

Feldstein, Martin S.

**Article**

## Geldpolitik und finanzielle Risiken

ifo Schnelldienst

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Feldstein, Martin S. (2016) : Geldpolitik und finanzielle Risiken, ifo Schnelldienst, ISSN 0018-974X, ifo Institut - Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 69, Iss. 09, pp. 41-44

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/165753>

**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.*

Es ist mir eine große Freude und eine große Ehre, hier an diesem herausragenden Ereignis teilnehmen zu dürfen. Seit vielen Jahren bin ich ein Bewunderer und vor allem auch ein Freund von Hans-Werner Sinn. Als Ökonomen haben wir gemeinsame Interessen, insbesondere die Steuer- und die Geldpolitik. Und das ifo Institut und das National Bureau of Economic Research, dem ich 30 Jahre lang vorstand, kooperieren seit langem sehr erfolgreich miteinander.

Mein Vortrag heute befasst sich mit einem Thema, das sowohl für die USA als auch für die Eurozone von Bedeutung ist, nämlich der Beziehung zwischen der Geldpolitik und den finanziellen Risiken.

In den USA liegt die Arbeitslosenrate insgesamt bei 5% – und für Hochschulabsolventen bei nur 2,5% –, es herrscht im Prinzip Vollbeschäftigung. Allerdings hat die unkonventionelle Geldpolitik der USA, die zu diesen Zahlen geführt hat und von der viele hoffen, dass sie auch in der Eurozone Ähnliches bewirken kann, finanzielle Risiken geschaffen, die den Volkswirtschaften in den nächsten Jahren Schaden zufügen könnten.

In den USA bestand die unkonventionelle Geldpolitik der Fed – bekannt als »Quantitative Easing« oder »QE« – in dem Ankauf großer Anleihemengen und dem Versprechen, die kurzfristigen Zinsen nahe 0 zu belassen. Die EZB folgte dem Beispiel der Fed und übernahm die gleiche Strategie. Wie Sie wissen, sind die kurzfristigen Zinsen in vielen Euroländern negativ, und die Rendite auf deutsche Staatspapiere mit einer Laufzeit von zehn Jahren beträgt weniger als 1%.

Die extrem niedrigen Zinsen, die aus der QE-Politik der Fed resultieren, bergen Risiken für die zukünftige finanzielle Stabilität. Auch wenn sie nicht eintreten, ist es möglich, dass sie finanzielle Verluste vergrößern und einen erneuten wirtschaftlichen Abschwung verursachen. In Europa ist die Lage die gleiche.

Die Ziele der EZB, die sie mit der QE-Politik verfolgt, unterscheiden sich jedoch

von denjenigen der Fed, denn die europäischen Finanzmärkte unterscheiden sich stark von denen in den USA. Deshalb ist die EZB weniger effektiv als die Fed bezüglich der Wachstumsförderung und dem Erreichen der Preisstabilität. Und dies wird aller Voraussicht nach auch in Zukunft so bleiben.

### Warum Quantitative Easing?

Es ist gut, wenn man versteht, warum die Fed diese unkonventionelle QE-Strategie anwendet. Ökonomische Abschwünge in den USA treten im Allgemeinen dann ein, wenn die Fed die Zinsen erhöht, um eine hohe Inflation einzudämmen oder ein Ansteigen der Inflationsrate zu verhindern. Geht sie davon aus, dass sie die Inflation wieder unter Kontrolle hat, kann sie die Zinsen senken und einem Abschwung entgegenwirken.

Der Abschwung im Jahr 2008 wurde aber nicht durch eine vorausgegangene geldpolitische Straffung verursacht und konnte deshalb auch nicht durch die Senkung der kurzfristigen Zinsen bekämpft werden. Er war das Resultat einer Fehlbewertung von Vermögenswerten, und zwar sowohl von Finanz- als auch von realen Vermögensanlagen, wie z.B. von Wohneigentum.

Zwischen 2000 und 2006 stiegen die Immobilienpreise um mehr als 60% über ihren langjährigen Durchschnitt, hervorgerufen durch sehr niedrige Hypothekenzinsen und durch die Vergabe von Krediten an Kreditnehmer mit schlechter Bonität. Viele dieser zweitklassigen Darlehen wurden syndiziert, und der daraus entstandene Pool von Hypotheken wurde in einzelne Tranchen mit unterschiedlichen Risiken aufgeteilt und gesondert als Wertpapiere verkauft. So wurden Kredite an Schuldner mit geringer Bonität benutzt, um Wertpapiere zu schaffen, die als sehr sicher erschienen und mit einem AAA-Rating von den Ratingagenturen eingestuft wurden.

