

Kleemann, Michael

**Article**

## US-Geldpolitik – Experiment mit ungewissem Ausgang

ifo Schnelldienst

**Provided in Cooperation with:**

Ifo Institute – Leibniz Institute for Economic Research at the University of Munich

*Suggested Citation:* Kleemann, Michael (2010) : US-Geldpolitik – Experiment mit ungewissem Ausgang, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 63, Iss. 01, pp. 36-43

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/164766>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Seit seinem Amtsantritt als US-Notenbankchef im Februar 2006 hat Ben Bernanke die amerikanische Geldpolitik auf den Kopf gestellt. Während noch vor wenigen Jahren allein der nächste Zinsentscheid im Blickpunkt der Öffentlichkeit stand, wird heute engagiert über die Entwicklung der Notenbankbilanz diskutiert. Im Zentrum dieser Debatte steht die Befürchtung, dass die umfangreichen Stützungsprogramme der US-Notenbank (Fed) nicht nur die US-Wirtschaft stabilisieren, sondern auch die Inflation anheizen könnten.

Die herausragende Expertise des Notenbankchefs steht außer Frage. Bernanke gilt nicht nur in akademischen Kreisen als ausgewiesener Experte sowohl für die Große Depression in den USA der 1930er Jahre als auch für die Krise Japans. Nach dem Platzen einer Aktien- und Immobilienblase war Japan Anfang der 1990er Jahre in eine schwere Rezession geraten, die das Land für eine ganze Dekade fest im Griff hielt. Ein solches Szenario war spätestens nach dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers auch für die US-Wirtschaft nicht mehr auszuschließen. Seit 2006 waren die Immobilienpreise gemessen am S&P Case-Shiller National Index um über 30% gefallen und damit auch die Sicherheiten hinter amerikanischen Hypothekenkrediten im Gesamtvolumen von etwa 14 Billionen US-Dollar. Ein Großteil der Kreditforderungen war in Form strukturierter Produkte (so genannte Mortgage Backed Securities) an Finanzinvestoren in aller Welt verkauft worden und fand auf diese Weise auch seinen Weg in die Bilanzen deutscher Kreditinstitute. Hohe Abschreibungen auf die mittlerweile als toxisch bezeichneten Papiere und die Unsicherheit über den Umfang versteckter Risiken in den Bilanzen des Bankensektors gelten heute als Ursache für eine globale Finanzkrise, die ihren Höhepunkt mit dem Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 erreichte. Im Verlauf der Krise rutschte die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession, und die US-Wirtschaft schrumpfte allein im ersten Quartal 2009 annualisiert um mehr als 6%, während zur gleichen Zeit monatlich etwa eine halbe Million Amerikaner ihre Jobs verloren. Als dann im Frühjahr auch noch das Preisniveau in den USA spürbar zu sinken begann, lagen die Parallelen zur japanischen Krise auf der Hand. Es bestand die ernste Gefahr ei-

nes Abgleitens der US-Wirtschaft in eine Abwärtsspirale aus fallenden Preisen, sinkendem Konsum und steigender Arbeitslosigkeit.

### Bereits im Jahr 2002 skizzierte Bernanke seine Pläne für den Krisenfall

Wie die Fed in einer derartigen Situation verfahren sollte, erläuterte Bernanke bereits Jahre vor seinem Amtsantritt als Notenbankchef. In einer Rede vor dem National Economists Club am 21. November 2002 in Washington D.C. legte er ausführlich dar, mit welchen Mitteln eine Notenbank die Konjunktur stützen und den Kreditfluss wieder in Gang bringen könne, selbst wenn Nachfrage und Preisniveau trotz massiver Zinssenkungen weiter fielen und damit das klassische Instrumentarium der Geldpolitik ausgeschöpft sei.

Klangen damals viele seiner Vorschläge revolutionär, scheinen sie heute eher vertraut. So schlug er vor, die US-Notenbank solle in großem Umfang Staatsanleihen kaufen, um das langfristige Zinsniveau zu senken, das im Gegensatz zu den kurzfristigen Zinsen am Geldmarkt eher schwach auf Leitzinsänderungen reagiert. Denn es sind gerade die langfristigen Zinsen, welche die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen und Konsumenten vorrangig bestimmen. Deshalb können Interventionen hier besonders effektiv sein, insbesondere wenn es gilt, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzukurbeln. Dem gleichen Zweck dient Bernanke zufolge auch die Selbstverpflichtung einer Zentralbank, eine lang anhaltende Nullzinspolitik zu verfolgen. Sofern es gelinge, eine solche Politik glaubhaft zu kommunizieren, könnten die Erwartungen der

Märkte beeinflusst und damit auch die Zinsen lang laufender Anleihen deutlich gesenkt werden.

Dieser Richtschnur folgte die Fed, als sie im März 2009 ein Aufkaufprogramm für Treasury Securities (US-Staatsanleihen) beschloss, das in den folgenden sieben Monaten ein Gesamtvolumen von 300 Mrd. US-Dollar erreichen sollte, und als sie darüber hinaus verkündete, den Leitzins für eine »extended period« praktisch bei null zu belassen. Eine Strategie, die sie in den vergangenen zehn Monaten fortwährend bekräftigte.<sup>1</sup>

Ein weiterer Punkt aus Bernankes Rede sollte später noch für Furore sorgen. So schlug er vor, Schuldverschreibungen der staatlichen Hypothekenfinanzierer, so genannte Mortgage Backed Securities (MBS), zu erwerben, um auf diese Weise die für den hoch verschuldeten US-Konsumenten so wichtigen Hypothekenzinsen zu senken. Diese Maßnahme sollte sich im Kampf gegen die Krise als besonders wichtig erweisen. Denn günstige Hypothekenkredite beleben den privaten Konsum ebenso wie die Nachfrage nach Immobilien. Somit wirkt dieses Instrument sowohl gegen eine der wesentlichen Ursachen der Krise, die sinkenden Immobilienpreise, als auch gegen eine ihrer schwerwiegendsten Folgen, den Einbruch der Konsumausgaben, und damit gegen den Wegfall der wichtigsten Stütze der US-Wirtschaft.

