

Neyer, Ulrike; Hayo, Bernd; Herr, Hansjörg

**Article — Published Version**

## Neue Geldpolitik der Europäischen Zentralbank?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Neyer, Ulrike; Hayo, Bernd; Herr, Hansjörg (2010) : Neue Geldpolitik der Europäischen Zentralbank?, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 90, Iss. 8, pp. 503-515,  
<https://doi.org/10.1007/s10273-010-1107-4>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/66460>

**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.*

# Neue Geldpolitik der Europäischen Zentralbank?

Im Zuge der Griechenlandkrise hat die EZB zu unkonventionellen Maßnahmen gegriffen: Sie akzeptiert Wertpapiere mit geringem Qualitätsniveau als Sicherheiten und kauft Staatsanleihen. Dies lässt befürchten, dass die EZB Reputation verliert und Moral-Hazard-Probleme entstehen. Die Liquiditätssteuerung während der Krise war eine große Herausforderung für die Zentralbanken, die möglicherweise die Bedeutung der externen Kommunikation unterschätzen. Der liberalisierte Ordnungsrahmen für die Finanzmärkte hat es ihnen allerdings schwerer gemacht hat, eine wirksame Geldpolitik zu betreiben.

Ulrike Neyer

## Unkonventionelle Maßnahmen der EZB im Zuge der Finanzkrise – eine kritische Würdigung

Die seit dem Sommer 2007 andauernde globale Finanzkrise hat die EZB vor ganz neue Herausforderungen gestellt. Diese ließen sie im Rahmen ihrer Liquiditätssteuerung zu einer Reihe unkonventioneller Maßnahmen greifen. So hat sie u.a. den Banken Liquidität in einem bis dahin nicht gekannten Ausmaß zur Verfügung gestellt, im Zuge der Griechenlandkrise Wertpapiere als Sicherheit akzeptiert, die von Ratingagenturen auf „Ramschniveau“ herabgestuft wurden, und damit begonnen, Staatsanleihen zu kaufen. Da die massive Liquiditätsausweitung eine der bedeutendsten Maßnahmen war und insbesondere die zuletzt ergriffenen Maßnahmen stark kontrovers diskutiert wurden, will dieser Beitrag diese Handlungen einer kritischen Würdigung unterziehen. Zunächst wird jedoch die Liquiditätssteuerung der EZB kurz beschrieben.

### Die Liquiditätssteuerung der EZB

Der Artikel 127 im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union gibt dem Eurosystem<sup>1</sup> ein eindeutiges Mandat: Vorrangiges Ziel der Geldpolitik ist die Gewährleistung von Preisniveaustabilität im Euroraum. Ansatzpunkt für die Geldpolitik ist der Interbankenmarkt für Tagesgeld. Die Zentralbank beeinflusst die Bedingungen an diesem Markt und steuert somit die kurzfristigen Zinsen. Über den geldpolitischen Transmissionsmechanismus wirken sich die durch die Geldpolitik ausgelösten Änderungen der kurzfristigen Zinsen auf das Preisniveau und – zumindest kurzfristig – auf die gesamtwirtschaftliche Produktion und die Beschäftigung aus: Über die Steuerung der kurzfristigen Zinsen will die Zentralbank die

Kreditvergabe der Banken beeinflussen, deren Höhe wiederum einen Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit auf das Preisniveau und gegebenenfalls auf Produktion und Beschäftigung hat. Zur Steuerung der kurzfristigen Zinsen schätzt die EZB den Liquiditätsbedarf des Bankensektors im Euroraum und stellt dann die entsprechende Liquidität, das Zentralbankgeld, zur Verfügung.<sup>2</sup>

Zentralbankgeld umfasst die Sichteinlagen, die auf den Konten bei der Zentralbank unterhalten werden, und Bargeld. Zentralbankgeld kann nur von der Zentralbank produziert werden (Monopol). Der Bedarf des Bankensektors an Zentralbankgeld resultiert im Wesentlichen aus zwei Faktoren. Zum einen sind die Banken im Euroraum verpflichtet, ein bestimmtes Guthaben auf ihren Konten beim Eurosystem zu unterhalten, die Mindestreserve. Zum anderen verursachen sogenannte autonome Faktoren, zu denen z.B. der Banknotenumlauf gehört, einen Bedarf des Bankensektors an Zentralbankgeld. Die EZB deckt diesen Bedarf an Zentralbankgeld, indem sie den Banken diese Liquidität in Form von zu besichernden Krediten zur Verfügung stellt, die in der Regel mindestens eine Laufzeit von einer Woche haben. Insbesondere aufgrund des Zahlungsverkehrs, der im Euroraum zum größten Teil über die Konten der Banken beim Eurosystem abgewickelt wird, unterliegen die Zentralbankgeldbestände der einzelnen Banken jedoch täglichen Schwankungen. Diese werden über den Interbankenmarkt für Tagesgeld ausgeglichen. Hat eine Bank z.B. einen Tag mehr Zentralbankgeld als sie zur Erfüllung ihrer Mindestreserveverpflichtung und für mögliche Bargeldabhebungen ihrer Kunden benötigt, stellt sie diese überschüssige Liquidität einer anderen

<sup>1</sup> Als Eurosystem bezeichnet man die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken der Länder, die den Euro eingeführt haben. Verantwortlich für die Geldpolitik im Euro-Währungsraum ist das Eurosystem. Vereinfachend werden jedoch nachfolgend die Begriffe Eurosystem und EZB synonym verwendet.

<sup>2</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: Die Liquiditätssteuerung der EZB, in: EZB Monatsbericht, Mai 2002, S. 45-58.

Bank zunächst für einen Tag als Kredit zur Verfügung. Der Interbankenmarkt dient also dazu, von der Zentralbank bereitgestelltes Zentralbankgeld innerhalb des Geschäftsbankensektors zu reallozieren.

Die Finanzkrise hat die Liquiditätssteuerung der EZB vor ganz neue Herausforderungen gestellt. Die mit der Krise einhergehenden Verluste der Banken und die Unsicherheit darüber, welche Bank in welchem Ausmaß betroffen ist, haben zu starken Verwerfungen am Interbankenmarkt geführt. Banken waren nicht mehr bereit, überschüssige Liquidität am Interbankenmarkt anzulegen, da ihnen das Kreditrisiko zu hoch erschien, ferner hielten sie eine Art Vorsichtskasse und horteten Liquidität. Somit funktionierte der Liquiditätsausgleich über den Interbankenmarkt nicht mehr. Dies rief Befürchtungen hervor, dass aus Liquiditätsproblemen Insolvenzprobleme werden könnten, die letztlich in einer Systemkrise münden könnten, indem z.B. der Zahlungsverkehr nicht mehr funktioniert und die Banken kaum noch in der Lage sind, Kredite zu vergeben (Kreditklemme). Letzteres würde implizieren, dass auch der Transmissionsmechanismus geldpolitischer Impulse nicht mehr funktionieren würde. Die EZB hat deshalb zu einer Reihe unkonventioneller Maßnahmen gegriffen.<sup>3</sup>

### Massive Liquiditätsbereitstellung

Eine entscheidende Maßnahme war, dass die EZB dem Bankensektor massiv Liquidität zur Verfügung gestellt hat. So hat sie u.a. den Banken unbegrenzt Kredite zu einem festen Zins zur Verfügung gestellt und Anforderungen an die zu hinterlegenden Sicherheiten reduziert. Die massive Liquiditätsbereitstellung durch die EZB ist grundsätzlich positiv zu beurteilen. Eine schwere Beeinträchtigung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems (z.B. Beeinträchtigungen im Zahlungsverkehr, Kreditklemme) konnte verhindert und die Märkte beruhigt werden. Derzeit geht von dieser zusätzlichen Liquidität im Bankensektor keine Inflationsgefahr aus, da die hohe Liquidität keine steigende Kreditvergabe des Bankensektors impliziert. Letzteres könnte durch eine damit verbundene steigende gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu einer Inflation führen. Die Banken nutzen die hohe Liquidität jedoch nicht, um ihre Kreditvergabe auszuweiten, sondern die Banken benötigen diese Liquidität, da krisenbedingt u.a. der Liquiditätsausgleich über den Interbankenmarkt nicht richtig funktioniert.

Mit der massiven Liquiditätsbereitstellung sind jedoch auch Kosten verbunden. Zum einen erhöht sich für die

3 Für eine Beschreibung einzelner Maßnahmen vgl. Europäische Zentralbank: Die Umsetzung der Geldpolitik seit August 2007, in: EZB Monatsbericht, Juli 2009, S. 85-100.

Zentralbank das Kreditrisiko, da sie Sicherheiten minderer Qualität akzeptiert. Weiterhin sind langfristig negative Auswirkungen auf die Funktionsfähigkeit der Märkte möglich.<sup>4</sup> So könnte ein Moral-Hazard-Problem in Bezug auf das Liquiditätsmanagement der Banken auftreten. Warum soll sich eine Bank um ein gutes Liquiditätsmanagement bemühen, wenn sie weiß, dass sie sowieso (zu günstigen Konditionen) Liquidität von der Zentralbank bekommt? Dieses Verhalten würde die effiziente Allokation von Liquidität über den Markt beeinträchtigen. Gegenüber dem Nutzen aus der massiven Zurverfügungstellung von Liquidität (Verhinderung einer Systemkrise) sind diese Kosten zu rechtfertigen. Sie beinhalten jedoch auch, dass die Zentralbank die unkonventionellen Maßnahmen nur so lange wie nötig durchführen sollte, d.h. solange die Gefahr einer Systemkrise gegeben ist.