Ein einfaches Beispiel zeigt, wie dieser Prozess funktionierte: Eine Bank konnte aus 1 000 Subprime-Hypothekendarlehen einzelne Investitionstranchen mit un-



Prof. Martin S. Feldstein  
George F. Baker Professor of  
Economics, Harvard University,  
Präsident Emeritus, National Bureau  
of Economic Research

\* Eine ausführliche Version wird auf Englisch in der Zeitschrift Foreign Affairs 2016 erscheinen.

terschiedlichen Risikobewertungen schaffen. Bei der riskantesten Tranche musste der Investor die Verluste der ersten 100 geplatzen Hypotheken tragen. Das war tatsächlich ein »Junk Bonds«, mit hohen Zinsen, aber auch höchstem Risiko. Bei einem Papier, das mit dem zweithöchsten Risiko bewertet wurde, musste der Käufer erst Verluste verzeichnen, wenn mehr als 100 Darlehen nicht bedient wurden. Die Wahrscheinlichkeit, dass es bei mehr als 10% der ursprünglichen 1 000 Hypotheken zu Zahlungsausfällen kommt, erschien relativ gering, weshalb diese zweite »Tranche« als sicherer betrachtet und mit einem höheren Ranking ausgezeichnet wurde.

Auf diese Art und Weise wurden weitere zusätzliche Tranchen mit größerer Sicherheit geschaffen. Investoren in der fünften Tranche würden nur einen Verlust tragen, wenn mehr als 400 der ursprünglichen 1 000 Hypotheken ausfielen. Diese Wahrscheinlichkeit erschien so gering, dass diese Papiere mit einem AAA-Rating versehen wurden, obwohl die hinterlegten Hypotheken alle »subprime« waren.

Als die Immobilienpreisblase platzte und die Preise rapide fielen, erwiesen sich die Ratings als viel zu optimistisch. Die enormen Zahlungsausfälle bei den Subprime-Hypothekendarlehen hatten wiederum einen rasanten Preisverfall bei den Hypothekentranchen zur Folge und signalisierten den Investoren, dass die Risiken unterschätzt und die Wertpapiere überbewertet waren. Die Preise vieler Anlagen fielen dramatisch: Der S&P 500 (Standard & Poor's 500) fiel um gut 20% in den zwölf Monaten nach Juli 2007 und verlor bis März 2009 50% seines Werts.

Da es in der Regel nicht möglich war, Marktpreise für verbrieft Hypothekendarlehen oder anderes Risikokapital festzustellen, konnten die Banken weder den Wert ihrer eigenen Portfolios noch die Solvenz oder Liquidität ihrer Geschäftspartner einschätzen. Die Folge: Der Interbankenmarkt kam faktisch zum Erliegen und das Finanzsystem wurde dysfunktional.

Die Fed reagierte darauf in traditioneller Weise. Sie reduzierte die Federal Funds Rate von 5,3% im September 2007 auf 4,3% im Dezember und schließlich auf weniger als 1% im Oktober 2008. Aber diese Maßnahmen zeigten keine wiederbelebenden Effekte auf die Wirtschaft.

Anfang 2009 beschloss die neue Regierung unter Präsident Barack Obama eine massive Finanzspritze zur Ankurbelung der US-Wirtschaft. Für drei Jahre sollten pro Jahr 300 Mrd. US-Dollar bereitgestellt werden. Aber das schlecht konzipierte Finanzpaket konnte den entstandenen Nachfrageausfall nicht kompensieren, sondern ließ vor allem die Staatsverschuldung ansteigen. Die Fed wiederum zog daraus den Schluss, dass weder eine traditionelle Geldpolitik noch der Finanzstimulus eine Erholung der Ökonomie bewerkstelligen

können und reagierte mit dem Beginn ihrer unkonventionellen Geldpolitik, nämlich dem großflächigen Ankauf langfristiger Anleihen und der Zusage, die kurzfristigen Zinsen mittelfristig niedrig zu halten.

