

Unkonventionelle Geldpolitik in Krisenzeiten

Die US Federal Reserve und die Europäische Zentralbank im Vergleich

Roland Henry

Die Geldpolitik der FED in der Krise: Credit Easing

»The Federal Reserve's approach to supporting credit markets is conceptually distinct from quantitative easing (QE), the policy approach used by the Bank of Japan from 2001 to 2006. Our approach – which could be described as »credit easing« ... involves an expansion of the central banks balance sheet. ... This difference does not reflect any doctrinal disagreement with the Japanese approach, but rather the differences in financial and economic conditions between the two episodes.«

(Bernanke 2009)

FED-Gouverneur Ben Bernanke hat im Jänner 2009 die geldpolitische Antwort der US-Notenbank auf die Finanzkrise unter dem Label »credit easing« (Kreditlockerung) subsumiert und dabei eine Abgrenzung zur »quantitative easing«-Politik der Bank of Japan (BOJ) in den Jahren 2001–2006 vorgenommen. Die explizite Bezugnahme auf Japan mag wenig überraschen, dienten bzw. dienen die geldpolitischen Maßnahmen der BOJ zur Bekämpfung der Deflation in Japan als Art Schablone für die Umsetzung von Geldpolitik in einem herausfordernden wirtschaftlichen Umfeld (vgl. Heinz 2011).

Die FED beschränkte sich zu Beginn der Krise auf konventionelle geldpolitische Maßnahmen. Im Rahmen mehrerer Zinssenkungen senkte sie den Leitzinssatz bis auf 1%, bevor sie im Dezember 2008 den Zielwert für die Federal Funds Rate in einer Bandbreite von 0–25 Basispunkten festlegte. Damit war praktisch die Nullzinsgrenze erreicht und somit kein Spielraum für weitere Zinssenkungen mehr vorhanden.

Die zunehmende Ausschöpfung ihres Standard-Repertoires und die von der Lehman-Pleite ausgehenden Schockwellen, die das globale Finanzsystem in seinen Grundfesten erschütterten, veranlassten die Entscheidungsträger der FED in der Folge jedoch weitreichende, unkonventionelle Maßnahmen zu treffen. Erstens hat sich die FED zu umfangreichen Käufen von Staatsanleihen und Wertpapieren von staatlich unterstützten Unternehmen im Hypothekenbankensektor entschieden. Damit sollten die Risikoprämien auf dem von der Krise arg gebeutelten US-Hypothekenmarkt sowie auch in anderen wichtigen Kreditmarktsegmenten reduziert werden. Für diese Ankaufprogramme hat sich gemeinhin – trotz anderer Auffassung der FED – die Bezeichnung QE1 und QE2 (Quantitative Easing 1 und 2) durchgesetzt.

Zweitens, in ihrer Rolle als *liquidity provider of last resort* hat die FED zahlreiche Programme initiiert, um Finanzinstituten hauptsächlich kurzfristige Liquidität (gegen entsprechende Sicherheiten) zur Verfügung zu stellen. Dies vor dem Hintergrund, dass sich der Zugang zu liquiden Refinanzierungsmitteln mit kurzer Laufzeit für viele Finanzmarktakteure schwierig oder gar unmöglich gestaltete. Mit ihren

Liquiditätsprogrammen wollte die FED nicht nur die (kurzfristige) Refinanzierung von gesunden Finanzinstituten sicherstellen, sondern auch, dass diese ausreichend liquide bleiben, um ihre Kreditvergabetätigkeit gegenüber kreditwürdigen Kunden aufrechterhalten zu können.

Was sich – unabhängig von den zum Teil umstrittenen wirtschaftlichen Auswirkungen der Liquiditätsbereitstellungen sowie der Wertpapierkäufe – jedenfalls signifikant verändert hat, ist das Bilanzbild FED. Vom Vorkrisenausgangspunkt bis dato hat sich der Bilanzumfang mehr als verdreifacht. War die FED-Bilanz zunächst von kurzfristigen Notenbankkrediten an Finanzinstitute geprägt, so wird die Aktivseite gegenwärtig von Staatsanleihen und (staatlich garantierten) Mortgage Backed Securities dominiert.