Da sich die Situation auf den Finanzmärkten bis Ende 2009 verbessert hatte, startete die EZB folgerichtig mit der Rückführung der unkonventionellen Maßnahmen. Mit der sich abzeichnenden Zuspitzung der Finanzprobleme Griechenlands und den befürchteten negativen Auswirkungen auf das Finanzsystem setzte die EZB die Rückführung der unkonventionellen Maßnahmen jedoch aus. Sie erweiterte diese sogar noch, indem sie ankündigte, griechische Staatsanleihen unabhängig von ihrem Rating als Sicherheit zu akzeptieren<sup>5</sup> und Staatsanleihen zu kaufen<sup>6</sup>. Es waren insbesondere diese beiden Maßnahmen, die in der Presse und unter Ökonomen sehr kontrovers diskutiert wurden, und auf die im Folgenden näher eingegangen wird.

### Akzeptanz griechischer Staatsanleihen als Sicherheit

Um das Eurosystem gegen Verluste aus geldpolitischen Transaktionen abzusichern, sind alle Kredite, die das Eurosystem gewährt, mit Sicherheiten zu unterlegen. Diese müssen bestimmte von der EZB definierte Voraussetzungen erfüllen.<sup>7</sup> Diese Regel wurde durch die Aussetzung der Ratinganforderungen an griechische Staatsanleihen verletzt. Diese Regelverletzung führte zu einem Reputationsverlust der EZB. Zum einen wurde ihre Glaubwürdigkeit in Frage gestellt. Zum anderen wurde ihre Unabhängigkeit angezweifelt, da befürchtet wurde, dass die EZB

4 Vgl. C. Borio, P. Disyatat: Unconventional monetary policies: an appraisal, in: Bank for International Settlements, BIS Working Papers, Nr. 292, November 2009, Kapitel III.

5 EZB-Pressemitteilung vom 3. Mai 2010.

6 EZB-Pressemitteilung vom 10. Mai 2010.

7 Vgl. Europäische Zentralbank: Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, November 2008.

die Entscheidung auf politischen Druck hin gefällt habe.<sup>8</sup> Weiterhin ist mit der Akzeptanz griechischer Staatsanleihen als Sicherheit das Kreditrisiko für die EZB gestiegen. Warum werden diese Kosten (Reputationsverlust, gestiegenes Kreditrisiko) von der EZB in Kauf genommen?

EZB-Präsident Trichet argumentiert, dass die Entscheidung der EZB, griechische Staatsanleihen unabhängig von ihrem Rating als Sicherheit zu akzeptieren, konsistent sei: Die EZB habe als unabhängige Institution an den Verhandlungen zum Rettungspaket für Griechenland teilgenommen, sie habe das Ergebnis gutgeheißen, also als einen gangbaren Weg zur Lösung der Fiskalprobleme Griechenlands gesehen. Folglich wäre es inkonsequent, griechische Staatsanleihen nicht mehr als Sicherheit zu akzeptieren.<sup>9</sup> Gemäß dieser Argumentation wäre also gerade die Nichtakzeptanz griechischer Staatsanleihen mit einem Glaubwürdigkeitsproblem für die EZB verbunden. Ein weiteres Argument für die Akzeptanz der Anleihen ist, dass insbesondere griechische Banken griechische Staatsanleihen halten und als Sicherheit für die Kreditaufnahme bei der EZB nutzen. Würde ihnen diese Möglichkeit genommen, hätten sie kaum Chancen, Zentralbankgeld zu bekommen, das sie jedoch benötigen, um ihren Bankgeschäften nachzukommen, beispielsweise um Überweisungen ihrer Kunden auszuführen oder um Bargeldauszahlungen zu tätigen. Könnten sie also nicht ausreichend Zentralbankgeld bekommen, würde das griechische Bankensystem zusammenbrechen, verbunden mit der Gefahr, dass die Krise auf andere Länder überspringt.

Vor diesem Hintergrund war die Entscheidung der EZB, die Ratinganforderungen an griechische Staatsanleihen auszusetzen, richtig. Der Nutzen dieser Maßnahme (Verhinderung eines möglichen Zusammenbruchs des griechischen Bankensektors) ist größer einzuschätzen als die Kosten. Letztere müssen dann akzeptiert werden, wobei diese minimiert werden sollten. Möglicherweise hätten die Reputationsverluste geringer ausfallen können, wenn die EZB ausführlicher kommuniziert hätte, warum sie diese Maßnahme ergriffen hat, worin der Nutzen dieser Maßnahme liegt.

### Kauf von Staatsanleihen

Auch die wenige Tage später getroffene Entscheidung der EZB, Staatsanleihen zu kaufen, war mit signifikanten Kosten verbunden. Ihre Glaubwürdigkeit wurde erneut in Frage gestellt (es war von Tabubruch und Regelverstößen die

Rede), ihre Unabhängigkeit wurde angezweifelt, in den Zeitungen war zu lesen, sie sei vor der Politik eingeknickt. Zwar ist zu hinterfragen, ob dies wirklich so war, denn: Ging der Druck wirklich von einzelnen Regierungsmitgliedern aus oder übte Trichet Druck auf die Regierungsmitglieder aus, ein Euro-Rettungspaket auf den Weg zu bringen? Ist wirklich davon auszugehen, dass ein aus 22 Mitgliedern bestehendes Gremium aus 16 unterschiedlichen Ländern, nämlich der Zentralbankrat, der diese Entscheidung getroffen hat, sich in der Mehrheit von einzelnen Politikern einschüchtern lässt? Doch unabhängig davon, ob die EZB tatsächlich eingeknickt ist oder nicht, ihre Unabhängigkeit wird angezweifelt. Die Entscheidung, Staatsanleihen zu kaufen, ging demnach mit einem immensen Reputationsverlust der EZB einher. Warum hat sich die EZB diesem Reputationsverlust ausgesetzt?

Die EZB argumentiert, dass sich am 6. und 7. Mai 2010 die Lage auf den Finanzmärkten derartig zuspitzte, dass gehandelt werden musste, damit der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik weiterhin funktioniere.<sup>10</sup> Die Banken im Euroraum halten und hielten in nennenswertem Umfang Staatsanleihen bestimmter europäischer Länder in ihren Portefeuilles, deren Kurse stark gesunken waren. Folglich kam es bei diesen Banken zu entsprechenden Vermögensverlusten, verbunden mit einem Rückgang ihrer Eigenkapitalquoten. Dies reduziert die Fähigkeit der Banken, Kredite zu vergeben, was den geldpolitischen Transmissionsprozess behindert. Weiterhin können diese Vermögensverluste aber nicht nur die Kreditvergabe behindern, sondern bewirken, dass Banken in Bedrängnis geraten oder sogar kurz vor dem Zusammenbruch stehen. Dies könnte sogenannte Notverkäufe dieser Vermögenswerte implizieren, die dann zu weiteren Kursenkungen beitragen und das Problem weiter verschärfen. Es kann schließlich sogar dazu kommen, dass es zu Übertreibungen kommt, dass eine negative Blase entsteht, d.h. dass die Kurse von ihrem sogenannten Fundamentalwert, also von ihrem „wahren“ Wert, immer weiter nach unten abweichen.<sup>11</sup> Durch den Kauf der Anleihen durch die Zentralbank können die Kurse möglicherweise stabilisiert und die negative Entwicklung somit gestoppt werden. Wobei grundsätzlich nicht nur durch den eigentlichen Kauf die Preise stabilisiert werden können, sondern schon durch die Ankündigung der Zentralbank, dass sie die Anleihen kaufen wird (Signalwirkung).<sup>12</sup>

8 Vgl. z.B. W. Gerke: Interview im Deutschlandfunk am 4. Mai 2010, Sendung: Das war der Tag, abrufbar unter: [www.dradio.de](http://www.dradio.de).

9 Vgl. J.-C. Trichet: Pressekonferenz am 6. Mai 2010 in Lissabon, abrufbar unter: [www.ecb.de](http://www.ecb.de).

10 Vgl. J.-C. Trichet: Pressekonferenz am 10. Juni 2010 in Frankfurt, abrufbar unter: [www.ecb.de](http://www.ecb.de). J. M. González-Páramo: The European Central Bank and the policy of enhanced credit support, Rede am 18. Juni 2010 an der University of Málaga, abrufbar unter: [www.ecb.de](http://www.ecb.de).

11 Für eine entsprechende theoretische Analyse vgl. F. Allen, D. Gale: *Understanding Financial Crisis*, Oxford 2007, Kapitel 9.

12 Vgl. C. Borio, P. Disyatat, a.a.O.; J.-C. Trichet: Anhörung beim Economic and Monetary Affairs Committee of the European Parliament am 21. Juni 2010 in Brüssel, abrufbar unter: [www.ecb.de](http://www.ecb.de).