Laut Ben Bernanke, dem damaligen Präsidenten der Fed, erhoffte sich die US-Notenbank von ihrer neuen Politik des Quantitative Easing mit den einhergehenden Niedrigzinsen ein Anziehen der Aktienkurse und der Immobilienpreise. Durch die daraus entstehende Vergrößerung der Haushaltsvermögen würden die Konsumausgaben steigen und die ökonomische Erholung sich beschleunigen. Die Strategie ging auf. Die Immobilienpreise erhöhten sich im Jahr 2013 um 13% und die Aktienkurse um 30%, und damit wuchs in diesem Jahr das Vermögen der Haushalte um 10 Billionen US-Dollar. Die Konsumenten gaben mehr aus, und ein Multiplikatorprozess kam in Gang. Das BIP erhöhte sich 2013 um 2,5%, und die Arbeitslosenrate fiel im gleichen Jahr von 8,0% auf 6,7%.

### Quantitative Easing in the Eurozone

Die EZB verfolgte eine ähnliche Strategie, einen umfangreichen Aufkauf von Anleihen und extrem niedrige bzw. negative kurzfristige Zinsen. Aber sie wollte etwas anderes als die Fed damit erreichen. Da der Aktienbesitz in Europa nicht so breit gestreut ist wie in den USA, konnte die QE-Politik nicht dazu genutzt werden, durch ein Anziehen der Aktienkurse und ein damit einhergehendes Anwachsen der Haushaltsvermögen die Konsumausgaben zu stimulieren.

Ein Ziel der Niedrigzinspolitik der EZB ist es, durch eine Abwertung des Euro die Nettoexporte zu erhöhen. So fiel der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar von 1,40 im Sommer 2014 auf 1,06 US-Dollar im Herbst 2015. Obwohl der Export dadurch gesteigert werden konnte, war der Einfluss auf das BIP der Eurozone sehr gering. Denn zum einen findet der größte Anteil des Außenhandels der Euroländer innerhalb der Eurozone statt. Und zum anderen profitiert der Export nach den USA nur wenig von einer Abwertung des Euro, da die europäischen Exporteure in der Regel ihre Rechnungen in US-Dollar ausstellen und sich die Dollarpreise nur sehr langsam anpassen. Im Zeitraum zwischen September 2014 und September 2015 stiegen die Nettoexporte der Eurozone insgesamt um weniger als 3 Mrd. Euro, ein eher unerheblicher Betrag für eine 11-Billionen-Ökonomie der Eurozone.

Ein weiteres Motiv der EZB für den massiven Ankauf von Anleihen ist die Belebung des Kreditgeschäfts. Die EZB hofft, dass die Geschäftsbanken den wachsenden Geldbestand zur Vergabe neuer Kredite an Unternehmen und Konsumenten nutzen werden. Bisher ist die Kreditsumme aber kaum angestiegen.

Zusätzlich ist die EZB bemüht, die Inflationsrate, die momentan quasi bei 0% liegt, auf knapp unter 2% zu bringen. Die Fed verfolgt bezogen auf die Inflationsrate ein ähnliches Ziel, aber mit unterschiedlichen Mechanismen.

Die Fed erwartet, dass ihre QE-Strategie zu einer Steigerung der Nachfrage und zu einer Reduktion der Arbeitslosigkeit führt, die wiederum die US-Inflationsrate nach oben treiben. Diese Strategie dürfte in Europa nicht greifen, da die Arbeitslosenrate in der Eurozone etwa 12% beträgt, d.h. rund 5 Prozentpunkte höher als vor Beginn der Rezession. Die QE-Strategie der EZB kann voraussichtlich nur durch höhere Importpreise, die durch eine Abwertung des Euro zustande kommen, zu einer höheren Inflationsrate führen. Dieser Prozess hat lediglich zu einer Kerninflation in der Eurozone von weniger als 1% geführt.

Zusammengefasst ist festzuhalten, dass die Quantitative-Easing-Politik in der Eurozone einen weniger positiven Einfluss auf Beschäftigung und Inflation haben wird als in den USA, aber sie birgt die gleichen Risiken, die sich als Folge einer exzessiv niedrigen Zinsrate ergeben.

## Risiken

Nun zurück zu den Risiken, die durch die Quantitative-Easing-Politik in den USA und in Europa entstehen.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis von den S&P 500 liegt jetzt (Stand: 9. Januar 2016) sogar höher als vor dem wirtschaftlichen Abschwung und um etwa 30 Prozentpunkte über seinem historischen Durchschnitt. Diese sehr hohen Aktienkurse mögen sinnvoll sein, wenn es bei dem gegenwärtigen niedrigen Zinsniveau bleibt. Steigen die Zinsen aber – wie sie es irgendwann einmal müssen –, dann wird das momentane hohe Kurs-Gewinn-Verhältnis nicht länger gerechtfertigt sein. Die Fehlbewertung des langfristigen Anlagevermögens betrifft auch Anleihen und Gewerbeimmobilien.

