

# »» Effekte der Bilanzverkürzung der EZB und der Fed auf Inflation und BIP

Nr. 239, 11. August 2023

Autoren: Dr. Felix Schmidt, Telefon 069 7431-9386, [felix.schmidt@kfw.de](mailto:felix.schmidt@kfw.de); Marius Lange, Telefon 069 7431-69244, [marius.lange@kfw.de](mailto:marius.lange@kfw.de); Dr. Jens Herold Esteves

## Auf Ära der ultralockeren Geldpolitik folgen Zinsschritte und QT

Nach vielen Jahren des globalen Niedrigzinsumfeldes haben die Corona-Pandemie und der Ukraine-Krieg zu deutlich steigenden Teuerungsraten geführt. Zur Inflationsbekämpfung begannen die Fed im März 2022 und die EZB im Juli 2022 den Leitzins anzuheben. Darüber hinaus wurden die Anleihekaufprogramme der Zentralbanken nach Jahren des Quantitative Easing (QE) zunächst zurückgefahren, bevor in einem weiteren Schritt damit begonnen wurde, die Anleihebestände zu reduzieren. Während ein Ende des Leitzinszyklusses in der Eurozone und den USA bereits absehbar ist, wird die Bilanzverkürzung (Quantitative Tightening, QT) die Notenbanken noch lange beschäftigen.

## Empirische Forschung zu QE und QT

Studien, die sich mit den Folgen unkonventioneller Geldpolitik beschäftigen, untersuchten häufig die Effekte einer Verlängerung der Zentralbankbilanz. Fabo et al.<sup>1</sup> fassen in ihrer Metastudie 54 empirische Studien zusammen und kommen zu dem Ergebnis, dass eine Bilanzverlängerung in Höhe von 1 % des BIP das Preisniveau in der Eurozone um 0,11 % erhöht (USA 0,21 %). Der Effekt auf das BIP beträgt 0,16 % (USA 0,17 %). Unter der Annahme einer symmetrischen Wirkungsweise lassen sich die Ergebnisse von Fabo et al. auf QT anwenden. Da sich die Ergebnisse von Fabo et al. auf den kumulierten Effekt der Wirkung von QT am Ende des von den Autoren in den der Metastudie zugrunde liegenden Forschungspapieren beziehen, lässt sich keine Aussage über die zeitliche Komponente des Effekts ableiten.

## Effekte der Bilanzverkürzungen

Die EZB-Wertpapierbestände im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP) wurden von Anfang März bis

Ende Juni 2023 monatlich im Durchschnitt um 15 Mrd. EUR verringert. Seit Juli wurden die Reinvestitionen im Rahmen des APP komplett eingestellt. Im zweiten Halbjahr laufen Anleihen im Gesamtwert von knapp 150 Mrd. EUR aus,<sup>2</sup> sodass sich der gesamte Bilanzabbau im Rahmen des APP bis Ende 2023 auf knapp 210 Mrd. EUR beläuft. Dies entspricht etwa 1,6 % des Eurozonen-BIP aus dem Jahr 2022. Basierend auf Fabo et al. ergibt sich daraus kumulativ eine Verminderung des Preisniveaus der Eurozone in Höhe von 0,17 % und ein Reduktion des BIP in Höhe von 0,25 %. In den USA betrug die Bilanzrückführung der Fed von Juni bis einschließlich August 2022 monatlich 47,5 Mrd. USD. Seit September 2022 wurde der Abbau auf 95 Mrd. USD pro Monat verdoppelt. Bis Ende des Jahres 2023 ergibt sich daraus ein Bilanzabbau in der Gesamtsumme von 1,66 Bio. USD, was etwa 6,5 % des US-BIP aus dem Jahr 2022 entspricht. Die deutlich größere Rückführung der Bilanz im Vergleich zur Eurozone spiegelt sich in einem stärkeren Effekt auf das Preisniveau in Höhe von -1,4 % und auf das BIP in Höhe von -1,1 % wider. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass in der Eurozone neben dem Abbau des APP auch die Rückzahlungen längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (LTRO) ganz erheblich zur Bilanzverkürzung der EZB beitragen. Zwischen Sommer 2022 und Juni 2023 betragen die Rückzahlungen etwa 1 Bio. EUR. Die Effekte dieser Art der Bilanzverkürzung sind jedoch nicht eins zu eins mit dem Abbau der Anleihebestände zu vergleichen und werden daher nicht in die Berechnung einbezogen. Tendenziell verstärkt die Rückzahlung der LTROs aber die beschriebenen Effekte.

## Bilanzverkürzung als Substitut für zusätzliche Zinsschritte

Eine Vergleichsstudie von Wieland et al. (2016)<sup>3</sup> mit 8 makroökonomischen

Modellen für den Euroraum und 12 Modellen für die USA kommt zu dem Ergebnis, dass eine Anhebung des Leitzinses um einen Prozentpunkt das BIP in der Eurozone um 0,46 % und in den USA um 0,48 % senkt. Diese Ergebnisse lassen sich auf die oben berechneten Effekte übertragen. Es ergibt sich daraus, dass in der Eurozone eine zusätzliche Leitzinsanhebung in Höhe von etwa 60 Basispunkten und in den USA in Höhe von 230 Basispunkten von Nöten wären, um die errechneten Effekte der aktuellen Bilanzverkürzungen auf das BIP zu substituieren.

## Fazit und Einordnung

Der Kampf von EZB und Fed gegen die Inflation geht weiter. Die hier präsentierten Überschlagsrechnungen legen nahe, dass die Zentralbanken mit der aktuellen Geldpolitik möglicherweise schon deutlicher im restriktiven Bereich sein könnten, als dies der Blick allein auf den Leitzins nahelegt. Dies stützt die Annahme, dass der Leitzinsgipfel sowohl in der Eurozone als auch in den USA voraussichtlich bald erreicht sein dürfte. Die Bilanzverkürzungen dürften aber darüber hinaus fortgesetzt werden: Die obigen Berechnungen geben einen groben Anhaltspunkt, wie groß die Effekte des QT auf die Inflation und das BIP sind (und in der Zukunft sein könnten) und wie viele Zinsschritte durch sie substituiert werden. Zu beachten ist jedoch, dass bei den Berechnungen vereinfachende Annahmen wie etwa die symmetrische und lineare Wirkungsweise von QT unterstellt wurden. Auch lassen sich über die zeitliche Komponente der Effekte keine gesicherten Angaben machen. Nichtsdestotrotz tragen diese Abschätzungen dazu bei, die Effekte der geldpolitischen Wende in der Eurozone und den USA quantitativ besser einordnen zu können.

<sup>1</sup> Fabo B. et al. (2021): Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics. *Journal of Monetary Economics* 120, 1–20.

<sup>2</sup> <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/app/html/index.en.html>

<sup>3</sup> Wieland et al. (2016): Chapter 15 – New Methods for Macro-Financial Model Comparison and Policy Analysis. *Handbook of Macroeconomics* 2, 1241–1319.