Der Nutzen aus dem Kauf der Staatsanleihen durch die EZB besteht also darin, die Gefahr der Nichtfunktionsfähigkeit des Transmissionsmechanismus zu bannen und die Stabilität des ohnehin fragilen Bankensektors nicht weiter zu gefährden. Ansatzpunkt dieser Maßnahme bilden die Bankbilanzen. Zu beachten ist, dass hierin ein Unterschied zu den von der US-amerikanischen und der britischen Notenbank vorgenommenen Käufen von amerikanischen bzw. britischen Staatsanleihen besteht. Diese Käufe hatten zum Ziel, einen direkten Einfluss auf das langfristige Zinsniveau zu nehmen, da Zinssätze auf kreditrisikofreie (!) Staatsanleihen häufig als Referenzzinssatz für entsprechende Verschuldungen im privaten Sektor genommen werden.<sup>13</sup>

Dem beschriebenen Nutzen des Kaufs von Staatsanleihen durch die EZB stehen jedoch Kosten gegenüber. Zum einen der schon beschriebene Reputationsverlust der EZB. Weiterhin können mögliche Moral-Hazard-Probleme in Bezug auf die zukünftige Fiskalpolitik der Euroländer hervorgerufen werden. Hier muss die Maßnahme der EZB im Zusammenhang mit dem ebenfalls an dem Wochenende (7./8. Mai 2010) beschlossenen Euro-Rettungsschirm der EU gesehen werden. Wieso soll ein Land eine solide Haushaltspolitik betreiben, wenn es davon ausgehen kann, gerettet zu werden? Auch kommt es zur Verletzung gleicher Wettbewerbsbedingungen für Banken. Es wird den Banken ein Vorteil verschafft, die in der Vergangenheit die riskanten Anleihen gekauft haben und die entsprechend höheren Renditen erzielen konnten. Ferner besteht die Gefahr, dass die EZB als eine Art Bad Bank fungiert, indem die Banken risikobehaftete Vermögenswerte an die Zentralbank verkaufen können, sodass Eigenkapital für neue Kredite freigesetzt wird. Dies wird auch als Vorteil des Aufkaufs risikobehafteter Vermögenswerte durch die Zentralbank gesehen.<sup>14</sup> Dies kann jedoch nicht das Ziel der EZB sein, es ist nicht ihre Aufgabe, notleidende Banken zu rekapitalisieren. Weiterhin ist zu bedenken, dass die Zentralbank Kreditrisiken eingeht, wenn sie die Staatspapiere kauft, denn eine in der Zukunft möglicherweise doch nötige Umschuldung Griechenlands kann nicht ausgeschlossen werden.

Diese Kosten sind gegen den Nutzen abzuwägen. Auch bei dieser Maßnahme gilt, dass, wenn die EZB die Gefahr einer Systemkrise hoch einschätzte, und davon ausging, diese durch den Kauf von Staatsanleihen bannen zu können, war die Entscheidung richtig. Dann sind die (hohen) Kosten zu akzeptieren, sollten jedoch minimiert werden. So hätte der Reputationsverlust der EZB möglicherweise geringer ausfallen können, wenn sie diese Maßnahme in der Öffentlichkeit einheitlich kommuniziert hätte, also mit

einer Stimme gesprochen hätte, auch wenn das Abstimmungsergebnis im Zentralbankrat nicht einstimmig erfolgt ist. So hätten sowohl Befürworter als auch Kritiker dieser Entscheidung erklären können, dass diese Entscheidung mit erheblichen Kosten verbunden sei, aber dass das systemische Risiko von der Mehrheit der Mitglieder im Zentralbankrat als so hoch eingeschätzt wurde, dass die Kosten zu akzeptieren seien. Auch hätte der Reputationsverlust geringer sein können, wenn detaillierter erläutert worden wäre, warum diese Maßnahme ergriffen wurde, wenn also nicht nur einfach auf einen nicht funktionierenden Transmissionsmechanismus verwiesen worden wäre. Ein geringerer Reputationsverlust wäre auch zu verzeichnen gewesen, wenn von vornherein klar und transparent kommuniziert worden wäre, in welchem Umfang und von welchen Ländern Staatsanleihen gekauft würden. Insgesamt ist also die Kommunikation der EZB über diese Maßnahme zu kritisieren. Sie hätte detailliert, klar, transparent und mit einer Stimme die Maßnahme erläutern sollen. Das hätte mehr Vertrauen geschaffen, die Entscheidung hätte besser nachvollzogen werden können, die Zentralbank hätte nicht so stark an Glaubwürdigkeit verloren, ihre Unabhängigkeit wäre nicht in Frage gestellt worden.

Bezüglich des Moral-Hazard-Problems ist entscheidend, dass es zukünftig Mechanismen gibt, die diesem Verhalten der Banken möglichst einen Riegel vorschieben, indem sie die öffentliche Verschuldung in den Euroländern wirksam begrenzen. Hierzu muss der institutionelle Rahmen geändert werden, entscheidend wären schärfere politische Schuldenschränken und ein Insolvenzverfahren für Staaten.<sup>15</sup>

Abschließend sei kurz auf das im Zusammenhang mit dem Kauf der Staatsanleihen durch die EZB auch diskutierte Problem der Monetisierung der Staatsschulden eingegangen. Um dies zu verhindern, ist der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln der Mitgliedsländer durch das Eurosystem verboten (Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union, Artikel 123). Hintergrund dieses Verbots ist, dass in der Geschichte Hyperinflationen grundsätzlich auf die Finanzierung des Staatshaushalts über Geldmengenerhöhungen („dem Drucken von Geld“) zurückzuführen waren. Steigende Staatsausgaben wurden durch eine steigende Geldmenge finanziert. Hierzu ist anzumerken, dass die EZB die Anleihen nicht unmittelbar, sondern auf dem Sekundärmarkt erwirbt, sie verstößt also nicht gegen bestehende Vorschriften. Weiterhin will die EZB durch diese Maßnahmen, wie sie immer wieder

<sup>13</sup> Vgl. C. Borio, P. Disyatat, a.a.O., S. 11 und S. 15.

<sup>14</sup> Vgl. ebenda.

<sup>15</sup> Siehe hierzu die Vorschläge in C. Fuest, M. Hellwig, H.-W. Sinn, W. Franz: Appell an die Bundesregierung. Zehn Regeln zur Rettung des Euro, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, FAZ.NET vom 17. Juni 2010, abrufbar unter [www.faz.net](http://www.faz.net)

betont, keine Geldpolitik betreiben, also über diese Maßnahmen keine zusätzliche Liquidität zur Verfügung stellen. Deshalb führt sie entsprechende Sterilisierungsmaßnahmen durch, mit denen sie dem Bankensektor diese Liquidität wieder entzieht. Inflationsgefahren dürften derzeit von dieser Maßnahme nicht ausgehen.<sup>16</sup> Unklar ist, ob durch diese Maßnahme möglicherweise in der Zukunft die Gefahr besteht, dass die EZB eher dazu geneigt sein wird, eine inflationäre Geldpolitik zu betreiben.

### Fazit

Die Finanzkrise hat die EZB vor ganz neue Herausforderungen gestellt. Diese implizierten, dass die EZB

<sup>16</sup> Vgl. hierzu auch die Diskussion von C. Borio, P. Disyatat, a.a.O., S. 21.

zu unkonventionellen Maßnahmen gegriffen hat. Diese sind grundsätzlich positiv zu bewerten. Sie dienen dazu, die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems und damit auch des geldpolitischen Transmissionsmechanismus aufrechtzuerhalten. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass diese Maßnahmen mit (teilweise hohen) Kosten verbunden sind. Wird die Notwendigkeit dieser Maßnahmen darin gesehen, die akute Gefahr des Zusammenbruchs des Finanzsystems zu bannen, sind die Kosten zu akzeptieren, sie sind jedoch möglichst gering zu halten. Deshalb sollte mit der Rückführung dieser Maßnahmen so früh wie möglich begonnen und der institutionelle Rahmen geändert werden. Zu bedenken ist auch, dass die Kosten bei einer besseren Kommunikation seitens der EZB möglicherweise geringer ausgefallen wären.

Bernd Hayo

## Zentralbankkommunikation, geldpolitische Strategie und Geldpolitik in der Finanzkrise

Die geldpolitische Strategie stellt dar, wie die Geldpolitik auf bestimmte volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen reagieren soll. Es ist denkbar, dass eine Zentralbank zwei geldpolitische Strategien aufweist: eine interne und eine externe Strategie. Die interne Strategie unterstützt die Entscheidungsträger in der Zentralbank bei der Formulierung der Geldpolitik. Die externe Strategie stellt hingegen darauf ab, der Öffentlichkeit geldpolitische Entscheidungen zu erklären und darüber hinaus die Vorhersage zukünftiger geldpolitischer Entscheidungen zu erleichtern. Im Idealfall sind interne und externe Strategie gleich, denn dann gibt es eine direkte Korrespondenz zwischen internen und externen Argumentationen, um Zinsentscheidungen zu rechtfertigen. Als ein Beispiel für solch eine konsistente Strategie könnte das von Milton Friedman vorgeschlagene Geldmengenziel in Verbindung mit einem spezifischen Geldmengenaggregat als Indikator angesehen werden. Intern muss die Geldpolitik nur darauf achten, dass die Geldmengenwachstumsrate nicht vom verkündeten Ziel (Punkt oder Korridor) nach oben oder unten abweicht. Im Falle einer Abweichung muss mit entsprechenden Zinsänderungen reagiert werden. Nach außen werden die Zinsänderungen dann direkt durch die Zielabweichungen erklärt.