**Die Angst vor der Inflation wächst**

Insgesamt 1,425 Billionen US-Dollar will Bernanke bis März 2010 in Aufkaufprogramme zur Stützung des Hypothekenmarktes investieren – ein Vorhaben, durch das die Bilanz der Fed, die sich seit Ausbruch der Krise bereits auf 2,2 Billionen US-Dollar mehr als verdoppelt hat, weiter anwachsen wird. Diese Entwicklung bereitet vielen Beobachtern Sorge, denn bezahlt werden die Interventionen mit Zentralbankgeld. Hierdurch hat der Bankensektor inzwischen eine Summe von über einer Billion US-Dollar in Form von Sichtguthaben bei der Fed angehäuft. Vor der Krise war dieser Betrag etwa hundertmal geringer – heute übersteigt er sogar den Gesamtwert des umlaufenden Bargeldes.

Diese Einlagen werden von der Fed zurzeit mit 0,25% verzinst, also in Höhe der offiziellen Zielmarke für den Geldmarktzins. Aus Sicht der Banken ist das ein attraktives Geschäft, aber nur weil es ihnen bisher noch an Alternativen fehlt. Wenn der Aufschwung erst einmal Fuß gefasst hat, wird sich diese

Einschätzung wohl sehr bald ändern. Mit der wachsenden Bonität der Schuldner wird auch die Kreditvergabe der Banken wieder zunehmen, und dann könnte eine Billion US-Dollar überschüssiger Liquidität ihren Weg in die Realwirtschaft finden und die Inflation anheizen – ein Szenario, das Ängste schürt.

Anliegen dieses Artikels ist es deshalb, die unkonventionelle Geldpolitik Bernankes näher zu beleuchten, die Maßnahmen der Fed und ihre Auswirkungen auf Wirtschaft und Finanzsystem zu beschreiben und die Risiken, sowohl für das Preisniveau als auch für die Unabhängigkeit der Notenbank, darzulegen.

**Ein Blick auf die Notenbankbilanz vor dem Ausbruch der Krise**

Während noch vor wenigen Jahren allein die Zinsentscheidungen der Fed im Zentrum der öffentlichen Wahrnehmung standen, rückt heute zunehmend ihre Bilanz in den Fokus des Interesses. Durch Bernankes unkonventionelle Geldpolitik ist deutlich geworden, dass Volumen und Struktur der Notenbankbilanz beträchtliche Spielräume für geldpolitische Interventionen eröffnen, selbst wenn der Leitzins nicht weiter gesenkt werden kann. Dieser Fall war im Dezember 2008 eingetreten, als die Fed ihren Zielkorridor für den Notenbankzins auf eine Bandbreite von 0 bis 0,25% senkte und sich damit nach Meinung einiger Beobachter viel zu schnell jeder weiteren Möglichkeit zur Stützung von Konjunktur und Finanzmärkten beraubte.

Um Bernankes unkonventionelle Geldpolitik zu verstehen, bedarf es einer Auseinandersetzung mit der Entwicklung der Notenbankbilanz. Betrachtet man die Bilanz vor Ausbruch der Krise, zeigt sich ein recht überschaubares Bild (vgl. Tab. 1). Dem umlaufenden Bargeldbestand auf der Passivseite stehen vor allem Treasury Securities (US-Staatsanleihen) auf der Aktivseite gegenüber. Gold- und Devisenreserven spielen für die US-Notenbank hingegen kaum noch eine Rolle. Auch die Guthaben der Finanzinstitute bei der Fed sind unbedeutend. Eine Mindestreservepflicht zwingt die Banken zwar, einen festen Anteil der täglich fälligen Einlagen ihrer Kunden bei der Notenbank zu hinterlegen. Weil auf

<sup>1</sup> Vgl. Statements des Federal Open Market Committee, März bis Dezember 2009, Federal Reserve, Monetary Policy Releases.

**Tab. 1  
Bilanzstruktur der US-Notenbank vom 1. August 2007  
in Mrd. US-Dollar**

Aktiva		Passiva	
Treasury Securities	791	Banknoten	777
Gold	11	Guthaben der Finanzinstitute	17
Sonstiges	72	Guthaben der Treasury	4
		Sonstiges	42
		Eigenkapital	34

Quelle: Federal Reserve.

Mindestreserven vor Ausbruch der Krise keine Zinsen gezahlt wurden, versuchten die Banken, ihre Einlagen bei der Fed möglichst gering zu halten. Darüber hinaus ist in den USA die Notenbank auch für die Emission von Staatsanleihen für das Finanzministerium (Treasury) verantwortlich, deshalb unterhält neben den Banken und anderen Finanzinstitutionen auch die Treasury ein Konto bei der Fed. Auf dieses Konto fließt auch der Notenbankgewinn, der vor allem aus der Zinsdifferenz der Wertpapiere auf der Aktivseite und dem unverzinsten Bargeld auf der Passivseite entsteht.