Banken vergeben Kredite an Schuldner mit schlechter Bonität. In Fall eines wirtschaftlichen Abschwungs wird es zu Zahlungsausfällen bei diesen hochrisikobehafteten Krediten kommen.

Die niedrigen Zinsen haben auch dazu geführt, dass die USA mehr Kredite an Unternehmen in Schwellenländern vergeben. Steigende US-Zinsen werden die Gewinne der Unternehmen schrumpfen lassen oder sogar die Lebensfähigkeit dieser Schuldner in Frage stellen. In Erwartung steigender US-Zinsen wird der US-Dollar gegenüber den Währungen dieser Länder aufgewertet, und die Unternehmen der Schwellenländer werden Schwierigkeiten haben, ihre Schulden zu tilgen, da sie ihre Einnahmen in ihrer lokalen Währung notieren.

In der Eurozone ergeben sich ähnliche Risiken. Die Zinsen einer Staatsanleihe Italiens mit einer zehnjährigen Laufzeit liegen bei nur 1,4%. Und das obwohl Italiens Staatsverschuldung größer als 100% des BIP ist und weiter wächst. Bei einer Normalisierung der Zinsen werden die Besitzer dieser Papiere Verluste erleiden. Mehr noch, fast die Hälfte des privaten Anleihemarkts in der Eurozone besteht aus solchen Papieren. Klar ist, dass eine große Menge der Vermögenswerte fehlerbewertet ist und substanzielle Risiken von den Investoren und den Kreditnehmern getragen werden. Unklar ist, ob dadurch eine substanzielle Gefahr für das Finanzsystem insgesamt besteht, die zu einem wirtschaftlichen Abschwung wie in den Jahren 2008 und 2009 führen könnte.

Die Fed erhöhte zwar den Leitzins nach ihrer Sitzung im Dezember 2015, aber sie unterstrich, dass die Zinssteigerungen moderat bleiben werden und vor allem die gesamtwirtschaftliche Nachfrage erhöhen sollen. So lange aber die Zinsen niedrig bleiben, werden sich die Fehlbewertungen und Preisverzerrungen an Anleihe-, Aktien- und Immobilienmärkten nicht zurückbilden, und das Risiko großer Instabilität wird weiter wachsen. Dem Protokoll der Sitzung ist auch zu entnehmen, dass die Fed einen Zinssatz plant, der in den nächsten Jahren die Inflationsrate auf 2% erhöhen dürfte.

## Makroprudenzielle Politik

Die Fed betont weiterhin, dass ihre Ziele das Erreichen einer maximalen Beschäftigung und Preisstabilität sind, während die Erhaltung der Finanzstabilität Aufgabe der sogenannten makroprudenziellen Politik ist. Das offensichtliche Problem dabei ist aber, dass in den USA niemand weiß, was eine makroprudenzielle Politik ist, und auch nicht, was sie sein sollte. Und das gleiche trifft auch auf die Eurozone zu.

Ein Beispiel ist die wachsende Eigenkapitalanforderung, die den Geschäftsbanken auferlegt wurde. In den USA sind die Geschäftsbanken aber nur für etwa ein Drittel der gesamten Kreditschöpfung verantwortlich, so dass selbst bei einem vollständig sicheren Bankensystem substanzielle Sicherheitslücken bestehen bleiben.

## Ein alternativer Ansatz

An dieser Stelle befinden wir uns heute. Aber wo werden wir in der Zukunft stehen? Wie kann eine Geldpolitik, die Risiken schafft, vermieden werden, und was können die Euroländer jetzt unternehmen, um eine weitere ausschließliche Anwendung der Quantitative-Easing-Politik der EZB zu begrenzen?

In den meisten wirtschaftlichen Abschwüngen ist die traditionelle Geldpolitik ausreichend, um einen wirtschaftlichen

Aufschwung zu initiieren, und ist eine geeignete Maßnahme. Diese Abschwünge sind in der Regel relativ kurz und sanft. Es gibt keine Notwendigkeit, die langfristigen Zinsen durch den Ankauf von Anleihen zu drücken und sich langfristig auf niedrige Zinsen festzulegen.