Ein grundsätzliches Problem liegt allerdings dann vor, wenn die internen Entscheidungsprozesse komplexer

Natur sind, diese aber gegenüber einer Öffentlichkeit vertreten werden müssen, die nicht über ein entsprechendes Fachwissen verfügt. Eine Alternative wäre dann, die komplexen internen Entscheidungsstrukturen im Kontext einer einfacheren externen Regel zu interpretieren und dann in dieser Form der Öffentlichkeit zu kommunizieren. Die Inflationssteuerung (inflation targeting) der Bank of England kann in diesem Sinne interpretiert werden. Der Inflationsprognose liegen sehr viele unterschiedliche Modelle und Methoden zugrunde, die unter verschiedensten Szenarien simuliert und bewertet werden. Diese Informationen werden dann in einer schwer nachvollziehbaren Art und Weise zusammengebracht und gewichtet. Nach außen publiziert wird das Ergebnis dieses Prozesses insbesondere mit Hilfe eines „Fächerdiagramms“ (fan chart), das diese Information in übersichtlicher Art und Weise als gewichteten Durchschnitt der nach außen intransparenten Prognosen darstellt. Dieses Ergebnis wird dann von der Geldpolitik konsequent in dem vorgegebenen Rahmen diskutiert.

Angesichts der gerade aufgezeigten fruchtbaren Möglichkeiten des Einsatzes einer geldpolitischen Strategie erscheint es überraschend, dass die beiden wichtigsten Zentralbanken der Welt, die U.S. Federal Reserve (Fed) und die Europäische Zentralbank (EZB) keinen Gebrauch von einer externen Strategie machen. Die Fed hat keine

explizite externe Strategie formuliert. Zwar hat die EZB eine solche Strategie in Form ihres Zwei-Säulen-Konzeptes schon früh nach ihrer Gründung vorgestellt, aber trotz einer Klarstellung hilft diese leider nicht dabei, geldpolitische Entscheidungen in diesem Rahmen zu verstehen, oder sogar vorherzusagen, was der EZB-Rat bei seiner nächsten Sitzung tun wird.<sup>1</sup>

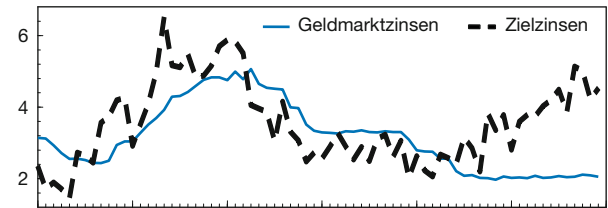
Aber wo liegt das Problem einer fehlenden externen geldpolitischen Strategie, denn weder die EZB noch die Fed überraschen normalerweise die Märkte? Die Antwort liegt darin, dass geldpolitische Kommunikation zunehmend zum Steuern der Erwartungsbildung eingesetzt wird. Hier hat in den letzten 20 Jahren ein starker Wandel eingesetzt. Früher waren Zentralbanken der Hort von Geheimnissen und nur wenige Informationen gelangten an die Öffentlichkeit. Entscheidungen wurden einfach bekanntgegeben und selten ausführlich erläutert, abweichende Meinungen von geldpolitischen Entscheidungsträgern offiziell nie kommuniziert. Heute sind die Zentralbanken im Durchschnitt wesentlich transparenter. Es wird deutlicher, welche Informationen in Entscheidungen eingehen, welche Ziele angestrebt werden und mit welchen Instrumenten diese erreicht werden sollen. Manche Notenbanken veröffentlichen sogar die Gesprächsprotokolle der Sitzungen oder erlauben die Publikation von Minderheitsmeinungen.

Zwei zentrale Ziele dieser Öffnung sind: Erstens wächst mit dem Anstieg der Unabhängigkeit von Zentralbanken das Legitimationsproblem der geldpolitischen Entscheidungsträger, denn diese werden typischerweise nicht demokratisch gewählt. Geldpolitische Transparenz stellt den Versuch dar, die Verantwortlichkeit der Zentralbank für die Entwicklung wichtiger makroökonomischer Größen, insbesondere der Preisstabilität, explizit anzuerkennen und diese durch eine entsprechende Rechenschaftspflicht zu legitimieren.

Zweitens versuchen Zentralbanken durch eine transparente geldpolitische Diskussion, die Erwartungen der privaten Wirtschaftsakteure zu steuern. Wenn es gelingt, insbesondere den Finanzmärkten den wahrscheinlichen Verlauf der kurzfristigen Zinsen in einem kontinuierlichen Prozess zu kommunizieren, dann werden die nötigen Kurskorrekturen zum Zeitpunkt der tatsächlichen Entscheidung relativ begrenzt sein. Dies stabilisiert die Finanzmärkte und dadurch auch die reale Volkswirtschaft. Wenn, gewollt oder ungewollt, die Transparenz nicht durch eine geldpolitische Strategie erreicht wird, dann

1 B. Hayo: Die Rolle der Geldmenge in der Geldpolitik und in der geldpolitischen Strategie, in: Wirtschaftsdienst, 87. Jg. (2007), H. 1, S. 10-14.

Abbildung 1  
EZB-Zinsregel und kurzfristiger Zins im Eurogebiet  
in %



Hinweis: Grundlage bildet folgende Schätzung über den Zeitraum Januar 1999 bis Mai 2003: Zielzinsen = 1,5 (Inflation in einem Jahr) + 0,60 (Kapazitätslücke) + 0,32, vgl. B. Hayo, B. Hofmann: Comparing Monetary Policy Reaction Functions: ECB versus Bundesbank, in: Empirical Economics, Nr. 31 (2006), S. 645-662.

können geldpolitische Entscheidungen direkt durch entsprechende verbale Kommunikation vorbereitet werden.

In der Volkswirtschaftslehre wurde die Reaktion der Finanzmärkte auf die Kommunikation in den letzten Jahren verstärkt diskutiert.<sup>2</sup> Es gibt nun einen breiten empirischen Konsens darüber, dass die Kommunikation zumindest der wichtigen Zentralbanken statistisch signifikante und ökonomisch relevante Effekte auf die Preisentwicklung an nationalen und internationalen Finanzmärkten hat.<sup>3</sup> Darüber hinaus ist allerdings zu fragen, ob in der Kommunikation Informationen stecken, die nicht in vorausschauenden Erwartungen über die Entwicklung wichtiger makroökonomischer Größen bereits enthalten sind. Für die EZB lässt sich nicht eindeutig zeigen, dass auf geldpolitischer Kommunikation beruhende Modelle die Vorhersage von Zinsentscheidungen wesentlich verbessern.<sup>4</sup> Das mag aber auch methodisch bedingt sein, denn für die USA finden Hayo und Neuenkirch<sup>5</sup> eine signifikante Verbesserung der Vorhersagewahrschein-

2 Vgl. den Überblicksartikel von A. Blinder, M. Ehrmann, M. Fratzscher, J. de Haan, D.-J. Jansen: Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence, in: Journal of Economic Literature, Nr. 46 (2008), S. 910-945.

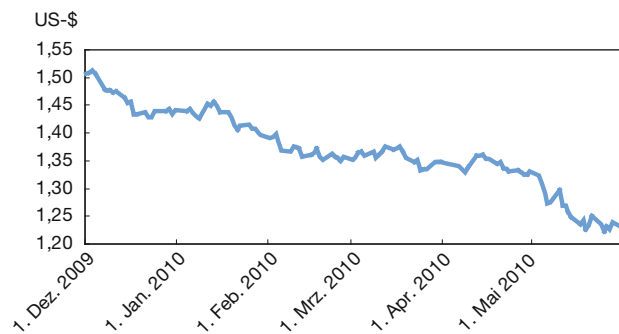
3 M. Ehrmann, M. Fratzscher: Communication by Central Bank Committee Members: Different Strategies, Same Effectiveness?, in: Journal of Money, Credit and Banking, Nr. 39 (2007), S. 509-541; B. Hayo, A. Kutun, M. Neuenkirch: The Impact of U.S. Central Bank Communication on European and Pacific Equity Markets, in: Economics Letters, Nr. 108 (2010), S. 172-174.

4 S. Gerlach: Interest Rates Settings by the ECB, 1999-2007: Words and Deeds, in: International Journal of Central Banking, Nr. 3 (2007), S. 1-46; F. Heinemann, K. Ullrich: Does it Pay to Watch Central Bankers' Lips? The Information Content of ECB Wording, in: Swiss Journal of Economics and Statistics, Nr. 3 (2007), S. 155-185; D.-J. Jansen, J. de Haan: Has ECB Communication Been Helpful in Predicting Interest Rate Decisions? An Evaluation of the Early Years of the Economic and Monetary Union, in: Applied Economics, Nr. 41 (2009), S. 1995-2003.

5 B. Hayo, M. Neuenkirch: Do Federal Reserve Communications Help Predict Federal Funds Target Rate Decisions?, in: Journal of Macroeconomics, im Erscheinen 2010.