Noch bevor die Fed die Leitzinsen praktisch auf null senkte und damit an die Grenzen des konventionellen Instrumentariums einer Notenbank stieß, begann Bernanke bereits mit der Umsetzung seiner unkonventionellen Geldpolitik – mit weit reichenden Auswirkungen auf die Notenbankbilanz. So trug die Fed, zunächst nur über eine Änderung ihrer Bilanzstruktur und später auch über die Ausweitung ihres Bilanzvolumens, maßgeblich dazu bei, den Interbankenmarkt zu stabilisieren und den angeschlagenen Hypothekenmarkt wiederzubeleben.

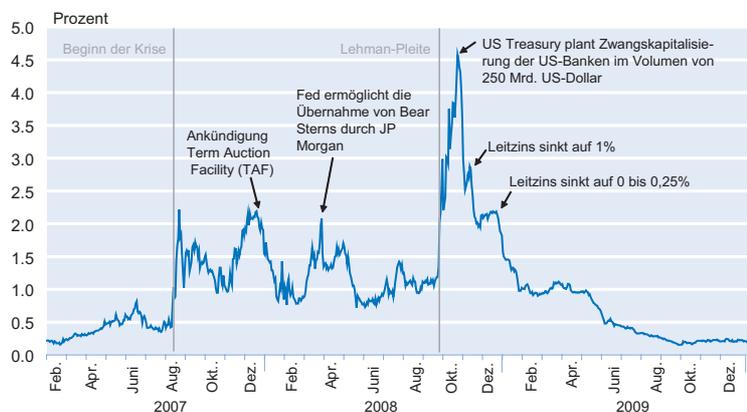
### Phase I – die Stabilisierung des Interbankenmarktes

Der Interbankenmarkt gilt als verlässliches »Krisenbarometer«. Denn die Risikoaufschläge, welche die Banken für unbesicherte Transaktionen untereinander erheben, spiegeln einerseits Bewertungsunsicherheiten und versteckte Risiken in den Bilanzen des Bankensektors wider und sind andererseits Gradmesser für das Vertrauen in die Stabilität des gesamten Finanzsystems.

Abbildung 1 zeigt den so genannten TED Spread. Er bemisst die Zinsdifferenz zwischen dem unbesicherten Dreimonatszins am Interbankenmarkt (London Interbank Offered Rate) und vergleichsweise risikolosen Staatspapieren gleicher Laufzeit. Drastische Anstiege der Risikoprämien markieren sowohl den Beginn der Krise im Spätsommer 2007 als auch ihre dramatische Zuspitzung im Herbst 2008.

Aufgrund des wachsenden Misstrauens der Banken untereinander und der steigenden Risikoaufschläge entstand am Interbankenmarkt eine paradoxe Situation. Trotz anhaltender Leitzinssenkungen stieg der Interbankenzins zeitweise deutlich an, weil die Zinssenkungen der Fed durch die steigenden Risikoprämien absorbiert und zeitweise sogar überkompensiert wurden. Damit drohte die Notenbank ih-

**Abb. 1**  
Risikoaufschlag am Interbankenmarkt



Quelle: Reuters; Berechnungen des ifo Instituts.

ren Einfluss auf die Zinsen zu verlieren. Verschärfend kam hinzu, dass trotz der zunehmend angespannten Liquiditätsversorgung kaum eine Bank dazu bereit war, auf die zur Verfügung stehenden Liquiditätshilfen der Notenbank zurückzugreifen.

Eigentlich kommt der Zentralbank innerhalb des Bankensystems die Funktion als »Lender of Last Resort« zu. Das heißt, illiquide aber solvente Banken können über das so genannte Diskont-Fenster jederzeit und in praktisch unbegrenztem Umfang kurzfristige Darlehen abrufen und das zu einem Zinssatz, der für gewöhnlich etwa einen Prozentpunkt über dem aktuellen Leitzins notiert. Obwohl nach Ausbruch der Krise für viele Institute die Nutzung des Diskont-Fensters günstiger als die Finanzierung über den Interbankenmarkt gewesen wäre, zögerten die Banken, von dieser Möglichkeit Gebrauch zu machen, vor allem weil sie das Stigma fürchteten, auf die Unterstützung der Notenbank angewiesen zu sein.

Um die betroffenen Banken dennoch mit der notwendigen Liquidität zu versorgen, führte die Fed im Dezember 2007 die Term Auction Facility (TAF) ein. Dahinter verbirgt sich ein Auktionsverfahren, in dem Kredite mit Laufzeiten von maximal drei Monaten anonym versteigert werden und das aufgrund der sich verschärfenden Finanzierungsbedingungen vieler Banken bereits im Sommer 2008, Monate vor der Lehman-Pleite, ein Volumen von 150 Mrd. US-Dollar erreichte.