In einem typischen Abschwung ist auch eine diskretionäre Fiskalpolitik nicht nötig und dürfte destabilisierende Effekte auf die Ökonomie haben. Denn die Zeitspanne zwischen dem Beginn eines konjunkturellen Abschwungs und dem Zeitpunkt, zu dem die Politik effektive Finanzanreize setzt, ist enorm. Will man in einer solchen Situation mit Hilfe einer diskretionären Fiskalpolitik die Wirtschaft stimulieren, kann es zu einem übermäßigen Anreiz für die Ökonomie kommen, vor allem dann, wenn eine wirtschaftliche Erholung bereits eingesetzt hat.

Aber nicht alle Abschwünge sind typisch, und der massive Abschwung, der Ende 2007 begann, konnte nicht mittels einer konventionellen Offenmarktpolitik bekämpft werden. Zudem wurde sehr bald deutlich, dass dieser Abschwung tiefer und länger als eine gewöhnliche Rezession sein würde und das Risiko einer unpassenden Fiskalpolitik gering. Im Gegenteil, eine expansive Fiskalpolitik war angemessen. Leider war die Fiskalpolitik, die 2009 umgesetzt wurde, sehr schlecht konzipiert und reichte nicht aus, den Nachfrageausfall zu kompensieren.

Die Gefahr, dass große Finanzanreize die Finanzmärkte große Defizite und eine wachsende Staatsverschuldung erwarten lassen, besteht natürlich immer. Dies wiederum kann steigende langfristigen Zinsen nach sich ziehen, die die positiven Effekte des Finanzpakets konterkarieren. Durch eine Kombination von kurzfristigen fiskalischen Anreizen und Änderungen der Leistungsansprüche, die langfristig die Höhe der Staatsverschuldung stabilisieren, könnte man solche Erwartungen vermeiden.

Diese wirtschaftliche Strategie ist zwar wünschenswert, könnte aber politisch schwer umzusetzen sein.

Man kann jedoch eine Fiskalpolitik konzipieren, die Anreize für die Wirtschaft bietet, ohne die Staatsverschuldung, und zwar auch nicht kurzfristig, zu erhöhen. Diese Möglichkeit ist besonders für die Euroländer, in denen die Staatsverschuldung bereits sehr hoch ist und die deshalb wachsende Haushaltsdefizite vermeiden müssen, von Bedeutung.

Der Schlüssel für eine aufkommensneutrale Anreizstrategie sind zwei Typen fiskalischer Anreizpolitik. Das traditionelle Fiskalpaket umfasst Steuersenkungen und wachsende Staatsausgaben, die das Staatsdefizit vergrößern. Der zweite Typ finanzpolitischer Impulse versucht mittels spezifischer Investitionsanreize, wie Investitionsfreibeträge oder Sonderabschreibungen, die Rentabilität neuer Investitionen zu för-

dern, um so die Unternehmen zu Neuinvestitionen zu ermutigen. Die Kosten dieser Fördermaßnahmen könnten durch eine befristete Erhöhung der Körperschaftsteuer finanziert werden. Die Anreize für Neuinvestitionen würden dadurch nicht reduziert. Denn eine höhere Körperschaftsteuer würde bereits vorhandenes Kapital betreffen, während die Investitionsfreibeträge oder andere -anreize die Rentabilität der Neuinvestitionen vergrößern.

Eine ähnliche aufkommensneutrale Strategie könnte in den Euroländern, die Mehrwertsteuern erheben, zur Anregung der Konsumausgaben umgesetzt werden.

Zusätzlich hat eine solche aufkommensneutrale Fiskalpolitik den Vorteil, dass sie je nach Land spezifisch konzipiert und gestaffelt werden könnte. Während die Geldpolitik für die gesamte Eurozone gültig ist, könnte eine Kombination der Geld- und der Fiskalpolitik an die jeweils nationalen Bedingungen angepasst werden.

Diese aufkommensneutralen fiskalischen Maßnahmen mögen nicht ausreichend sein, um einen Abschwung in dem Ausmaß, wie es die USA und Europa nach 2007 erlebten, erfolgreich zu bekämpfen. Aber sie wären eine nützliche Ergänzung zur konventionellen Geldpolitik – in der Eurozone könnten sie die EZB-Politik des Quantitative Easing sinnvoll ergänzen und Nachfrage und Beschäftigung anregen.