
Gerhard Illing

Zentralbanken im Griff der Finanzmärkte

Seit dem Ausbruch der internationalen Finanzkrise im August 2007, verstärkt nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im September 2008 leiteten Zentralbanken weltweit sehr unkonventionelle Maßnahmen ein: Sie senkten ihren Leitzins massiv – viele praktisch bis auf die Untergrenze von Null; sie weiteten zudem ihre Bilanzen dramatisch aus. In der Öffentlichkeit werden diese Maßnahmen mit großer Besorgnis verfolgt. So kritisierte etwa Bundeskanzlerin Angela Merkel in einer Rede am 2. Juni 2009 die amerikanische und britische Zentralbank in ungewöhnlicher Form direkt: „Die Unabhängigkeit der Europäischen Zentralbank muss erhalten bleiben, und die Dinge, die andere Notenbanken jetzt machen, müssen wieder zurückgefahren werden. Ich sehe mit großer Skepsis, welche Vollmachten zum Beispiel die Fed hat und wie sich im europäischen Bereich auch die Bank of England ihre kleinen Linien erarbeitet hat.“¹

¹ A. Merkel: Erfolg mit Verantwortung – made in Germany: Die Soziale Marktwirtschaft, Rede am 2. Juni 2009, Berlin

Ben Bernanke, der Chef der US-amerikanischen Zentralbank, verwies als Reaktion auf diese Kritik bei einer Anhörung vor dem Kongress dagegen darauf, dass „die Volkswirtschaften in den USA und der ganzen Welt, einschließlich Deutschland, vor einer außergewöhnlichen Kombination einer Finanzkrise ... und einem ernststen Abschwung gestanden haben.“ In so einem Fall sei „starkes Handeln sowohl auf finanzpolitischer als auch auf monetärer Seite gerechtfertigt, um zu versuchen, einen noch schlimmeren Abschwung zu verhindern.“²

Die konträren Positionen von Angela Merkel und Ben Bernanke repräsentieren die große Spannweite der Herausforderungen und das Ausmaß der Unsicherheit, denen Entscheidungsträger momentan gegenüber stehen. Sie befinden sich mit ihren unkonventionellen Politikmaßnahmen auf einem schmalen, unerprobten Grat. Wie kann es gelingen, einen Absturz sowohl in eine deflationäre Spirale als auch in eine Hyperinflation zu verhindern? Voraussetzung für den

² Die Welt vom 5.6.2009.

Erfolg unkonventioneller Maßnahmen ist eine verlässliche Strategie des Übergangs, um weder zu früh noch zu spät zu normaler Geldpolitik zurückzukehren.

Die entscheidende Frage ist, ob wirksame Anreize bestehen, die notwendigen Maßnahmen auch tatsächlich auszuführen. Politische Unabhängigkeit der Zentralbanken allein ist dafür keine hinreichende Bedingung. Die größte Gefahr besteht derzeit vielmehr darin, dass die Handlungen der Zentralbanken von den Interessen der Finanzmärkte bestimmt werden. Zentralbanken laufen Gefahr, mit ihrer Politik den Weg zur nächsten Spekulationsblase zu ebnen, wenn sie nicht von einer stärkeren Regulierung der Finanzindustrie begleitet wird.

Die Rolle der Geldpolitik beim Entstehen der Immobilienblase

Bereits im Jahr 2004 wurde die amerikanische Zentralbank unter Alan Greenspan von Skeptikern dafür kritisiert, dass sie nach dem Platzen der Internet-Blase zur Jahrtausendwende allzu lange den Leitzins zu niedrig hielt. Ein