Maßnahmen dieser Art, in der Öffentlichkeit häufig als »Flutung der Finanzmärkte mit Notenbankgeld« bezeichnet, führen nicht zwangsläufig zum berühmten »Anwerfen der Notenpresse«. Denn um für das zusätzliche Kreditvolumen Platz in der Bilanz zu schaffen, reduzierte die Fed einfach ihre Bestände an Staatsanleihen mit geringer Laufzeit, so genannter Treasury Bills, indem sie diese auslaufen ließ

oder, wenn nötig, verkaufte. Auf diese Weise konnte die Notenbank ihre Interventionen am Finanzmarkt zunächst weitgehend »bilanzneutral« umsetzen, das heißt, Bilanzvolumen und Geldmenge blieben hiervon unberührt. Gleichzeitig bot sich durch die TAF-Kredite für die Fed eine Möglichkeit, bestimmte Wertpapierklassen wie die in Verruf geratenen Asset Backed Securities (ABS) aufzuwerten, indem man diese anstelle der traditionellen Staatsanleihen verstärkt als Kreditsicherheit akzeptierte. Denn mit dem Verlust an Vertrauen in verbrieft Schuldtitle sahen sich viele Banken mit dem Problem konfrontiert, dass sie kaum noch im Besitz geeigneter Sicherheiten waren, um sich wie gewohnt am Finanzmarkt zu refinanzieren. Aus diesem Grund begann die Fed, wenige Monate nach Einführung von TAF, Staatsanleihen aus ihren eigenen Beständen zu verleihen (vgl. Abb. 2) und im Gegenzug Forderungen und Wertpapiere als Sicherheit anzunehmen, die am Markt kaum noch akzeptiert wurden. Durch diesen Tausch »gut« gegen »schlecht« nahm sie dem Markt die Problempapiere ab, die das Finanzsystem zum Stocken gebracht hatten, allerdings um den Preis, die Risiken nunmehr in den eigenen Büchern zu haben.

Im Fall von Bear Sterns ging die Fed sogar noch weiter. Die US-Investmentbank war bereits in der Anfangsphase der Finanzmarktkrise in Schieflage geraten. Im März 2008 hatte sich ihre Liquiditätssituation so weit verschlechtert, dass ein Kollaps der Bank mit weit reichenden Folgen für ihre Gläubiger und damit für das gesamte US-Bankensystem zu befürchten war. Um einen Bankrott zu verhindern und die zur gleichen Zeit massiv gestiegenen Risikoaufschläge am Interbankenmarkt zu senken, intervenierte die Fed und ermöglichte die Übernahme des Instituts durch den Konkurrenten JP Morgan. Hierzu wurde eine Zweckgesellschaft gegründet, Maiden Lane LLC, in welche die riskantesten Aktiva im Portfolio von Bear Sterns ausgelagert wurden – insgesamt 30 Mrd. US-Dollar. Von den zu

erwartenden Verlusten wird JP Morgan allerdings nur die erste Milliarde selbst tragen müssen, für den Rest wird hingegen die Notenbank und damit der amerikanische Steuerzahler aufkommen (vgl. Abb. 2).

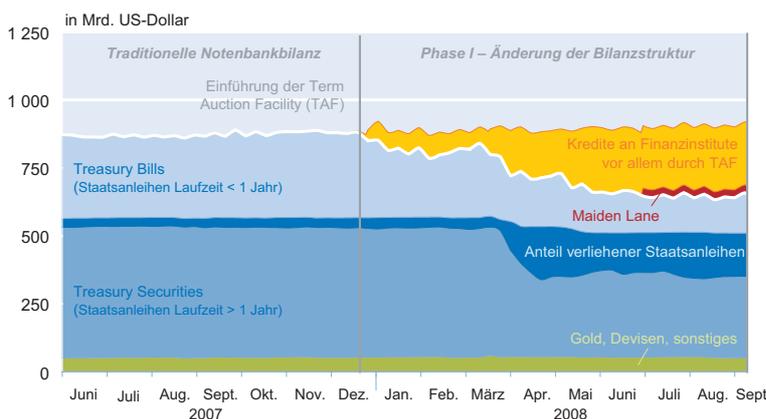
In Deutschland wird dieses Konzept gemeinhin als Bad Bank bezeichnet. Dagegen klingt Maiden Lane weit weniger bedrohlich. Inzwischen wurden noch zwei weitere Konstrukte dieser Art zugunsten des angeschlagenen Versicherers AIG gegründet, Maiden Lane II und III, die zusammen ein Volumen von etwa 40 Mrd. US-Dollar erreichen, hinter denen vorwiegend hoch riskante Subprime- und ABS-Papiere stehen.<sup>2</sup>

### Phase II – Fed kontert Lehman-Pleite durch Bilanzausweitung

Die Entwicklung der Risikoaufschläge am Interbankenmarkt deutet darauf hin, dass Bernankes unkonventionelle Geldpolitik vor allem in der ersten Phase der Finanzmarktkrise seine Wirkung nicht verfehlte (vgl. Abb. 1). Durch eine gezielte Anpassung der eigenen Bilanzstruktur gelang es der Fed, das Finanzsystem mit der notwendigen Liquidität zu versorgen, auch ohne die berüchtigte Notenpresse anzuwerfen. Mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers am 15. September 2008 stieß diese Strategie jedoch an ihre Grenzen. Während bislang eine Umschichtung der Bilanzaktiva ausreichte, um die Hilfsprogramme zu finanzieren, war der wachsende Liquiditätsbedarf infolge der Lehman-Pleite nicht mehr ohne zusätzliche Mittel, also eine Ausweitung der Notenbankbilanz, zu decken.