Abbildung 2  
Wechselkurs US-Dollar/Euro: aktuell

12/2009 – 5/2010



lichkeit, wenn neben formalen Kommunikationskanälen (Pressemitteilungen im Anschluss an Sitzungen des Zentralbankrats, Aussagen vor dem Kongress, geldpolitische Berichte), auch informelle Kanäle, insbesondere Reden berücksichtigt werden. Für Kanada lässt sich wiederum zeigen, dass auch informelle Kommunikation nur dann deutliche Vorteile bringt, wenn die geldpolitische Strategie unklar entwickelt ist.<sup>6</sup> Damit schließt sich der Kreis: Zentralbanken können entweder eine klare geldpolitische Strategie entwickeln, um dadurch die Erwartungen der privaten Wirtschaftsakteure konsistent zu steuern (z.B. Bank of Canada) oder sie können dies über flexible Formen geldpolitischer Kommunikation tun (z.B. Fed). Die EZB sollte sich daher entscheiden: Entweder eine klare geldpolitische Strategie entwickeln und implementieren oder ihre Kommunikationsbemühungen weiter verstärken.

### Finanzkrise und geldpolitische Ursachen

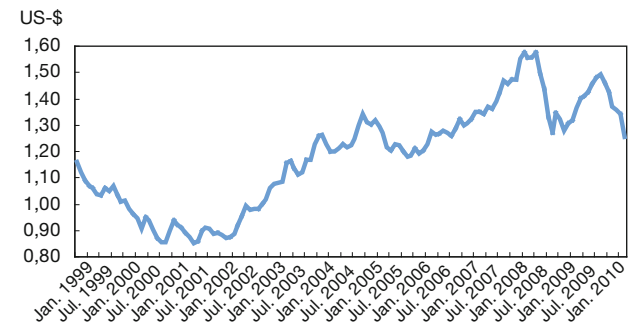
In den USA hat John Taylor die Diskussion angestoßen, inwieweit die Fed dazu beigetragen haben könnte, die Finanzkrise zu verursachen.<sup>7</sup> Er argumentiert, dass die US-Zentralbank ab 2002 eine deutlich expansivere Geldpolitik implementiert hat, als nach einer Zinssatzregel optimal gewesen wäre. Für das Eurogebiet lässt sich eine ähnliche Entwicklung aufzeigen. Abbildung 1 zeigt, dass auch im Eurogebiet die Zinsen nicht der vorher gültigen Zinssatzregel gefolgt sind. Die der Abbildung zugrundeliegende EZB-Zinssatzregel berücksichtigt dabei nicht den Einfluss der USA, und möglicherweise ist die Abweichung der tatsächlichen Zinsen von den Zielzin-

6 B. Hayo, M. Neuenkirch: Canadian Interest Rate Setting: The Information Content of Canadian and U.S. Central Bank Communication, in: Southern Economic Journal, im Erscheinen 2010.

7 J. B. Taylor: Getting Off Track, Stanford 2010.

Abbildung 3  
Wechselkurs US-Dollar/Euro: langfristig

1/1999 – 5/2010



sen darauf zurückzuführen, dass die EZB dem geldpolitischen Kurs der Fed einfach gefolgt ist.<sup>8</sup>

Andere Indikatoren, wie die weltweite Geldmenge, deuten ebenfalls darauf hin, dass die Liquiditätsversorgung ausgesprochen hoch war. Die Zentralbanken wären sicherlich gut beraten, sich in Zukunft nicht durch eine niedrige Inflationsrate zu einer exzessiven Bereitstellung an Liquidität verleiten zu lassen.

### Finanzkrise und Wechselkurs

Neben der Entwicklung der Zinsen ist die Wechselkursentwicklung des Euro in den letzten Monaten stark in den Blickpunkt gerückt. Gerade Politiker, aber auch manche Experten äußerten fast schon panikartige Besorgnis über die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar, insbesondere als Folge der Griechenlandkrise, und vielerorts fiel das Wort von der „Existenzkrise des Euro“. Abbildung 2 bringt diese Entwicklung eindrucksvoll heraus.

Allerdings ist oftmals ein etwas größerer Abstand hilfreich, um die richtige Perspektive zu finden. In Abbildung 3 ist die Entwicklung des Wechselkurses seit Bestehen des Eurogebiets dargestellt.

Zwar ist die Abwärtsbewegung aus Abbildung 2 immer noch sichtbar, nur bleibt die Dramatik aus. Der Euro ist noch weit von seinem Tiefststand entfernt, und selbst wenn er diesen erreichen würde, wäre das nicht notwendigerweise ein Problem. Auffällig ist, dass die Volatilität des Wechselkurses in der Wirtschaftskrise zugenommen hat. Aber das kann nicht wirklich überraschen.

8 A. Belke, T. Polleit: How the ECB and the US Fed Set Interest Rates, in: Applied Economics Nr. 39 (2007), S. 2197-2209.



Es erscheint daher unverständlich, wieso die Wechselkursentwicklung aus dem Blickwinkel einer Endzeitstimmung betrachtet wird. Bis vor Kurzem wurde noch darüber spekuliert, ob die permanente Aufwertung des Euro zu einem Einbruch der Exporte führen wird. Gleichzeitig wurde darin eine Chance gesehen, die dauerhaften Leistungsbilanzdefizite der USA wenigstens etwas zu korrigieren. Die gerade stattfindende Abwertung hilft den exportorientierten europäischen Volkswirtschaften, den Einbruch in der wirtschaftlichen Produktion wieder wett zu machen, auch wenn damit die defizitäre Leistungsbilanz der USA weiterhin ein Problem bleibt und sich ein massives „Twin deficit“ (Leistungsbilanz- und Staatsdefizit) einstellen wird.

### Finanzkrise, Verletzung der „No Bailout“-Klausel und Inflationsgefahren

Zu einer starken Besorgnis hat bei manchen Beobachtern die Entscheidung der EZB geführt, griechische Staatsanleihen aufzukaufen. Um zu illustrieren, woher diese kommt, zeigt die Tabelle eine stark vereinfachte Notenbankbilanz. Wenn die Nettoforderungsposition der Zentralbank gegenüber dem Staat ansteigt, dann ergibt sich eine Verlängerung der Aktivseite und durch das Prinzip der doppelten Buchführung auch der Passivseite. Dort stehen aber insbesondere die Positionen Bargeldumlauf und Mindest- und Überschussreserven, welche zusammen die Geldbasis ausmachen. Erhöht sich die Geldbasis, dann ist als Folge des Geldschöpfungsprozesses zu erwarten, dass die Geldmenge in der Volkswirtschaft ansteigt. Über den in der Quantitätstheorie formulierten Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau lässt sich argumentieren, dass damit die Gefahr zukünftiger Inflation entsteht.

Die EZB weist aber darauf hin, dass sie nach dem Ankauf der Staatspapiere andere Aktiva in gleicher Höhe reduziert, z.B. die Kredite an inländische Geschäftsbanken. Diese Operation nennt man Sterilisierung, und sie führt zu einem reinen „Aktivtausch“, mit der Folge, dass der Ankauf der Staatsschulden keinen direkten Einfluss mehr auf die Höhe der Geldmenge hat. Sollte allerdings dieser Aktivtausch tatsächlich über die Kredite an inländische Geschäftsbanken vorgenommen werden, dann würde die Sicherung der Schuldenfinanzierung Griechenlands die Versorgung des privaten Bankensektors mit Liquidität in entsprechender Höhe reduzieren.

Weiterhin bestehen Probleme, die mit der unsicheren Rückzahlung griechischer Schuldverschreibungen zu tun haben. Die EZB kauft diese Papiere zum Nennwert an, obwohl sie nur noch den Status von „Junk bonds“ (BB+) haben und damit einem erheblichen Verlustrisiko ausge-

### Vereinfachte Zentralbankbilanz

Aktiva	Passiva
Nettoforderungsposition gegenüber dem Ausland	Guthaben inländischer Kreditinstitute (Reserven)
Nettoforderungsposition gegenüber dem Staat	Bargeldumlauf
Kredite an inländische Geschäftsbanken	Saldo sonstiger Passiva und Aktiva

setzt sind. Die von der Ratingagentur Standard and Poors vergebene Bewertung „BB“ ist mit einer durchschnittlichen Ausfallwahrscheinlichkeit von gut 10% über einen Zeitraum von fünf Jahren verbunden. Der Erwartungswert dieser Papiere liegt also deutlich unter ihrem Ankaufswert. Sollte es zum Ausfall kommen, dann bleibt nur ein Ausgleich aus dem Eigenkapital der EZB oder die Ausdehnung des Bargeldumlaufs. Ersteres würde dazu führen, dass die Staaten neues Kapital zuführen müssten, aber die Staatshaushalte sind im Moment schon bis zum Zerreißen gespannt. Die Erhöhung der Geldmenge könnte wiederum Inflation verursachen.