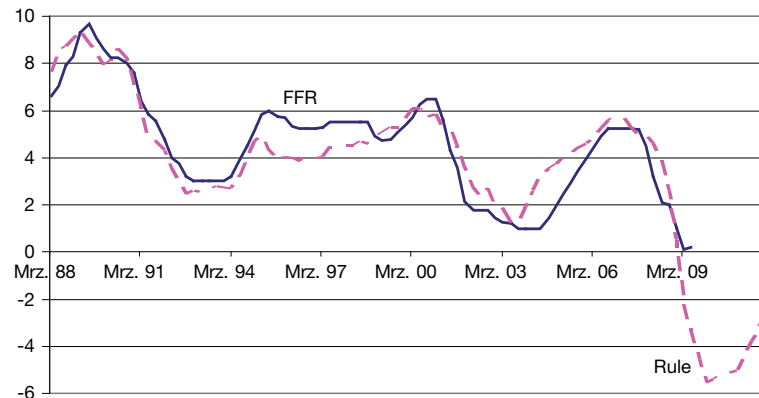
wesentliches Motiv für die Zurückhaltung von Greenspan war schon damals die Sorge um die Fragilität des Finanzsystems. Die lange Periode niedriger Zinsen verschärfte jedoch gerade das Problem hoher Fragilität: Die explizite Zusicherung einer „lang anhaltenden Periode außergewöhnlich niedriger Zinsen“ schuf im Schattenbankensektor starke Anreize, die Hebelwirkung hoher Fremdfinanzierung bewusst zu riskanten „Carry Trades“ zu nutzen. Den Vorwurf, die Geldpolitik der Fed sei in dieser Zeit zu locker, hat der Autor in einem Aufsatz bereits Anfang 2004 so formuliert:

„Die niedrigen Zinsen ermuntern zu exzessiver Verschuldung und bergen so die Gefahr, dass sich strukturelle Ungleichgewichte aufbauen, die in Zukunft eine umso höhere Krisenanfälligkeit der amerikanischen Wirtschaft zur Folge haben. ... Es ist nicht auszuschließen, dass die Fed statt vor einer Liquiditätsfalle nunmehr also vor der umgekehrten Zinsfalle steht – der Gefahr, dass angesichts der Verschuldungsdynamik ein Anstieg der Zinsen gravierende negative Konsumeffekte auslösen könnte und dass somit der Handlungsspielraum für Geldpolitik künftig stark eingeschränkt ist.“³ Die hohe Fragilität des amerikanischen Finanzsystems ist eine direkte Konsequenz laxer Regulierung des Schattenbankensektors, getrieben von einem naiven Glauben an die Zauberkraft unregulierter Finanzmärkte.

So lobte Alan Greenspan etwa im April 2005 die Verbriefung von Subprime Krediten als innovatives Finanzierungsmodell: „With these advances in technology, lenders have taken advantage of

³ G. Illing: Geldpolitik in den USA – die Fed in der Zinsfalle?, in: Ifo Schnelldienst, Nr. 6, 2004.

Abbildung 1
Effective Federal Funds Rate (FFR) und
Taylor Rule implied Federal Funds Rate (Rule)
(März 1988 bis März 2012 in %)



Quelle: G. Rudebusch: The Fed's Monetary Policy Response to the Current Crisis, in: FRBSF Economic Letter, Nr. 2009-17, 22. Mai 2009.

credit-scoring models and other techniques for efficiently extending credit to a broader spectrum of consumers. ... Where once more-marginal applicants would simply have been denied credit, lenders are now able to quite efficiently judge the risk posed by individual applicants and to price that risk appropriately. These improvements have led to rapid growth in subprime mortgage lending. Indeed, today subprime mortgages account for roughly 10 percent of the number of all mortgages outstanding, up from just 1 or 2 percent in the early 1990s.”⁴

Die Notwendigkeit unkonventioneller Maßnahmen

Im Lauf der letzten 20 Jahre sind Zentralbanken weltweit mit großem Erfolg zu einer regelgebundenen Geldpolitik übergegangen. Gemäß einer von John Taylor von der Stanford University formulierten Regel soll die Zentralbank ihre Leitzinsen erhöhen, wenn Inflationsrate und

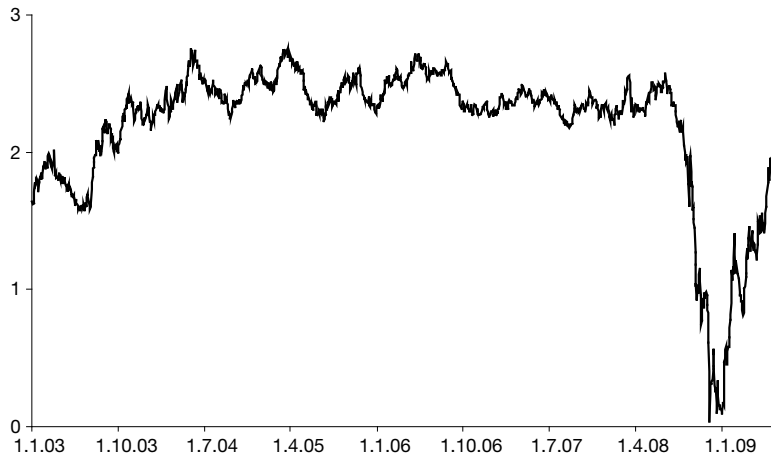
⁴ A. Greenspan: Fourth Annual Community Affairs Research Conference, Washington, D.C., 8. April 2005.