Die Insolvenz der fünftgrößten<sup>3</sup> Investmentbank in den USA hatte eindrücklich gezeigt, dass der Staat nicht dazu bereit war, jedes Institut zu retten. Bis zu diesem Zeitpunkt glaubten sich vor allem die Großbanken in der Sicherheit – allein aufgrund ihrer schieren Größe und der daraus abzuleitenden Systemrelevanz – im Ernstfall vom Staat aufgefangen zu werden. Jedoch wurde mit der Lehman-Pleite ein Präzedenzfall geschaffen, der die Sicherheit des »too big to fail« als trügerisch entlarvte. In der Folge schwand das Vertrauen in die Stabilität der Banken so dramatisch, dass der Risikoaufschlag für unbesichertes Dreimonatsgeld am Interbankenmarkt die Rekordmarke von 4 1/2 Prozentpunkten erreichte. Die Kreditvergabe innerhalb des Bankensektors kam praktisch zum Erliegen.

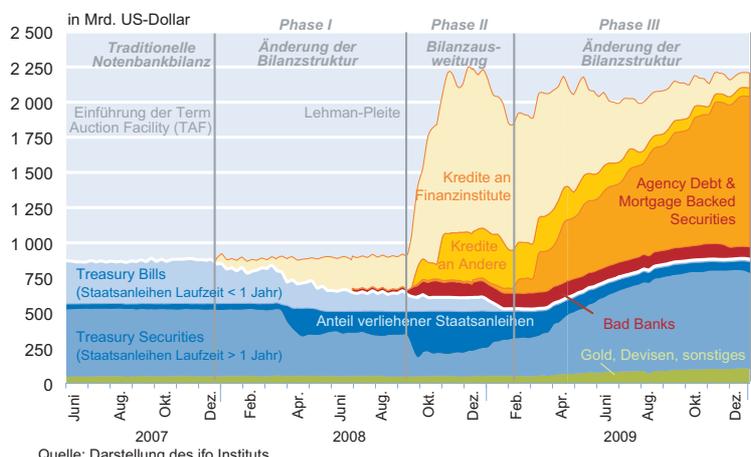
Abb. 2  
Entwicklung der Bilanzaktiva der US-Notenbank vor der Lehman-Pleite



Quelle: Darstellung des ifo Instituts.

<sup>2</sup> Vgl. Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, November 2009, Board of Governors of the Federal Reserve System.  
<sup>3</sup> Gemessen am Bilanzvolumen von 2007.

**Abb. 3**  
Entwicklung der Aktivseite der Notenbankbilanz



In dieser Phase zunehmender Verunsicherung galt allein die Zentralbank noch als sicherer Geschäftspartner. Somit stand sie in der Verantwortung, die Lücke zu schließen, die der Ausfall des Interbankenmarktes gerissen hatte. Denn ohne den fortwährenden Liquiditätsausgleich innerhalb eines zum Teil stark spezialisierten Bankensystems erreichen die Gelder von Banken mit überschüssigen Spareinlagen nicht mehr die Institute mit ungedecktem Finanzierungsbedarf, wodurch letztere über kurz oder lang in die Zahlungsunfähigkeit getrieben werden. Deshalb erreichten die neu geschaffenen Faszilitäten und Kreditfenster der US-Notenbank am 31. Dezember 2008 ein Gesamtvolumen von rund 1,5 Billionen US-Dollar (vgl. beige und gelbe Flächen in Abb. 3).

Zu den direkten und indirekten Empfängern dieser Nothilfen zählte dabei nicht nur der heimische Bankensektor. Ein großer Teil der in Abbildung 3 beige dargestellten Kredite an Finanzinstitute beruht auf der stark gestiegenen Auslandsnachfrage nach US-Dollar. Denn trotz der Belastungen des US-Bankensystems gilt die amerikanische Währung bei vielen Anlegern auch weiterhin als sicherer Hafen. Um Verwerfungen an den internationalen Kapitalmärkten vorzubeugen, schloss die Fed zahlreiche Abkommen mit anderen Zentralbanken, so genannte Swap-Linien, und sicherte so die ausreichende Versorgung auch ausländischer Institute mit US-Dollar.

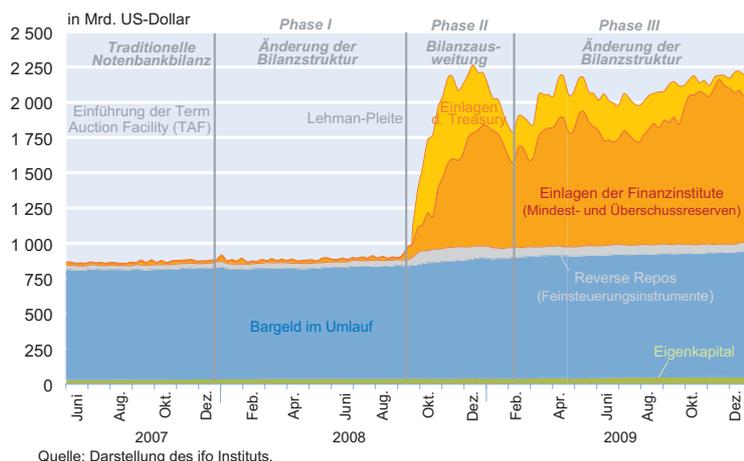
Von den Hilfen der US-Notenbank profitierten auch Nicht-Finanzinstitute. So wurden vor allem die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und für Geldmarktfonds durch zu diesem Zweck neu geschaffene Faszilitäten in Milliardenhöhe zielgerichtet unterstützt (in Abb. 3 gelb dargestellt). Die

massive Ausweitung ihrer Finanzhilfen konnte die Fed jedoch nicht mehr allein durch die Anpassung ihrer Bilanzstruktur kompensieren. Stattdessen sah sie sich gezwungen, ihr Bilanzvolumen mehr als zu verdoppeln.

