

Geldpolitik in der Krise

Ronald Heinz, Vanessa Redak

Die außergewöhnlich drastische Wirtschafts- und Finanzkrise seit 2007/08 hat unter anderem dazu geführt, dass auch die Notenbanken in den wirtschaftlichen Zentren zu außergewöhnlichen Maßnahmen griffen, die in der bisweilen jungen (EZB) Geschichte der Zentralbanken bislang nicht benutzt wurden und deren Wirkung daher zunächst unbekannt war. Sowohl die US-amerikanische Federal Reserve (FED) wie auch die Europäische Zentralbank (EZB) ergänzten und ersetzten in den letzten Jahren die konventionelle Geldpolitik durch sog. »unkonventionelle Maßnahmen«, deren Einschätzung Gegenstand des vorliegenden Debattenteils ist. Abhängig vom jeweiligen institutionellen Setting, der politischen Stoßrichtung und der Ausgestaltung des Notenbankmandats fallen die geldpolitischen Maßnahmen zum Teil sehr unterschiedlich aus und sind auch wirtschaftspolitisch und -wissenschaftlich umstritten. Klar ist nur, dass es auch in der Geldpolitik »business as usual« für die nächste Zeit nicht geben wird. Selbst für die bislang sehr regelgeleitete Europäische Zentralbank musste eingestanden werden, dass das Ausmaß der Krise ...

»... have made it unavoidable that we take monetary policy measures that are unprecedented in nature, scope and magnitude ... These are special ... actions we have taken to enhance the flow of credit above and beyond what could be achieved through interest rate reductions alone« (Trichet 2009).

Galt es nach Ausbruch der Finanzmarktkrise zunächst Liquiditätsengpässe auf den Finanzmärkten zu beseitigen, so haben sich in weiterer Folge die Wiederherstellung des Vertrauens auf den Geldmärkten sowie die Stabilisierung der Kreditvergabe an Unternehmen als zentrale Probleme herauskristallisiert.

Die Federal Reserve begann zunächst im Rahmen des als »credit easing« bekannt gewordenen Programms, Liquidität für zentrale Institutionen der US-amerikanischen Wirtschaft bereitzustellen. Dazu zählen zunächst die Finanzinstitute selber, denen sie vor allem kurzfristig Liquidität zur Verfügung stellte. Weiters, um über die Zinspolitik hinaus weiteren geldpolitischen Stimulus erzeugen zu können, hat sich die FED zu umfangreichen Käufen (Large-Scale Asset Purchases; LSAP) von Staatsanleihen und Wertpapieren von staatlich unterstützten Unternehmen im Hypothekenbankensektor entschieden. Mit diesen Käufen sollten die Risikoprämien auf dem von der Krise arg gebeutelten US-Hypothekenmarkt sowie auch in anderen wichtigen Kreditmarktsegmenten reduziert werden.

Der sog. »enhanced credit support« der Europäischen Zentralbank (EZB) setzte direkt bei den Finanzinstituten an und sollte deren Liquiditätsversorgung sicherstellen, in der Hoffnung, dass sowohl die Interbanken- wie Kundenkredite im Euroraum nicht vollständig zum Erliegen kommen. Entsprechend wurde insb. die Tendertätigkeit der EZB sowohl in qualitativer wie quantitativer Hinsicht ausgeweitet, bis sie ihren Höhepunkt in den beiden 3-Jahres-Tendern Ende 2011/Anfang 2012 hatte.

So bemerkenswert die Bereitschaft zu unkonventionellen Maßnahmen dies- und jenseits des Atlantiks auch ist – teilweise mussten lang gehegte Grundsätze ad acta

gelegt werden –, so enttäuschend stellen sich die Erfolge der veränderten Notenbankpolitik dar. Weder in den USA noch in Europa ist es gelungen, einen erneuten Wirtschaftszyklus in Gang zu bringen, geschweige denn auch nur halbwegs zufriedenstellende konjunkturelle Entwicklungen einzuleiten. Zwar wird bisweilen von Notenbank-Analysten ins Treffen geführt, ohne die ungewöhnlichen geldpolitischen Interventionen wäre es noch schlimmer gekommen, doch kann hierfür nur schwer ein wissenschaftlicher Beweis erbracht werden und daher scheint es, als verpuffen die geldpolitischen Maßnahmen der letzten Jahre. Es entsteht insb. im Euroraum der Eindruck, dass es der EZB zwar sehr gut gelingt, in »überhitzten« konjunkturellen Phasen durch entsprechende Zinserhöhungen den wirtschaftlichen Aufschwung abzuschwächen, umgekehrt ein Anspringen des Konjunkturmotors durch »lockere Geldpolitik« nicht gelingen mag. Wirkt die Geldpolitik daher asymmetrisch (hohe Zinsen wirken konjunkturdämpfend, Niedrigzinsen verpuffen)? Dagegen spricht die Erfahrung in den USA rund um die Jahrtausendwende, als es der FED gelang, durch entsprechend niedrige Zinsen konjunkturelle Impulse zu setzen.

Sicherlich stellt auch die noch ungelöste europäische Schuldenkrise und deren Rückwirkungen auf das Finanzsystem Notenbanken, allen voran die Europäische Zentralbank (EZB), vor neue Herausforderungen. Zudem ist das institutionelle Setting der Europäischen Union sowie im Euroraum unterentwickelt und zur Lösung der multiplen Krisen (Finanzmarkt-, Wirtschafts- und Schuldenkrise) wären die wirtschaftspolitischen EntscheidungsträgerInnen auf breiterer Basis gefordert und insbesondere fiskalpolitische Maßnahmen und Entscheidungen von eminenter Bedeutung.

Neben diesen entscheidenden wirtschaftspolitischen Fragestellungen stellt sich letztendlich aber doch die Frage, ob die Wirkungslosigkeit der Geldpolitik im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise nicht auch struktureller Natur ist und Zeichen einer tiefen Verwertungskrise der kapitalistischen Ökonomien in den USA und Europa ist.

Literatur

Trichet, Jean-Claude (2009) The ECB's enhanced credit support. Keynote address at the University of Munich, 13. Juli 2009.

Online: <http://www.ecb.int/press/key/date/2009/html/sp090713.en.html>