Produktionswachstum über die als normal angesehenen Raten hinaus ansteigen. Die Taylor-Regel beschreibt das tatsächliche Verhalten von Zentralbanken erstaunlich gut. Abbildung 1 vergleicht die von Glenn Rudebusch⁵ geschätzte Taylor-Regel (durchgehende Kurve) mit der tatsächlichen Entwicklung des Leitzinses der Fed (gestrichelte Kurve) seit dem Jahr 1988. Meist liegen beide Kurven eng beieinander; in den Jahren 2004/2005 war der Leitzins jedoch im Vergleich zur Taylor-Regel zu niedrig.

Seit Anfang 2009 legt die von Rudebusch geschätzte Regel einen negativen Leitzins nahe; er sollte auf bis zu minus 5% sinken. Die Verlässlichkeit der konkreten Werte dieser Schätzung ist unter Wissenschaftlern umstritten. Nach Berechnungen von John Taylor selbst, dem Namensgeber dieser Regel, ist der angemessene Leitzins in den USA derzeit noch positiv. Taylor basiert seine Schätzung

⁵ G. Rudebusch: The Fed's Monetary Policy Response to the Current Crisis, in: FRBSF Economic Letter, Nr. 2009-17, 22. Mai 2009.

Abbildung 2
Implizite Inflationserwartungen¹
(in %)



¹ Differenz zwischen nominalen und inflations-indexierten US-Staatsanleihen mit Laufzeit von 10 Jahren.

Quelle: Federal Reserve Statistical Release H.15.

auf aktueller Inflationsrate und aktuellem Produktionswachstum, gewichtet jeweils mit dem Faktor 0,5. Glenn Rudebusch dagegen verwendet eine „vorausschauende“ Taylor-Regel, in die Prognosen über zukünftige Inflation und Produktionswachstum eingehen; zudem gewichtet er dabei Abweichungen des realen Wachstums vom Potentialwachstum stärker.

Angesichts der hohen Unsicherheit sind solche Schätzungen derzeit durchweg mit Vorsicht zu betrachten; sie verdeutlichen aber den akuten Handlungsbedarf für eine vorausschauende Geldpolitik. Die Entwicklung der Inflationserwartungen, implizit gemessen an der Differenz zwischen nominalen und inflations-indexierten US-Staatsanleihen (TIPS), bestärkt diese Einschätzung: Im Herbst 2009 sind demnach die Inflationserwartungen deutlich eingebrochen (vgl. Abbildung 2). Dank der massiven Stützungsmaßnahmen scheint aber derzeit die Gefahr einer deflationären Spirale gebannt. Trotz der starken Ausweitung der Geldbasis

ist auch kein Anstieg der erwarteten Inflationsrate erkennbar.

Drei Maßnahmen

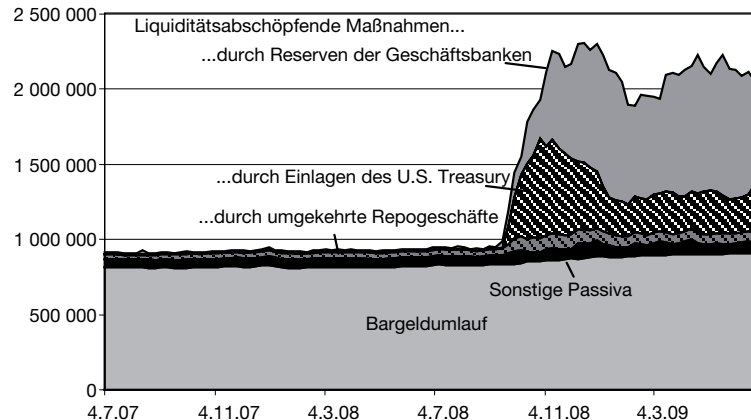
Traditionelle Zinssteuerung stößt derzeit also an Grenzen, weil die Zinsen am Geldmarkt nicht negativ werden können (sonst würden die Anleger ihre Einlagen bei Geschäftsbanken in zinsloses Bargeld umschichten). Um die Wirtschaft auch in einer Liquiditätsfalle zu

stimulieren, stehen im Prinzip drei unkonventionelle Maßnahmen zur Verfügung:

1. Die Umschichtung der Vermögenswerte der Zentralbank bei konstanter Bilanzsumme;
2. Die Ausdehnung der Zentralbankbilanz durch den Kauf zusätzlicher Vermögenswerte und schließlich
3. der Versuch, Erwartungen über einen künftigen Anstieg der Inflationsrate zu wecken.

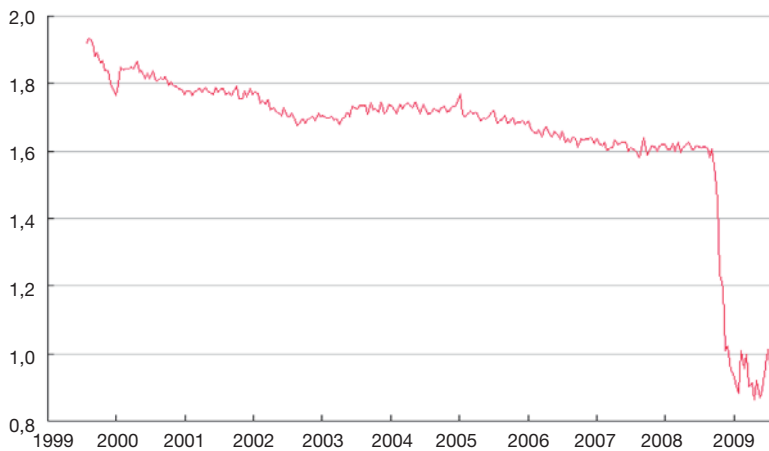
Zwischen August 2007 und Herbst 2008 hat die Fed zunächst die erste Option umgesetzt. Während sie zuvor fast ausschließlich amerikanische Staatsanleihen als Vermögenswerte hielt, tauschte sie mit Hilfe zahlreicher neuer Einlagenfazilitäten einen Großteil dieses Bestands in private Wertpapiere (Unternehmens- und Immobilienanleihen) um. Der Gesamtwert der Bilanzsumme (er entspricht der Geldbasis) blieb aber lange Zeit nahezu konstant. Erst seit Oktober 2008 verfolgte die Fed in Folge der Turbulenzen nach der Lehman-Pleite die zweite Option. Sie hat ihre Bilanzsumme rasant von unter 900 Mrd. US-\$ auf weit mehr als 2

Abbildung 3
Ausweitung der Bilanz der amerikanischen Zentralbank
(in Mrd. \$)



Quelle: Federal Reserve Statistical Release H.4.1.

Abbildung 4
Geldschöpfungsmultiplikator in den USA
 (Verhältnis der Geldmenge M1 zur Geldbasis)



Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis.

Billionen US-\$ (vgl. Abbildung 3) ausgedehnt.

In normalen Zeiten bedeutet eine Ausweitung der Bilanz automatisch zusätzliche Geldschöpfung (und damit eine potentielle Gefährdung der Preisstabilität). Den Vermögenswerten auf der Aktivseite der Bilanz entspricht ja auf der Passivseite die Geldbasis (sie setzt sich aus Bargeld und den Reserven der Geschäftsbanken zusammen). Die Fed hat aber gerade deshalb ihre Bilanz so stark ausgeweitet, weil wir in ungewöhnlichen Zeiten leben. Geschäftsbanken sind extrem zurückhaltend, verfügbare Liquidität in zusätzliche Kreditvergabe (und damit einen Anstieg der Geldmenge) umzusetzen. Die Fed ermuntert die Geschäftsbanken sogar dazu, überschüssige Reserven wieder bei ihr anzulegen, indem sie Überschussreserven mit dem gleichen Satz verzinst, den sie selbst für ihre Kredite berechnet. Daher kann man nicht ernsthaft von einer Lockerung der Geldmenge sprechen. Abbildung 3 verdeutlicht, wie stark die Überschussreserven angestiegen sind, die Geschäftsbanken bei der Fed anlegen. Dank

solch liquiditätsabschöpfender Maßnahmen ist die effektiv verfügbare Liquidität bislang keineswegs stark angestiegen. Entsprechend ist der Geldschöpfungsmultiplikator (das Verhältnis der Geldmenge M1 oder M2 zur Geldbasis) seit Oktober 2008 stark zurückgegangen (vgl. Abbildung 4).

