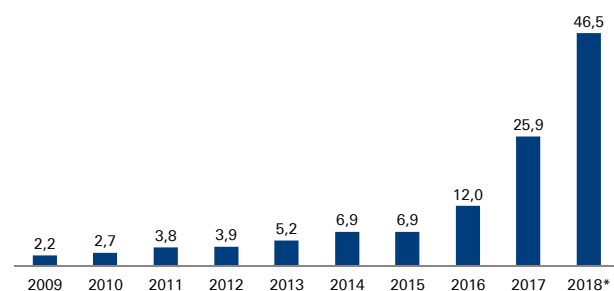


## Metzler: Unbeabsichtigte Folgen der QE-Programme Umverteilungseffekte zwischen Bankaktionären und Steuerzahlern

Wenn eine Zentralbank Staatsanleihen kauft, erwirbt sie einen Vermögenswert, dem in ihrer Bilanz eine Verbindlichkeit gegenübersteht. Unabhängig davon, ob die Zentralbank die Staatsanleihen direkt vom Staat, einer Privatperson oder einer Bank kauft, landet der Kaufbetrag früher oder später immer bei einer Bank, die nunmehr ein Guthaben bei der Zentralbank hat. Diese Guthaben werden als Überschussreserven bezeichnet, da sie nicht für die Erfüllung der Mindestreservevorschriften benötigt werden. Die Banken können die Überschussreserven einfach liegen lassen oder dazu nutzen, Wertpapiere zu kaufen oder Kredite zu vergeben. Wenn eine Bank mit ihren Überschussreserven ein Wertpapier kauft, landet der Betrag bei einer anderen Bank, die dann ein Guthaben bei der Zentralbank hat. Das Niveau an Überschuss- und Mindestreserven wird somit nur durch die Zentralbank bestimmt und das Bankensystem insgesamt hat keinen Einfluss darauf.

Als eine Folge des QE-Programms sind die Reserven in den USA auf etwa 2,25 Billionen USD gestiegen – also die Guthaben der US-Geschäftsbanken bei der Zentralbank. Bis zur Finanzmarktkrise bezahlte die US-Notenbank keine Zinsen auf Reserven der Geschäftsbanken, da es nur die gesetzlich vorgeschriebenen Mindestreserven gab, über die die einzelnen Banken nicht verfügen konnten. Seit es Überschussreserven im Rahmen des QE-Programms gibt, muss die US-Notenbank jedoch Zinsen bezahlen. Würde sie nämlich keine Zinsen auf die Guthaben der Geschäftsbanken bezahlen, würde jede einzelne Bank versuchen, ihre Guthaben (sprich Überschussreserven) bei der Zentralbank loszuwerden und Wertpapiere kaufen. Dadurch würde das allgemeine Zinsniveau sinken und die Leitzinserhöhungen wären konterkariert.

**US-Notenbank dürfte knapp 50 Mrd. USD an die Geschäftsbanken an Zinsen auszahlen – als eine unbeabsichtigte Folge ihres QE-Programms**  
Zinszahlungen der US-Notenbank an die Geschäftsbanken in Mrd. USD



\* Unter der Annahme von 3 Leitzinserhöhungen bei unveränderten Reserven (Mindestreserven plus Überschussreserven)

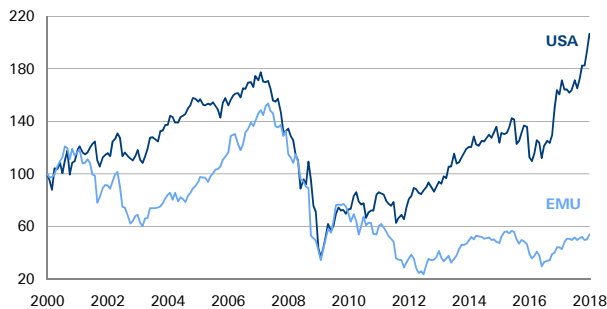
Quellen: Federal Reserve, Justin Weidner, Deutsche Bank Research, Metzler; Stand: Februar 2018

In diesem Jahr wird die US-Notenbank voraussichtlich knapp 50 Mrd. USD an die US-Geschäftsbanken an Zinsen auszahlen – eine unbeabsichtigte Folge ihres QE-Programms. Diese Zinszahlungen schmälern den Zentralbankgewinn empfindlich, sodass die US-Notenbank weniger als im Vorjahr an das Finanzministerium überweisen wird. Es kommt also zu einer erheblichen Umverteilung von US-Steuerzahlern zu Bankaktionären.

Die Verbindlichkeiten einer Zentralbank gegenüber dem Bankensystem erklären auch, warum ein Kauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank und deren Streichung die Staatsverschuldung nur kosmetisch reduziert, aber ansonsten keinen Effekt hat.

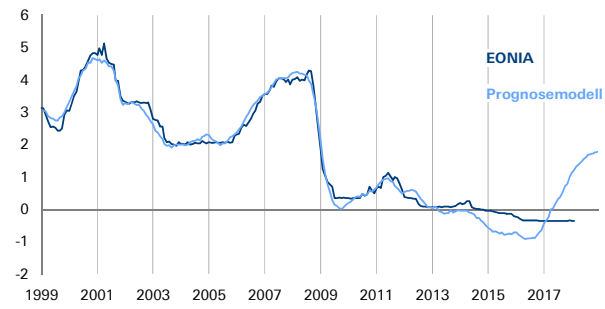
In der Eurozone bekommen die Geschäftsbanken keine Zinsen auf ihre Guthaben bei der Zentralbank, sondern müssen Strafzinsen in Höhe von -0,4 % bezahlen. Bei einem geschätzten Niveau der Reserven von durchschnittlich etwa 1,5 Billionen EUR im Jahr 2018 müssen Geschäftsbanken somit etwa 6 Mrd. EUR an die EZB zahlen – also findet eine Umverteilung von Bankaktionären zu Steuerzahlern statt. Dementsprechend ist es auch nicht verwunderlich, dass US-Banken eine deutlich bessere Wertentwicklung aufweisen als Banken aus der Eurozone.

### Dramatische Outperformance der US-Banken I/B/E/S MSCI Kursindex USA und EMU in lokaler Währung (31.1.2000 = 100)



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.1.2018

### Die EZB dürfte aufgrund vorsichtiger Haltung und (noch) niedriger Inflation erst im März 2019 den Leitzins anheben in %



Quelle: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.1.2018

### EZB-Sitzung: Prognosen im Fokus

Der neue Fed-Präsident Powell sagte in dieser Woche, dass Zinsregelmodelle wie die Taylor-Regel für die US-Notenbank eine wichtige Informationsgrundlage seien. Auch für die Eurozone berechnen viele Volkswirte mit Hilfe der Taylor-Regel einen angemessenen Leitzins. Interessanterweise kommen die unterschiedlichen Modelle alle zu einem ähnlichen Ergebnis: Der Leitzins in der Eurozone sollte schon jetzt zwischen 1,0 % und 2,0 % liegen. Die EZB ist also mit einem negativen Leitzins von -0,4 % immer noch sehr vorsichtig, was sicherlich damit zusammenhängt, dass sie den Aufschwung immer noch als fragil einschätzt. Anhaltend gute Konjunkturdaten wie die Einkaufsmanagerindizes des Dienstleistungssektors (Montag), die deutschen Aufträge (Donnerstag) sowie die deutsche und französische Industrieproduktion (Freitag) dürften jedoch das Vertrauen der EZB in die Robustheit des Aufschwungs stärken. Dieses größere Vertrauen dürfte sich auch in höheren Wachstumsprognosen der EZB (Donnerstag) widerspiegeln. Die EZB hätte damit Spielraum, den Exit schneller zu vollziehen, indem sie das QE-Programm schon im September vollständig beendet und im März 2019 den Leitzins anhebt.

### USA: Arbeitsmarkt im Fokus

Viele sehen den US-Arbeitsmarktbericht von Anfang Februar als Auslöser für die Finanzmarkturbulenzen. Im Januar stiegen die Löhne nämlich um 2,9 % gegenüber dem Vorjahr und weckten damit Inflationsängste. Es spricht jedoch einiges dafür, dass das Lohnwachstum durch statistische Effekte etwas nach oben verzerrt war, sodass der Arbeitsmarktbericht (Freitag) für Februar ein wieder etwas abgeschwächtes Lohnwachstum ausweisen könnte. Interessant wird auch der Blick auf die Einkaufsmanagerindizes des Dienstleistungssektors (Montag).

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk  
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

### **Metzler Asset Management**

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon (0 69) 21 04 - 5 32  
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79  
asset\_management@metzler.com  
www.metzler.com/asset-management

---

#### **Rechtliche Hinweise**

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.