Darüber hinaus kann man dieses Vorgehen der EZB als Prinzipienbruch interpretieren. Gegeben, dass Griechenland wirtschaftlich relativ unbedeutend ist, regt sich die Frage, was passiert, wenn weitere Länder und insbesondere eines der großen EWU-Länder in eine fiskalische Schieflage geraten. Warum, so könnten diese in Finanzierungsprobleme geratenen Länder fragen, sollte die EZB griechische Schuldverschreibungen ankaufen und nicht unsere? So entsteht ein enormes Moral-Hazard-Problem, d.h., es verringert sich der Anreiz für souveräne Schuldner, eine exzessive Verschuldung zu vermeiden. Diese Änderung in der Anreizstruktur macht die Situation erst richtig problematisch, denn es lässt sich argumentieren, dass für große Staaten ein ähnliches Phänomen wie für große Finanzinstitute gilt: „too big to fail“. Wenn schon eine Umschuldung Griechenlands unbedingt vermieden werden soll, aus Angst, dass sich daraus negative Dominoeffekte entwickeln könnten, dann gilt das umso mehr für die großen Schuldnerländer. Auch wenn die direkten Folgen des Ankaufs der griechischen Schuldverschreibungen in ihrem Ausmaß begrenzt sind, ergibt sich aufgrund der geänderten Anreize doch ein erhebliches Gefährdungspotential für die zukünftige Geldwertstabilität im Euroraum.

Nun mag betont werden, dass die EZB die möglicherweise unabhängigste Zentralbank der Welt sei und sich doch in der Volkswirtschaftslehre die Auffassung fest etabliert habe, dass Zentralbankunabhängigkeit ein sicherer Schutz vor hoher Inflation sei. Obige Überlegungen

sollten daher als eine Warnung interpretiert werden, dass der Zusammenhang zwischen rechtlicher Unabhängigkeit und Preisstabilität nicht notwendigerweise halten wird. So weisen Hayo und Hefeker<sup>9</sup> darauf hin, dass dieser Zusammenhang sehr viel komplexer ist und es einen Unterschied zwischen rechtlicher und tatsächlicher Unabhängigkeit der Zentralbank gibt. Hayo<sup>10</sup> argumentiert, dass der kausale Faktor für Inflation nicht die Unabhängigkeit der Zent-

9 B. Hayo, C. Hefeker: The Complex Relationship between Central Bank Independence and Inflation, in: P. L. Siklos, M. T. Bohl, M. E. Wohar (Hrsg.): Challenges in Central Banking: The Current Institutional Environment and Forces Affecting Monetary Policy, Chapter 7, Cambridge 2010.

10 B. Hayo: Inflation Culture, Central Bank Independence and Price Stability, in: European Journal of Political Economy, Nr. 14 (1998), S. 241-263.

Hansjörg Herr

## Fehlende Instrumente der Geldpolitik – die Zentralbank als Getriebene instabiler Finanzmärkte

Zentralbanken sitzen als Marktteilnehmerinnen dank ihrer Funktion im Zentrum des Finanzsystems. Aufgrund der Veränderungen im Finanzsystem hat sich ihr Umfeld in den letzten Jahrzehnten stark gewandelt. Zentralbanken wurden mehr zu Getriebenen der ökonomischen Entwicklung und weniger zu Hirten, die ihre Herde zusammenhalten konnten. Im folgenden Beitrag werden diese Veränderungen beschrieben und verdeutlicht, wie Zentralbanken wieder mächtiger gemacht werden können.

### Zunahme von Instabilitäten

Von der Weltwirtschaftskrise der 1930er Jahre bis in die 1970er Jahre wurden die Finanzmärkte an eine enge Leine gelegt. In den USA schuf der Glass-Steagall-Act eine Mauer zwischen dem System der Geschäftsbanken und dem risikoreicheren Investment-Banking; in Deutschland und anderen kontinentaleuropäischen Ländern sowie in Japan blieb man beim Universalbankensystem, Investment-Banking spielte faktisch keine Rolle. Das Wechselkursystem nach dem Zweiten Weltkrieg war durch institutionell fixierte Wechselkurse und Kapitalverkehrskontrollen gekennzeichnet. Die Immobilienfinanzierung war in dieser Zeit in geradezu allen westlichen Ländern ein spezifisch reguliertes Segment der Finanzmärkte.<sup>1</sup> Die 1950er und 1960er Jahre waren nicht, was heute ein histo-

1 H. Herr, R. Stachuletz: Die Immobilien-Bubble – Makro- und mikro-ökonomische Entstehungsmuster nachhaltiger Instabilitäten und Wege aus der Krise, in: M. Kühnberger, M. Wilke (Hrsg.): Immobilienbewertung: Methoden und Probleme in Rechnungswesen, Besteuerung und Finanzwirtschaft, Stuttgart 2010, S. 365-394.

rialbank ist, sondern der Konsens in der Gesellschaft, dass stabile Preise wichtig sind. Besteht dieser Konsens, dann werden formale Institutionen gegründet, die diese Präferenz in einer entsprechenden Geldpolitik zum Ausdruck bringen. Aus dieser Sichtweise heraus stellt sich die gegenwärtige Situation wie folgt dar: Solange die Europäer Preisstabilität für wichtig erachten, besteht trotz des Auftretens potentiell preistreibender Handlungen, wie dem Ankauf griechischer Staatspapiere, keine wirkliche Inflationsgefahr. Die EZB verfügt über die nötigen Instrumente zur Kontrolle der langfristigen Inflationsrate und wird diese auch entsprechend einsetzen. Sollte dieser Konsens über die Bedeutung der Preisstabilität aber verloren gehen, dann kann auch die formale Unabhängigkeit der Zentralbank nicht länger eine niedrige Inflation sichern.

risch unbedarfter Student der Wirtschaftswissenschaften angesichts eines dergestalt regulierten Finanzsystems vermuten könnte, ein Zeitalter der ökonomischen Stagnation und der ungenügenden Innovationen. Tatsächlich durchlebten in dieser historischen Phase die Bundesrepublik Deutschland und viele andere westliche Länder eine Entwicklung, die üblicherweise als Wirtschaftswunder bezeichnet wurde.

Der Zeitgeist hat sich in den 1970er Jahren gewandelt, und ausgehend von den USA und Großbritannien wurde in den 1980er Jahren in den entwickelten Industrienationen ein Finanzsystem geschaffen, das durch eine weltweite Integration und Deregulierung der nationalen und internationalen Finanzmärkte gekennzeichnet ist.<sup>2</sup> Spätestens seit dem Ausbruch der Subprime-Krise in den USA im Jahre 2007 wurde klar, dass die Deregulierung des Finanzsystems zu fatalen systemischen Instabilitäten des Finanzsystems geführt hat. Es ist keine Übertreibung seit den 1990er Jahren von einer Blasenökonomie zu sprechen. Der Anstieg der Aktienkurse in den 1990er Jahren wich Anfang der 2000er Jahre einer Vermögensmarktdeflation, nur um einer noch viel stärkeren Blase bei Aktien und Immobilien Platz zu machen. Deutschland und Japan gehörten zu den wenigen Ländern, die in dieser Phase keine Immobilienblase durchlebten. Dafür haben

2 Zur Analyse der historischen Entwicklung und zu umfassenden Reformoptionen vgl. S. Dullien, H. Herr, C. Kellermann: Der gute Kapitalismus – und was sich dafür nach der Krise ändern müsste, Bielefeld 2009.

## Durchschnittliche Bruttoverschuldung

Jährliche Durchschnittswerte während des Konjunkturzyklus in % des Bruttoinlandsprodukts

	Konjunkturzyklus	1971-75	1976-82	1983-91	1992-01	2002-09
USA	Öffentliche Haushalte	46,5	44,7	59,5	66,2	64,8
	Unternehmenssektor	75,4	93,2	106,0	109,0	125,2
	Private Haushalte	46,8	49,8	59,0	69,8	94,8
	Konjunkturzyklus	1971-75	1976-81	1982-91 <sup>1</sup>	1992-02	2003-09
Großbritannien	Öffentliche Haushalte	66,7	55,7	45,1	44,4	47,1
	Unternehmenssektor	–	–	199,5	243,9	258,5
	Private Haushalte	–	–	70,0	74,7	103,1
	Konjunkturzyklus	1971-75	1976-82	1983-93 <sup>2</sup>	1994-03	2004-09
Deutschland	Öffentliche Haushalte	19,2	29,8	40,6	58,5	67,5
	Unternehmenssektor	–	–	111,9	149,3	167,1
	Private Haushalte	–	–	55,5	69,0	66,3
	Konjunkturzyklus	1971-74	1975-86	1987-93	1994-99	2000-09
Japan	Öffentliche Haushalte	15,5	50,7	71,5	106,4	173,4
	Unternehmenssektor	168,9	196,0	312,1	282,1	262,4
	Private Haushalte	41,5	55,2	74,9	84,7	81,7

Die Konjunkturzyklen erstrecken sich jeweils vom ersten Jahr des Aufschwungs bis zum letzten Jahr der Krise. Der Unternehmenssektor schließt Finanzinstitute aus, während private Haushalte immer Nichtregierungsorganisationen einschließen. <sup>1</sup> Durchschnittswerte für den Unternehmenssektor und private Haushalte von 1987-91. <sup>2</sup> Durchschnittswerte für den Unternehmenssektor und private Haushalte von 1991-93.

Quellen: Deutsche Bundesbank: Zeitreihen Datenbank 2010; Federal Reserve Board: Flow of Funds Accounts of the United States 2010; UK Office for National Statistics: Economic Accounts 2010; Bank of Japan: Flow of Funds Accounts 2010.

deutsche Finanzinstitute die Immobilienblase in den USA durch den Kauf verbrieftter Kredite freudig mitfinanziert. Japan durchlebte nach Deregulierungen des Finanzsystems eine Immobilien- und Aktienblase in der zweiten Hälfte der 1980er Jahre und geriet in eine Phase geringen Wachstums und Stagnation, die auch nach 20 Jahren noch nicht überwunden werden konnte.