Welche Absicht steckt hinter dieser Strategie? Warum erhebt die Fed nicht einfach einen negativen Zins auf Überschussreserven (technisch wäre dies kein Problem, wie das Beispiel der Zentralbank von Schweden zeigt), um die Geschäftsbanken dazu zu verleiten, Liquidität nicht zu horten, sondern zur Vergabe dringend benötigter Kredite zu nutzen? Offensichtlich befürchtet sie, dass diese gar nicht bereit sind, hinreichend Kredite zu vergeben. Sie versucht stattdessen, den Markt selbst wieder in Gang zu bringen, indem sie in massivem Umfang direkt neu emittierte verbriefte Anleihen aufkauft. Mit der Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF) möchte die Fed den Markt für verbriefte Anleihen (etwa von Konsumentenkrediten oder Kreditkarten) im

Umfang von bis zu 200 Mrd. US-\$ stützen.⁶ Dieser Versuch zeigt bislang bemerkenswerte Effekte: Seit Dezember 2008 haben sich die Zinsaufschläge vieler Anleihen, die zuvor dramatisch angestiegen sind, wieder stark beruhigt.

Ansätze zum Abbau der Zentralbankbilanz

Ob diese Politik der Fed wirklich erfolgreich ist, wird allerdings erst die Zukunft zeigen. Die aktuelle Beruhigung kann zwei ganz unterschiedliche Ursachen haben: Im Idealfall beruhte der rasante Anstieg der Risikoprämien im Verlauf der Finanzkrise auf irrationaler Panik der Märkte, die eine überstürzte Flucht in vermeintlich sichere Staatsanleihen ausgelöst hat. Durch den Aufkauf solcher unterbewerteter Papiere soll diese Abwärtsspirale gestoppt werden. Sobald sich die Märkte wieder normalisiert haben, könnte die Fed in diesem Fall sogar riesige Bewertungsgewinne realisieren. Wenn sie die dann im Wert gestiegenen Anleihen wieder verkauft, zieht sie zugleich automatisch überschüssige Liquidität aus dem Markt. Ein Problem dieser Sichtweise liegt allerdings in einer paradoxen Asymmetrie: Während der starke Anstieg der Risikoprämien als Marktversagen in Krisenzeiten interpretiert wird, sieht man den Rückgang der Spreads (mit entsprechendem Anstieg der Aktienkurse) als Resultat des Wirkens effizienter, vorausschauender Kapitalmärkte.

Die alternative, und wohl realistischere, Erklärung liegt darin, dass der Rückgang der Spreads auf massiven staatlichen Stützungsmaßnahmen in einem zentralen Bereich moderner Finanzmärkte

⁶ Vgl. J. Hamilton: Concerns about the Fed's New Balance Sheet, in: John D. Giorciari and John B. Taylor (Hrsg.): The Road Ahead for the Fed, Hoover Press, Stanford California.

beruht. Die Beruhigung der Märkte wäre also nur mit Hilfe hoher expliziter und impliziter Subventionen der Finanzindustrie erkaufte worden. Traditionell wird ein Vorteil von Geldpolitik gegenüber der Fiskalpolitik darin gesehen, dass sie mit möglichst wenigen Marktverzerrungen einhergeht. Der Erfolg unkonventioneller Politik setzt aber gerade voraus, dass es gelingt, zentrale Risikoeinschätzungen der Finanzmärkte umzukehren.⁷ Es erscheint zweifelhaft, dass diese Umkehr ohne staatliche Garantien von Bestand sein wird.

Falls diese Einschätzung zutrifft, wird die Rückführung der aufgeblähten Zentralbankbilanz zu einer schwierigen Herausforderung. Die Erholung des Finanzsektors wäre dann nicht Resultat funktionierender Wettbewerbs, sondern Konsequenz verdeckter oder offener Subventionen. Im Prinzip sollten solche Subventionen an strenge Regulierungsvorschriften geknüpft sein. Dann aber könnte es sehr lange dauern, bis die Problemkredite im Finanzsektor abgebaut sind. Es besteht die Gefahr einer langen Phase der Stagnation, vergleichbar mit den Erfahrungen in Japan nach dem Platzen der Aktienblase.