Was passiert aber, wenn die Notenbank ihre Bilanz derart drastisch ausweitet, um ein Kreditvolumen von 1,5 Billionen US-Dollar zu finanzieren? Abbildung 4 bildet die Entwicklung der Passivseite der Notenbankbilanz ab. Diese wächst im Gleichschritt mit der Aktivseite und bildet die Herkunft der von der US-Notenbank eingesetzten Finanzmittel ab. Die Abbildung zeigt, dass die Fed einen Großteil der für die Bilanzausweitung notwendigen Mittel zunächst vom Finanzministerium, der Treasury, erhalten hat,

die sich ihrerseits am Anleihenmarkt über die zusätzliche Emission kurzfristiger Schuldtitel finanzierte. Diese Form der Unterstützung durch die US-Regierung überstieg schon im Oktober 2008, wenige Wochen nach der Lehman-Pleite, die Marke von 500 Mrd. US-Dollar (gelb dargestellt). Zur gleichen Zeit begann die Fed, Zinsen auf ihre Einlagen zu zahlen, um die Banken mit überschüssiger Liquidität zu veranlassen, diese an die Fed zu verleihen. Dadurch stellte die US-Notenbank die Finanzierung ihrer umfangreichen Liquiditätshilfen sicher (orange dargestellt). Der Liquiditätsfluss nahm also – anders als in normalen Zeiten – den Umweg über die Fed, weil die Banken nicht mehr bereit waren, sich direkt untereinander Geld zu verleihen. Damit übernahm die Notenbank weitgehend die Funktion des zusammengebrochenen Interbankenmarktes. Wiederum nahm sie dadurch die Risiken in Kauf, welche die Banken nicht mehr akzeptieren wollten.

**Abb. 4**  
Entwicklung der Passivseite der Notenbankbilanz

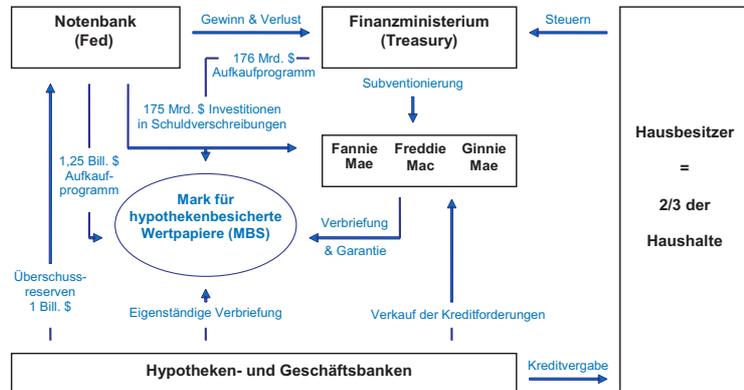


**Phase III – Intervention am Hypothekenmarkt**

Erst nach dem Jahreswechsel 2008/09 ging das Bilanzvolumen der Fed wieder leicht zurück. Nachdem die größten US-Banken vom Staat »zwangskapitalisiert« worden waren und Staats- und Regierungschefs rund um den Globus weit reichende Garantien für Institute und Sparer verkündet hatten, begann auch die Nachfrage nach den neuen Kreditfazilitäten zu sinken (vgl. die beige und gelben Flächen in Abb. 3). Mit der Beruhigung der Finanzmärkte im Frühjahr 2009 trat die Fed in eine neue Interventionsphase ein. Sie nutzte den finanziellen Spielraum, der sich durch den Rückgang des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems eröffnete, und initiierte groß angelegte Aufkaufprogramme für US-Staatsanleihen (300 Mrd. US-Dollar) sowie für Wertpapiere der staatsnahen Hypothekenfinanzierer (1 425 Mrd. US-Dollar) Fannie Mae, Freddie Mac und Ginnie Mae (in Abb. 3 orange dargestellt). Durch diese erneute Umstellung der Bilanzstruktur wurde die Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren beflügelt, wodurch deren Kurse anzogen und ihre effektive Verzinsung zurückging. Somit konnte das Zinsniveau vor allem am Hypothekenmarkt deutlich gedrückt werden. Aufgrund von Portfolioeffekten wirkten sich die Aufkaufprogramme jedoch nicht nur auf die Hypothekenzinsen aus, sondern beeinflussten das langfristige Zinsniveau über viele Anlageklassen hinweg und senkten so die Finanzierungskosten von Unternehmen und Konsumenten auf breiter Front.

Wichtiger als die Senkung des langfristigen Zinsniveaus ist allerdings die Wirkung der Aufkaufprogramme auf die Vergabe neuer Hypothekenkredite. Denn ohne einen funktionsfähigen Sekundärmarkt, der den Hypothekenbanken einen Weiterverkauf ihrer Kreditforderungen an Finanzinvestoren ermöglicht, würde die Vergabe neuer Kredite ins Stocken geraten. In den USA bleibt nämlich nur ein geringer Teil der Hypothekenkredite in den Bilanzen der Banken. Denn um beständig am Abschluss neuer Kreditverträge verdienen zu können, wird der größte Teil der Kreditforderungen verkauft, vor allem an die staatsnahen Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac (vgl. Abb. 5). Diese fassen die Einzelforderungen zu großen Pools zusammen, deren Anteile sie als hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS) an Pensionskassen und Finanzinvestoren aus aller Welt verkaufen. Die Zins- und Tilgungszahlungen werden dabei nicht nur durch die Hypotheken auf das Immobilienvermögen der Schuldner gedeckt, sondern im Falle der staatsnahen Hypothekenfinanzierer in der Regel zusätzlich vom Emittenten garantiert. So beläuft sich das von Fannie Mae und Freddie Mac verbriefte sowie versicherte oder garantierte Kreditvolumen derzeit auf rund 4,5 Billionen US-

**Abb. 5**  
Schematische Darstellung staatlicher Eingriffe in den Markt für hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS)



Quelle: Darstellung des ifo Instituts.

Dollar. Hinzu kommt ein Kreditvolumen von weiteren 550 Mrd. US-Dollar in ihren eigenen Portfolios. Aufgrund dieses umfangreichen Engagements wurden die beiden Hypothekenfinanzierer von der Immobilienkrise besonders hart getroffen und hätten die Finanzmarktkrise ohne staatliche Hilfen wohl kaum überstanden.<sup>4</sup>

Der neben den staatsnahen Hypothekenfinanzierern existierende private Verbriefungsmarkt ist indes fast gänzlich zum Erliegen gekommen. Strukturierte Produkte und verbriefte Forderungen auf Immobilienkredite, denen die Staatsgarantie fehlt, finden derzeit kaum noch Abnehmer. Gleichzeitig stehen die Banken unter starkem Druck, ihre Bilanzen zu konsolidieren, und scheuen aus diesem Grund die Aufnahme neuer Kredite in das eigene Portfolio. Rechnet man die Marktanteile des staatseigenen Hypothekenfinanzierers Ginnie Mae hinzu, werden deshalb zurzeit 95% der im Rahmen der Kreditneuvergabe entstehenden Forderungen durch die staatlich kontrollierten Hypothekenfinanzierer erworben und verbrieft.

Die Stabilisierung des Hypotheken- und damit auch des Immobilienmarktes ist also auf ein koordiniertes Eingreifen von Regierung und Notenbank zurückzuführen. Während die Regierung das Bestehen der Hypothekenfinanzierer sichert, indem sie weitgehend für deren Verluste aufkommt, erwirbt die Notenbank die von ihnen emittierten Wertpapiere (vgl. Abb. 5).<sup>5</sup>

Ob der Kapitalmarkt in seiner derzeitigen Verfassung auch ohne die Aufkaufprogramme der Notenbank dazu in der La-

<sup>4</sup> Das Congressional Budget Office (CBO) schätzte im August vergangenen Jahres die Kosten der Verstaatlichung von Fannie Mae und Freddie Mac auf 291 Mrd. US-Dollar.

<sup>5</sup> In Ergänzung zu den Maßnahmen der Fed hat auch die Treasury ein Aufkaufprogramm für MBS initiiert, dessen Volumen sich derzeit auf 176 Mrd. US-Dollar beläuft.

ge wäre, den beständigen Zufluss dieser Wertpapiere aufzunehmen, ist fraglich. Käme es zu gravierenden Kursrückgängen in diesem Segment, würde die Zinslast vieler Hypothekenschuldner steigen. Durch die von der Fed zusätzlich generierte Nachfrage nach hypothekenbesicherten Wertpapieren in Höhe von 1,25 Billionen US-Dollar sowie durch ihre Investitionen in Schuldverschreibungen der staatlichen Hypothekenfinanzierer in Höhe von 175 Mrd. US-Dollar stützt die Notenbank deshalb in erster Linie die Kurse der betroffenen Wertpapiere. Denn steigende Wertpapierkurse bedeuten ein Absinken ihrer effektiven Verzinsung. Ein niedrigeres Zinsniveau am Sekundärmarkt für Hypothekenkredite senkt wiederum die Refinanzierungskosten der Hypothekenbanken und führt somit zu sinkenden Hypothekenzinsen und damit zur Entlastung der Schuldner. Allerdings wird hierdurch auch privates Kapital aus dem Markt gedrängt, das sich dann vermeintlich attraktiveren Anlageformen zuwendet. Dieser Portfolioeffekt dürfte im vergangenen Jahr zur dynamischen Entwicklung der Aktienmärkte beigetragen haben.

### Der Exit

Angesichts der zunehmenden Anzeichen einer konjunkturellen Wende in den USA mehren sich auch die Stimmen, die einen schnellen Ausstieg der US-Notenbank aus ihren umfangreichen Stützungsprogrammen fordern. Denn sollte sich der in der empirischen Literatur vielfach belegte langfristige Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau als stabil erweisen, werden sich die Überschussreserven des Bankensektors früher oder später in einem Anstieg der Geldmenge und schließlich des Preisniveaus niederschlagen.

Während die Stabilisierung der internationalen Finanzmärkte die Nachfrage nach den Kreditprogrammen der US-Notenbank bereits versiegen lässt, könnte sich vor allem der Ausstieg aus den Wertpapierkäufen als problematisch erweisen. Würde die Fed ihren Wertpapierbestand in einem präventiven Schritt zur Eindämmung der Inflationsgefahren überstürzt verkaufen, könnte sich der zuvor erzielte expansive Effekt ins Gegenteil verkehren. Der Hypothekenmarkt würde belastet, die Kreditvergabe gebremst, und der erhoffte Aufschwung könnte im Keim ersticken. Aus diesem Grund ist der politische Druck groß, den eingeschlagenen expansiven Kurs nicht vorschnell zu verlassen, insbesondere weil sich die Arbeitslosenquote mit rund 10% weiterhin auf Rekordniveau befindet. Zudem endet Bernankes Amtszeit am 31. Januar 2010. Zwar hat er die Rückendeckung des US-Präsidenten für eine zweite Amtszeit bereits erhalten, noch fehlt ihm aber die Bestätigung durch den Kongress. Es gibt also gute Gründe, die gegen einen schnellen Verkauf der Wertpapiere sprechen.