Gemessen in Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) haben sich in den letzten Jahrzehnten die Verschuldungspositionen aller ökonomischen Sektoren in den westlichen Ländern stark erhöht. So hat die Verschuldung des Unternehmenssektors stark zugenommen, sie ist insbesondere in Großbritannien und Japan sehr hoch. Die Bruttoverschuldung der privaten Haushalte stieg vor allem in den USA und Großbritannien eklatant an und ist auch in Japan hoch. In Japan explodierte die Verschuldung der öffentlichen Haushalte nach dem Ende der Immobilien- und Aktienblase Anfang der 1990er Jahre (vgl. Tabelle).

Ökonomen haben die Entwicklung von Vermögensmarktinflationen und den damit verbundenen Aufbau hoher Verschuldungsquoten sowie die sich daraus ergebenden Gefahren für das Finanzsystem und die Gesamtökonomie ausgiebig beschrieben. In diesem Sinne war

die Subprime-Krise für gebildete Ökonomen keine Überraschung.<sup>3</sup> Es drängt sich der Verdacht auf, dass die Deregulierung der Finanzmärkte seit den 1980er Jahren zu einer überzyklischen „Superblase“ geführt hat, welche die Entwicklung in vielen Industrieländern mittelfristig belasten dürfte.<sup>4</sup>

### Ungemütliches Umfeld für Zentralbanken

Für Zentralbanken ist das beschriebene Umfeld äußerst ungemütlich geworden. Sie werden getrieben von Turbulenzen auf den Finanzmärkten und sind oftmals nicht Herr der Lage. Sie sind gezwungen, in ausuferndem Umfang die Funktion als Lender of Last Resort zu übernehmen. Als beispielsweise die Geldmärkte in den USA und dem

<sup>3</sup> Vgl. I. Fisher: The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: *Econometrica*, Vol. 1 (1933), S. 337-257; H. P. Minsky: John Maynard Keynes. Finanzierungsprozesse, Investitionen und Instabilität des Kapitalismus, Marburg [englisch 1975] 1990; C. Kindleberger: Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises, 3. Aufl., New York 1996.

<sup>4</sup> George Soros bringt diesen Gedanken auf den Punkt: „When I studied at the London School of Economics in the 1950s, laissez-faire seemed to have been buried for good. Yet it came back in the 1980s. Under its influence the financial authorities lost control of financial markets and the super-bubble developed.“ G. Soros: *The New Paradigm for Financial Markets. The Credit Crisis of 2008 and What it Means*, London 2008, S. 92.

Euroraum nach dem Ausbruch der Subprime-Krise aufgrund des Misstrauens der Banken untereinander erstmals wieder seit dem 19. Jahrhundert zusammenbrechen, blieb nur die Option, dass Zentralbanken den Geldmarkt durch unbegrenzte Refinanzierung der Banken ersetzen. Selbst von Unternehmen emittierte Wertpapiere wurden von der US-Notenbank (Fed) gekauft, um die Liquiditätsprobleme des Unternehmenssektors zu mildern. Auch der Kauf von Staatspapieren durch die Europäische Zentralbank (EZB) in Rahmen der Staatsschuldenkrise der südeuropäischen Mitglieder der Europäischen Währungsunion (EWU) im Frühjahr 2010 kann als Übernahme der Funktion als Lender of Last Resort interpretiert werden. Denn die Staatsschulden dieser Länder waren nach den Garantien der anderen EWU-Länder sicher. Zudem ist die Zentralbank keine Institution, die ihre Profite maximieren müsste. Die Geldschöpfung der Zentralbanken in ihrer Funktion als Lender of Last Resort, auch in einem umfassenden Sinne, birgt keine großen Probleme in sich. Denn in einer Krisensituation, die einen Lender of Last Resort benötigt, besteht typischerweise keine Inflationsgefahr, da weder eine überschäumende Nachfrage nach Gütern existiert, noch eine lohngetriebene Kosteninflation. Die langfristige Finanzierung von Budgetdefiziten durch Zentralbanken sollte jedoch verhindert werden. Öffentliche Haushalte müssen ihre Ausgaben, abgesehen von bestimmten öffentlichen Investitionen, überzyklisch durch ordentliche Steuereinnahmen finanzieren.

Problematischer ist, dass Zentralbanken durch Finanzmarktkrisen zu längeren Phasen extrem niedriger Zinssätze getrieben werden. Dem damaligen Präsidenten der Fed, Alan Greenspan, wird beispielsweise vorgeworfen, dass er nach dem Zusammenbruch der Internetblase der 1990er Jahre seine Zinssätze zu radikal senkte und vor allem zu lange auf sehr niedrigem Niveau hielt. Die Phase niedriger Zinssätze hat dann, so das Argument, zur nächsten Blase geführt, die dann in die Subprime-Krise mündete. Aber Greenspan war in einem Dilemma. Die US-Konjunktur lief nach dem Platzen der Internetblase nicht besonderes gut und Greenspan hatte sogar Befürchtungen, dass sich eine Gütermarktdeflation ergeben könnte.<sup>5</sup> Er sah offensichtlich zu der Phase niedriger Zinssätze keine Alternative. Das gleiche Argument kann auf die Situation nach dem Ausbruch der Subprime-Krise angewandt werden. Die Fed wie auch die EZB reagierten mit massiven Zinssenkungen und ließen die Zinssätze für lange Zeiträume auf sehr niedrigem Niveau, um die konjunkturelle Entwicklung zu stabilisieren. Dies kann erneut zu einer Blasenentwicklung beitragen.

5 Der Terroranschlag am 11. September 2001 in New York spielte für die konjunkturelle Entwicklung eine untergeordnete Rolle. Die Ökonomie befand sich im Jahre 2001 schon auf einer Talfahrt.

Das größte Problem der Zentralbanken besteht darin, dass sie keinerlei Kontrolle haben, was mit ihren Refinanzierungsmitteln geschieht. So kann eine Kreditexpansion der Geschäftsbanken, die von der Zentralbank alimentiert wird, für die Finanzierung einer Immobilienblase genutzt werden. Geschäftsbanken können zudem von der Zentralbank erhaltene Mittel im Rahmen des Eigenhandels für risikoreiche Spekulationsgeschäfte nutzen oder Nicht-Bank-Finanzintermediäre wie risikoreich agierende Hedgefonds oder Private-Equity-Fonds finanzieren. Eine Zentralbank sieht dann dem Aufbau von Vermögensmarktblasen als Zaungast zu. So litt die EWU seit ihrer Gründung 1999 nie an einer Gütermarktinflation, denn die EWU-Inflationsrate lag nie deutlich über 2%, aber sie litt an Aktienblasen und noch mehr an Immobilienblasen, insbesondere in den südeuropäischen Mitgliedsländern der EWU. Ungezügelter Kreditexpansionen im Rahmen von Immobilien- und Aktienblasen und die Nutzung gewaltiger Kredithebel risikoliebender Finanzmarktakteure entwickelten sich vor den Augen der EZB. Die jährliche Wachstumsrate der Geldmenge M3 lag weit über dem Referenzwert der EZB von 4,5%. Signalisierte dies Anfang der 2000er Jahre die Flucht in Liquidität während einer Krise, so war die Erhöhung von M3 danach durch Kreditexpansion im Rahmen von Finanzmarktaktivitäten getrieben. Wären die Zinssätze zur Reduzierung des M3-Wachstums ab 2003 erhöht worden, hätte sich das sowieso nicht üppige Wachstum in der Eurozone nicht erholt und Deutschland wäre vielleicht in eine Deflation geglitten.<sup>6</sup>

### Fehlende Instrumente der Geldpolitik

Geldpolitik hat unumstritten für das Ziel der Preisniveaustabilität, die als eine niedrige Inflationsrate definiert ist, zu sorgen. Nach der Subprime-Krise wird man nicht darum herkommen, der Geldpolitik zusätzlich die Aufgabe der Verhinderung von kreditfinanzierten Vermögensmarktinflationen aufzubürden. Auch kann eine Zentralbank nicht ruhig bleiben, wenn Kapitalströme den Wert einer Währung abstürzen lassen oder auf solche Höhen treiben, dass Preisniveauschocks die inländische Wirtschaft destabilisieren und/oder gefährliche weltwirtschaftliche Ungleichgewichte entstehen. Auch wird Geldpolitik, zumindest in keynesianischen Ansätzen, die von einer kurz- und langfristigen Nichtneutralität des Geldes ausgehen, eine Verantwortung für Wachstum und

6 Deutschland wurde 2003 neben Japan vom Internationalen Währungsfonds als deflationsgefährdet eingestuft (vgl. IMF: Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an International Task Force, IMF, Washington DC, 2003).

Beschäftigung haben.<sup>7</sup> Mit der Deregulierung der Finanzmärkte wurde der Geldpolitik ein Instrument nach dem anderen aus der Hand geschlagen. Faktisch verfügt sie nur noch über die Steuerung des Refinanzierungssatzes auf dem Geldmarkt.