Eine kurzfristig wesentlich attraktivere Strategie zur Stabilisierung des Finanzsektors besteht darin, den in der Finanzkrise bislang überlebenden Finanzinstituten die verdeckte Rekapitalisierung

⁷ Erstaunlicherweise blenden viele Ökonomen dieser Tatsache aus. So rühmt Robert Lucas etwa im Wall Street Journal (R. Lucas: Bernanke Is the Best Stimulus Right Now, in: Wall Street Journal vom 23. 12. 2008) die Vorzüge unkonventioneller Geldpolitik: „There is no other way that so much cash could have been put into the system as fast as this \$600 billion was, and if necessary it can be taken out just as quickly. The cash comes in the form of loans. It entails no new government enterprises, no government equity positions in private enterprises, no price fixing or other controls on the operation of individual businesses, and no government role in the allocation of capital across different activities. These seem to me important virtues.“

über hohe Monopolrenten zu erlauben. Die rasche Gesundung dieser Institute verspricht zugleich auch einen schnelleren Abbau der Zentralbankbilanz. Eine solche Strategie würde aber die Finanzinstitute wieder zu riskanten Investitionen ermuntern, und so die nächste Spekulationsblase nähren – vergleichbar den Erfahrungen nach dem Platzen der Internet-Blase in den USA.

Die Zentralbank befindet sich in einem ernstem Zielkonflikt: Im Interesse funktionierender Marktmechanismen wäre es angebracht, intensiven Wettbewerb durch neue, unbelastete Finanzinstitute zu forcieren, um den Markt durch die Vergabe neuer Kredite wieder in Gang zu setzen. Kurzfristig besteht aber der einfachere Weg zur Stabilisierung des Finanzsektors in der Stützung von Monopolrenten der belasteten Finanzinstitute, auch wenn damit die Gefahr des Aufbaus der nächsten Spekulationsblase verbunden ist.

Nur wenn die Zentralbank ihre Entscheidungen unabhängig von den Interessen der Lobby der Finanzinstitute trifft, kann sie eine verlässliche Strategie zum Abbau der stark ausgeweiteten Zentralbankbilanz verfolgen. Die aufgezeigten Zielkonflikte verdeutlichen aber, dass diese Unabhängigkeit der Zentralbank derzeit nicht gewährleistet ist. Ein einfacher Weg, die Unabhängigkeit zu sichern, könnte darin bestehen, riskante Vermögenswerte aus der Zentralbankbilanz in den Staatshaushalt zu verlagern. Eine Auslagerung der impliziten Risiken dieser Politik hätte mehrere Vorteile: Sie macht zum einen transparent, welche potentiellen Belastungen damit für den Staatshaushalt verbunden sind. Letztlich ist unkonventionelle Geldpolitik ja nur eine besondere Form von Fiskalpolitik: Der Aufkauf ris-

kanter privater Anleihen, finanziert über Staatsanleihen. Zum anderen dient die Auslagerung als Commitment dafür, dass die Zentralbank diese Risiken nicht durch versteckte Inflationspolitik abbauen wird.

Fazit

Die enorme Ausweitung der Zentralbankbilanzen und der starke Anstieg der Staatsverschuldung leisten einen wirksamen Beitrag zur Bekämpfung der Gefahr einer deflationären Spirale. Zugleich wecken sie aber die Befürchtung, dass dies in Zukunft mit hohen Inflationsraten erkaufte werden muss. Die Erfahrungen in Japan zeigen freilich, dass hier kein zwingender Zusammenhang besteht: Trotz des Anstiegs der Staatsverschuldung auf 180% des BIP leidet die japanische Wirtschaft auch heute wieder eher unter der Gefahr von Deflation. Viele Ökonomen argumentieren sogar, dass ein bisschen mehr Inflation momentan gar nicht schaden könnte. Es ist freilich keineswegs einfach, einen kontrollierten Anstieg der Inflationsrate in Gang zu setzen, ohne das Vertrauen in die eigene Glaubwürdigkeit zu verlieren.

Intertemporale Modelle der Makroökonomie verdeutlichen als entscheidende Bedingung für moderate Inflationsraten die glaubwürdige Verpflichtung der Zentralbank zu unabhängiger Geldpolitik, die Staatsausgaben nicht monetär alimentiert. Mit der Ausweitung ihrer Bilanzen geraten Zentralbanken aber immer mehr in die Abhängigkeit von den Interessen der Finanzindustrie. Ernste Gefahr droht deshalb weniger in Form von hohen Inflationsraten als vielmehr in Form der Alimentierung der nächsten Spekulationsblase.