Neben dem Wertpapierverkauf verfügt die Fed noch über eine Reihe von Alternativen, um die Überschussreserven des Bankensektors effizient zu neutralisieren. Bereits seit Einführung der Stützungsprogramme verweist die US-Notenbank auf die Möglichkeit, die Verzinsung auf ihre Einlagen gemäß den Erfordernissen zu erhöhen, um ein Abfließen in den Kreditkreislauf zu verhindern. Im Ergebnis unterscheidet sich diese Methode aber kaum von einem Verkauf der Wertpapiere. Das Zinsniveau würde gleichfalls steigen, und die konjunkturelle Erholung würde gebremst.

Eine weitere Möglichkeit, den Wertpapierbestand der Fed zu finanzieren und den Anstieg der Geldmenge zumindest hinauszuzögern, besteht in einer Umwandlung der täglich abrufbaren Guthaben der Banken in lang laufende Forderungen. Schon im vergangenen Jahr bereitete die US-Notenbank die Finanzmärkte darauf vor, ein bisher vor allem zur Feinsteuerung der Geldmarktzinsen eingesetztes Instrument zukünftig auch in großem Umfang zur Refinanzierung einzusetzen. Hinter den als »reverse repos« bezeichneten Pensionsgeschäften verbirgt sich im Grunde ein durch Wertpapiere besicherter Kredit, durch den sich die Notenbank bei Banken und anderen privaten Institutionen verschulden kann.

In die gleiche Richtung zielt die Ende Dezember von der Fed angekündigte »term deposit facility«. Im Rahmen der neuen Faszilität sollen Termineinlagen von der Notenbank versteigert werden. Somit zeichnet sich ab, dass die Fed sich zumindest die Möglichkeit offen halten will, die erworbenen Wertpapiere auf längere Zeit zu halten.

Letztendlich dürfte sich der Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik als fein abgestimmte Mischung aller zur Verfügung stehenden Möglichkeiten und damit als vorsichtiger Kompromiss erweisen. Ein Verkauf der über die Stützungsprogramme erworbenen Wertpapiere wird über kurz oder lang stattfinden. Dabei ist zu erwarten, dass die Notenbank ihre Verkaufsstrategie frühzeitig kommuniziert und transparent gestaltet. Um den Aufschwung nicht zu gefährden, wird sie ihre Bilanz eher zögerlich in Richtung ihres Vorkrisenniveaus zurückführen. Dabei wird sie versuchen, dem Abfluss der Überschussreserven durch Wertpapierverkäufe und verschiedene Formen der termingebundenen Kreditaufnahme zu kompensieren.

### Fazit

Durch eine Vielzahl unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen ist es der US-Notenbank gelungen, einen Zusammenbruch der Finanzmärkte zu verhindern und so entscheidend zur Stabilisierung der Konjunktur beizutragen. Daher erscheint die Strategie der Fed aus der aktuellen Perspektive alternativlos. Die Lage bleibt aber unübersichtlich. Ins-

besondere ist unklar, wann der Immobilienmarkt, der derzeit fast vollständig von staatlicher Unterstützung abhängt, wieder privatwirtschaftlich funktionieren kann. Zudem ist eine nachhaltige Wirtschaftserholung ohne den Abbau der für die Krise mitverantwortlichen Ungleichgewichte kaum vorstellbar. Dazu ist es jedoch unerlässlich, dass die privaten Haushalte ihre Verschuldung abbauen – also gerade nicht so viele Hypotheken aufnehmen wie bisher. Die Eingriffe des Staates könnten also weiter bestehenden Anpassungsbedarf verdecken.

Auch lässt sich derzeit kaum absehen, mit welchen Verlusten die Fed ihr Experiment abschließen wird. Faktisch fungiert sie momentan als Bad Bank, indem sie die Ausfallrisiken der von ihr akzeptierten Wertpapiere und der von ihr begebenen Kredite trägt, die dem Markt als zu unwägbar erschienen. Da die Fehlbeträge der US-Notenbank letztlich vom Steuerzahler zu begleichen sind, droht ihr von politischer Seite Ungemach, denn Steuererhöhungen zur Bezahlung von Schrottpapieren könnten nicht nur konjunkturell bremsen, sie dürften vor allem äußerst unpopulär sein.

Ob die Krisenpolitik der Fed zu einem deutlichen Anstieg der Inflationsrate führen wird, hängt von der Geschwindigkeit des Ausstiegs ab. Damit unterscheidet sich die aktuelle Situation nicht grundsätzlich von der Vergangenheit. Die Stabilität des Preisniveaus ist vor allem dann gefährdet, wenn sich die Notenbank zu sehr nach dem politischen Wind richtet. Und dieser weht angesichts der Rekordniveaus von Staatsverschuldung und Arbeitslosigkeit besonders stark in Richtung Expansion. Deshalb ist abzuwarten, ob Bernanke beim Ausstieg aus seiner unkonventionellen Geldpolitik die gleiche Entschlossenheit an den Tag legen wird, wie zuvor im Kampf gegen die Krise.