Schon Jan Tinbergen verdeutlichte, dass es einer gleichen Anzahl von Instrumenten wie Zielen bedarf, um wirtschaftspolitisch effizient agieren zu können.<sup>8</sup> Geldpolitik ist derzeit gnadenlos damit überfordert, nationale und internationale Finanzmärkte zu stabilisieren und der ökonomischen Entwicklung ein stabiles Gerüst zu geben. Es geht dabei nicht um den Glauben, ein Bündel ökonomischer Instrumente könnte auf der Grundlage einer stabilen ökonometrischen Beziehung zwischen Variablen so eingesetzt werden, dass Ziele problemlos erreicht werden könnten. Es soll vielmehr verdeutlicht werden, dass eine Zentralbank in der gegenwärtigen Konstellation keinerlei Chancen hat, auch nur annähernd für eine stabile Entwicklung zu sorgen.

### Antizyklische Eigenkapitalhaltung als geldpolitisches Instrument

Dringend notwendig ist eine antizyklische Eigenkapitalhaltung von Banken, welche die Kreditvergabemöglichkeit bei Vermögensmarktinflationen senkt und bei Vermögensmarktdeflationen erhöht. Das Problem von Basel II und von Fair-Value-Accounting besteht darin, dass beides prozyklisch wirkt. In Phasen von steigenden Vermögenspreisen und dann auch geringen Kreditausfällen signalisieren die auf historischen Daten basierenden Risikomodelle wie Value-At-Risk geringe Risiken und eine geringe Eigenkapitalhinterlegungspflicht der Banken. Bei fallenden Vermögenspreisen brechen Schuldner dagegen typischerweise zusammen und die geforderte Eigenkapitalhaltung schnellst hoch. Fair-Value-Accounting erzwingt die Bewertung von Vermögen zu jeweils aktuellen Marktpreisen. Dadurch schnellst bei Vermögensmarktinflationen möglicherweise ohne operative Gewinne das Eigenkapital nach oben und induziert hohe Gewinnausschüttungen und Bonuszahlungen; bei Vermögensmarktdeflationen wird dagegen Eigenkapital durch Neubewertung zerstört.

Zur Lösung des Problems kann die Eigenkapitalhaltung der Banken an den Anstieg des Werts der Bilanzsumme der jeweiligen Banken gekoppelt werden. Entsprechend dem langfristigen Trend des Wachstums der Bilanzsumme einer Bank kann ein gewisser Anstieg der Bilanzsum-

me ohne Auswirkungen auf die Eigenkapitalhaltung erhalten bleiben. Steigt der Wert der Bilanzsumme schneller als der Trend, dann ergibt sich eine zusätzliche Pflicht zur Eigenkapitalhaltung, die progressiv ausgestattet werden sollte.<sup>9</sup> Bei Vermögensmarktdeflationen würde dann Eigenkapital der Banken frei.

Denkbar ist, den Eigenkapitalverbrauch einer Bank an das Wachstum von Immobilienkrediten, Konsumentenkrediten etc. zu binden, wobei der Zentralbank diskretionäre Spielräume bei der Festlegung der Eigenkapitalhinterlegung bei der jeweiligen Kreditart eingeräumt werden sollten. Wünschenswert ist eine Eigenkapitalhinterlegungspflicht, die generell mit der Größe einer Bank ansteigt, um Großbanken, die zu groß für einen Zusammenbruch sind, bei der Expansion zu bremsen. Bei Immobilienkrediten könnte Banken vorgeschrieben werden, dass ein Käufer einer Immobilie einen spezifischen Anteil des Immobilienpreises aus eigenen Mitteln aufbringen muss. Dieses Instrument könnte regional diskretionär gesteuert werden und würde sich für die EWU mit ihren unterschiedlichen Bedingungen besonders anbieten.

### Ein neuer Ordnungsrahmen

Das Finanzsystem ist ordnungspolitisch so zu reformieren, dass es in ausreichendem Maße die Finanzierung von Investitionen in der Realökonomie übernimmt und gleichzeitig seiner Instabilitätspotentiale beraubt ist. Für diesen Zweck ist eine scharfe Trennung von Investmentbanken, Hedgefonds, Private-Equity-Fonds und anderen Nicht-Bank-Finanzintermediären von Geschäftsbanken die beste Lösung. Geschäftsbanken sollten es untersagt werden, Eigenhandel zu betreiben und Nicht-Bank-Finanzintermediären Kredite zu geben. Letztere wären dann gezwungen, ihre finanziellen Mittel nicht bei Geschäftsbanken, sondern anderen Geldgebern (insbesondere dem Publikum) einzuholen. Risikokapital für Unternehmensgründungen und Innovationen wäre auch bei dieser Regelung ausreichend vorhanden.<sup>10</sup> Immobilienfinanzierung könnte wieder zu einem Spezialsegment der Finanzmärkte werden. Verbriefungen auch von Immobilienkrediten sollten möglich sein, jedoch sollte der Verkäufer einer Forderung einen hohen Anteil der Risiken bei sich behalten (etwa 20%) und die Derivate sollten standardisiert und einfach zu verstehen sein. Für das Finanzsystem bedeuten diese Vorschläge, dass eine Kreditexpansion mit höherer Eigenkapitalhaltung verbunden ist. Das ist kein grundlegendes Problem. Es spricht nichts dagegen,

7 Vgl. M. Heine, H. Herr: Volkswirtschaftslehre. Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie, 3. Auflage, München 2003.

8 J. Tinbergen: Economic Policy: Principles and Designs, Amsterdam 1965.

9 Vgl. C. A. E. Goodhart: The Regulatory Response to the Financial Crisis, Cheltenham 2009, S. 98 ff.

10 Vgl. S. Dullien, H. Herr: Die EU Finanzmarktreform. Stand und Perspektiven im Frühjahr 2010, Friedrich Ebert Stiftung, Internationale Politikanalyse April 2010.

dass Geschäftsbanken durch Neuausgabe von Aktien ihr Eigenkapital erhöhen. Bei Sparkassen müssten die öffentlichen Haushalte für zusätzliches Kapital sorgen, um deren Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten.

In einem dergestalt ordnungspolitisch veränderten Finanzsystem wäre die Wirksamkeit der Geldpolitik wieder hergestellt. Das Geschäftsbankensystem hätte wieder die primäre Aufgabe, den Unternehmenssektor mit Krediten zu versorgen. Geldpolitik könnte dadurch ohne unerwünschte Nebenwirkungen realökonomische Prozesse beeinflussen.

Auf internationaler Ebene haben sich seit den 1980er Jahren Leistungsbilanzungleichgewichte gebildet, die für die weltwirtschaftliche Stabilität gefährlich sind. Die starken Wechselkursbewegungen beispielsweise zwischen Euro (davor D-Mark) und US-Dollar können nicht durch Fundamentalfaktoren wie Unterschiede bei den Inflationsraten, der Produktivitätsentwicklung, den Wachstumsraten etc. erklärt werden, sondern hängen von vielfältigen, unter anderem auch politischen Faktoren ab. Das Weltwährungssystem ist zu einer Schockmaschine geworden, welche die Wettbewerbsfähigkeit und den Wohlstand von Ländern über Nacht verändern und Preisniveauschocks auslösen kann. Es sollte in Erwägung gezogen werden, ob bei bestimmten internationalen Kapitaltransaktionen Restriktionen notwendig sind, um der Zentralbank ein weiteres Instrument der Geldpolitik in die Hand zu geben. Unregulierter internationaler Kapitalverkehr ist kein Wert an sich. Wenn er störend auf wirtschaftliche Entwicklungen einwirkt, sollte er begrenzt werden. Für die weltwirtschaftliche Stabilität notwendig sind stabilere Wechselkurse und ein Mechanismus, der Leistungsbilanzungleichgewichte begrenzt. Die Debatte bei der Schaffung des Systems von Bretton Woods kann auch heute noch als Ausgangspunkt für ein globales Währungs- und Finanzsystem gelten.<sup>11</sup>

Geldpolitik ist die wichtigste Makropolitik zur Stabilisierung ökonomischer Entwicklungen, da sie direkt auf der makroökonomischen Ebene ansetzt, eine starke Wirksamkeit hat und schnell durchgeführt werden kann. Die Macht der Geldpolitik wurde in den letzten Jahrzehnten ungebührlich reduziert, da sie sich in einem Ordnungsrahmen bewegen musste der sie schwach macht. Zentralbanken brauchen neue effiziente Instrumente und es ist wieder ein Ordnungsrahmen zu schaffen, welcher der Geldpolitik die Eingriffsmöglichkeiten zur Stabilisierung der Ökonomie einschließlich der Finanzmärkte erlaubt.

<sup>11</sup> J. M. Keynes: Proposal for an International Clearing Union (1941), in: The Collected Writings of John Maynard Keynes, Volume XXV, Activities 1940-1944, London 1980, S. 42-66; S. Dullien, H. Herr, C. Kellermann, a.a.O.

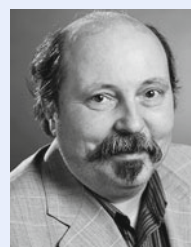
## Die Autoren des Zeitgesprächs



**Prof. Dr. Ulrike Neyer** vertritt das Fachgebiet Volkswirtschaftslehre, Monetäre Ökonomik an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf.



**Prof. Dr. Bernd Hayo** ist Inhaber der Professur für Makroökonomie an der Philipps-Universität Marburg.



**Prof. Dr. Hansjörg Herr** lehrt Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin.