte im alten China ein Mönchsschüler eine wertvolle Kachel fallen lassen und sich lange mit dem erneuten Zusammenfügen der Scherben gemüht. Der Unterschied zur EZB: Ihre Politik ist kein Unfall, sie ist bewusst herbeigeführt. Die Notenbanker wissen deshalb genau, welche Schritte zu unternehmen sind, um die monetären Verhältnisse wieder zu normalisieren. Und sie wissen, dass viel Fingerspitzengefühl und Geduld notwendig ist, um ungewünschte Verwerfungen an den Finanzmärkten und in der Realwirtschaft zu vermeiden.

Das „taper tangram“<sup>1</sup> der EZB, ihr Exit aus der unkonventionellen Geldpolitik, in deren Zentrum die sukzessive Reduzierung ihrer Wertpapierkäufe (so genanntes „tapering“) steht, könnte wie folgt gelöst werden:

## Tangram Teil 1: Beendigung der zusätzlichen Wertpapierkäufe

Das erste Puzzlestück des „taper tangrams“ hat die EZB bereits gelegt: Sie kauft seit April 2017 20 Mrd. EUR weniger monatlich an Wertpapieren als in den zwölf Monaten zuvor. Mit diesem Schritt hat die Notenbank ihre letzte Erhöhung

der Wertpapierkäufe von Anfang 2016 wieder zurückgenommen.

## Tangram Teil 2: Anpassung der Kommunikation

Das zweite Stück ist bei der heutigen Pressekonferenz hinzugekommen. Die EZB hat ihre „forward guidance“, also ihre auf die fernere Zukunft gerichtete Kommunikation angepasst. Sie hat aus ihren einleitenden Bemerkungen zur PK den Hinweis entfernt, dass die Leitzinsen auf noch niedrigere Niveaus als bisher abgesenkt werden könnten.

## Teil Nr. 3: Ankündigung einer weiteren Reduzierung der Wertpapierkäufe

Der nächste Schritt im Geduldsspiel wäre, die Öffentlichkeit verbal auf den weiteren Ausstieg aus dem Wertpapierkaufprogramm vorzubereiten. Das könnte die EZB direkt nach der Sommerpause im September machen, wenn ihr wissenschaftlicher Stab neue Projektionen für Konjunktur und Inflation vorlegt. Fraglich ist, ob die EZB dann schon ein echtes „Tapering“ ankündigt, also eine regelgebundene Reduzierung der Wertpapierkäufe bis auf null innerhalb eines bestimmten Zeitraums. Alternativ könnte sie zunächst eine weitere Absenkung des Niveaus der monatlichen Käufe für eine gewisse Zeit festlegen. Letztere Variante, die der Zentralbank mehr Flexibilität lässt, erscheint angesichts einer immer noch schwachen Inflationsentwicklung gegenwärtig wahrscheinlicher.

## Puzzlestück 4: Umsetzung der Verringerung der Käufe

Der halbe Weg wäre geschafft, wenn der allmähliche Ausstieg nicht nur angekündigt, sondern auch umgesetzt wird – wahrscheinlich im Januar 2018. Dann wäre die Frist ausgelaufen, die bisher für das aktuelle Kaufvolumina von 60 Mrd. EUR pro Monat genannt wurde.

## Teil Nr. 5: weiteres Absenken der Wertpapierkäufe bis auf null

Danach müssen weitere Reduzierungen der Wertpapierkäufe bis auf null folgen, das „Tapering“ müsste also spezifiziert werden. Sein Ende könnte im zweiten Halbjahr 2018 kommen, sofern sich die Konjunktur des Euroraums weiterhin so gut entwickelt wie zurzeit.

## Teil Nr. 6: Leitzinserhöhung

Ein Riesenschritt in Richtung Normalisierung wäre die erste Anhebung der Leitzinsen seit 2011, voraussichtlich gegen Ende 2018.

## Nummer 7 – das letzte Tangram-Teil: Abbau der Wertpapierbestände

Die Normalisierung der Geldpolitik und das „taper tangram“ wären vollendet, wenn die bei der EZB lagernden Wertpapierbestände wieder abgebaut würden. Bis zur Erreichung dieses Ziels dürfte allerdings noch viel Geduld nötig sein. Die US-Notenbank z. B. hat im Rahmen ihres eigenen Exits schon vor anderthalb Jahren die Leitzinsen erstmals erhöht, eine Reduzierung ihrer Wertpapierbestände bislang aber nur angedacht. ■

## Grafik: Inflationsentwicklung im Euroraum (in Prozent)



Quellen: Eurostat, KfW Research

<sup>1</sup> Der Begriff „tapering“ wurde von Vertretern der US-Notenbank geprägt, um den Prozess der allmählichen Rückführung ihrer Wertpapierkäufe zu beschreiben. Als dieser 2013 beginnen sollte, kam es zu heftigen Zinsanstiegen an den Finanzmärkten. Dieses Phänomen wird heute als „taper tantrum“ bezeichnet.