Was waren aber nun die bisherigen Auswirkungen der unkonventionellen Maßnahmen der FED, allen voran der Wertpapierkäufe? Diesbezüglich belegen zahlreiche empirische Untersuchungen, dass es der FED mit diesen Käufen gelungen ist, die langfristigen Zinsen zu reduzieren (Krishnamurthy und Vissing-Jorgensen 2011, Hancock und Passmore 2012).

Die Kurzfristigkeit und Überbesicherung der Notenbankkredite sowie die zunehmende und gegenwärtig fast ausschließliche Exponiertheit gegenüber dem US-Staat halfen bzw. helfen der FED, die damit verbundenen Risiken weitgehend zu minimieren.

Die Geldpolitik der EZB in der Krise: Enhanced Credit Support

Die EZB konnte in der ersten Phase der Krise auf ihr geldpolitisches Standard-Repertoire zurückgreifen, sie nutzte jedoch den vorhandenen flexiblen Handlungsrahmen bei der Umsetzung der Maßnahmen. Dabei kam ihr zugute, dass sie im Rahmen ihrer Refinanzierungsgeschäfte – im Gegensatz etwa zur FED – bereits vor der Finanzkrise aufgrund der Heterogenität der Euroraum-Länder eine breite Palette an Sicherheiten oder eine vergleichsweise große Anzahl an Gegenparteien akzeptierte (vgl. Kaminska 2009).

Mit der Verschärfung der Krise wurden weitere Maßnahmen notwendig. Diese waren vorwiegend auf den Bankensektor ausgerichtet, was der Struktur des Finanzsystems im Euroraum geschuldet war. Die Sondermaßnahmen, die die EZB in Folge erließ, wurden im Juli 2009 unter dem Label »*enhanced credit support*« (dt. »erweiterte Maßnahmen zur Unterstützung der Kreditvergabe«) begrifflich zusammengefasst. Damit wurde auch eine deutliche Abgrenzung zum *credit easing* der FED bzw. zum *quantitative easing* der Bank of Japan und der Bank of England vorgenommen. Den Banken wurde im Rahmen der Tendergeschäfte (mit voller Zuteilung) der EZB ermöglicht, ein breiteres Spektrum an Sicherheiten zu hinterlegen. In späterer Folge wurden dann auch die Bonitätsanforderungen an diese verringert.

Im Verlauf des Jahres 2009 kam es zu einer gewissen Stabilisierung der Entwicklung auf den Finanzmärkten. Der EZB-Rat beschloss daher, die seiner Meinung zufolge nicht mehr notwendigen *non-standard measures* graduell auslaufen zu lassen. Die Rücknahme einzelner Maßnahmen sollte sich jedoch sehr rasch als verfrüht herausstellen. Zu Beginn des Jahres 2010 kam es zu einem signifikanten Anstieg der Risikoprämien von 10-jährigen Staatsanleihen einiger Eurostaaten, insbesondere von Griechenland. Daraufhin verkündete die EZB am 10. Mai die Initiierung

eines Programms für Wertpapiermärkte (»Securities Market Programm«, SMP). Mit dem neu geschaffenen SMP kann das Eurosystem in den öffentlichen und privaten Märkten für Schuldtitel im Euroraum intervenieren, um Tiefe und Liquidität in dysfunktionalen Marktsegmenten zu gewährleisten sowie die Funktionsfähigkeit der geldpolitischen Transmission wiederherzustellen. Alle Käufe werden über liquiditätsabschöpfende Maßnahmen sterilisiert, um die Liquiditätsbedingungen nicht zu beeinträchtigen. Mit dieser systematischen Liquiditätsabschöpfung soll den EZB-Ökonomen Bindseil und Modery (2011, 238) zufolge unterstrichen werden, dass es sich dabei nicht um *quantitative easing* handelt.

Eine einschneidende Maßnahme stellten zuletzt die zwei Dreijahrestender dar, ein Novum in der Geschichte der EZB. Insgesamt teilte sie dabei im Dezember 2011 sowie im Februar 2012 den Kreditinstituten knapp über 1.000 Mrd EUR zu. Damit einher ging auch die Hoffnung, dass die Banken die gewonnene Liquidität in Form von Kreditvergaben an die Realwirtschaft, in Form von Wertpapierkäufen an Staaten oder in Form von Interbankausleihungen an Banken weitergeben würden. Insbesondere die Bankhäuser in Italien und Spanien dürften in großem Umfang Anleihen ihrer Regierungen gekauft haben, was deren Renditen kräftig sinken ließ und somit die Refinanzierungsschwierigkeiten dieser Staaten, zumindest temporär, etwas linderte.

Im Juli 2012 senkte die EZB ihren Schlüsselleitzins um 25 Basispunkte auf 0,75%, womit dieser erstmals unter 1% lag.

Während die genaue Wirkung all der von der EZB im Rahmen der Krisenbekämpfung getroffenen Maßnahmen nicht exakt feststellbar ist, so haben diese eine massive Bilanzausweitung bewirkt. Im Vergleich zum Jahresbeginn 2007 hat sich die EZB-Bilanz ca. verdreifacht.

Im Gegensatz zur FED konzentrierte sich die EZB bei ihren Krisenbekämpfungsmaßnahmen vorrangig auf Liquiditätsmaßnahmen, endgültige Wertpapierkäufe zur Unterstützung bestimmter Kreditmarktsegmente spielten eine vergleichsweise untergeordnete Rolle. Die Liquiditätsmaßnahmen waren zunächst darauf ausgerichtet, den Interbankenmarkt zu unterstützen, dessen Funktionieren für die Implementierung der Geldpolitik von zentraler Bedeutung ist. Die Notenbank selbst wurde zum Finanzintermediär, indem sie einerseits überschüssige Liquidität von Banken in Form von Einlagen entgegen nahm, und diese andererseits an Banken mit Liquiditätsbedarf gegen Sicherheiten auslieh (vgl. Schubert 2009, 495).

Im Zuge der Griechenland-Krise begann die EZB im Rahmen ihres kontroversiellen Securities Market Programm Wertpapiere von Krisenländern auf dem Sekundärmarkt zu kaufen. Vor dem Hintergrund einer verstärkten Verschränkung von Banken- und Staatsschuldenkrise, verbunden mit der Sorge über eine Kreditverknappung, hat die EZB dann im Herbst 2011 schwächelnden Banken aus Peripheriestaaten längerfristig Liquidität (bei gleichzeitiger Akzeptanz qualitativ weniger werthaltiger Sicherheiten) zur Verfügung gestellt. In dieser Hinsicht muss die EZB in zunehmendem Ausmaß die Mittelabflüsse aus europäischen Krisenstaaten des Südens in EU-Staaten des Nordens kompensieren. Die EZB nimmt also sukzessive höhere Risiken in ihre Bücher.

Höhere Risiken für die EZB

Wie gezeigt wurde, haben sowohl die US-Federal Reserve als auch die Europäische

Zentralbank ihr vorhandenes geldpolitisches Standard-Repertoire weitgehend ausgeschöpft und darüber hinaus ein Bündel an unkonventionellen, oftmals umstrittenen, geldpolitischen Maßnahmen eingeleitet. Waren die gesetzten Maßnahmen beider Notenbanken zu Beginn der Krise noch vergleichsweise ähnlich, (Zinssenkungen und umfangreiche, kurzfristige Liquiditätsbereitstellungen), so haben sich in Folge signifikante Unterschiede aufgetan. Diese Unterschiede sind zum Teil dem jeweiligen institutionellen Setting, den politisch-ideologischen Prämissen sowie dem gesetzlichen Auftrag geschuldet. Während die FED im Rahmen ihres *dual mandates* schon bald nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers mit groß angelegten Wertpapierkäufen begonnen hat, hat sich die EZB bis zu Beginn des Jahres 2010 vorwiegend auf die Vergabe von umfangreichen Notenbankkrediten beschränkt. Erst mit Ausbruch der europäischen Staatsschuldenkrise im Frühjahr 2010 hat die EZB begonnen Staatsanleihen von Krisenländern (auf dem Sekundärmarkt) zu kaufen, wenn auch in deutlich geringerem Ausmaß als die FED.

Das sogenannte *credit easing* der FED zielte nicht zuletzt darauf ab, Dysfunktionalitäten auf bestimmten, als wichtig erachteten Kreditmarktsegmenten zu beheben und die langfristigen Zinsen zu senken, um die wirtschaftliche Entwicklung und die Schaffung von Arbeitsplätzen zu unterstützen sowie Deflationsrisiken zu bekämpfen. Im Gegensatz zur EZB unterliegt die FED keinem statutorischen Staatsfinanzierungsverbot – der Ankauf von Staatsanleihen im Rahmen von Offenmarktgeschäften hat bei der US-Notenbank Tradition.

Die EZB ist zwar mit einem deutlich enger gesteckten Notenbankmandat (vorrangiges Ziel der Preisstabilität) ausgestattet, die Umsetzung ihrer Geldpolitik dürfte sich jedoch für sie aufgrund des sehr heterogenen und von großen makroökonomischen Ungleichgewichten gekennzeichneten Euro-Währungsraums noch schwieriger darstellen. Ihr Krisenmanagement wird dabei von gravierenden Schwächen und Mängeln in institutionellen wirtschaftspolitischen Design in der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion erschwert. Nicht zuletzt die zögerliche und teilweise kontraproduktive Bekämpfung der Staatsschuldenkrise durch die EU-EntscheidungsträgerInnen hat die EZB – gegen starkem Widerstand der Deutschen Bundesbank – geradezu gezwungen, in zunehmenden Ausmaß höhere Risiken in ihre Bilanz zu nehmen, die in letzter Konsequenz wiederum die Staatshaushalte der Eurostaaten belasten könnten. Die EZB ist mittlerweile für zahlreiche Banken, vorwiegend aus Peripheriestaaten, zur ultimativen Refinanzierungsquelle auf dem Geldmarkt geworden. Dadurch ist nicht nur die Notenbankbilanz auf mehr als 3 Bio EUR angewachsen, auch das Risiko der EZB hat sich deutlich erhöht. Im Gegensatz zur FED ist die EZB hinsichtlich ihres Kreditrisikos überwiegend gegenüber Banken im Eurosystem exponiert und darunter zu einem nicht unbeträchtlichen Teil gegenüber Banken aus Peripheriestaaten.

Auch wenn die Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen der FED und der EZB nicht exakt gemessen werden können, in den jeweiligen Notenbankbilanzen werden sie noch lange zu Buche stehen. Erwähnenswert ist, dass die EZB (bzw. das Eurosystem) in ihrer Bilanz nicht nur höhere Risiken als die FED eingegangen ist, auch ihre Bilanzsumme übersteigt die der FED sowohl in absoluten Zahlen als auch relativ zum BIP (32% vs. 19% per März 2012; vgl. Citi Group Global Markets 2012, 9-10). Das ist insofern interessant, als die EZB in der öffentlichen Wahrnehmung oft als die konservativere der beiden Notenbanken dargestellt wird.

Die Grenzen der Geldpolitik und mögliche Alternativen

Abschließend lässt sich resümieren, dass die Notenbanken in der gegenwärtigen Krise anders als in den 1930er Jahren vergleichsweise rasch und entschlossen reagiert und mit ihren geldpolitischen Maßnahmen geholfen haben Schlimmeres zu verhindern. Es hat sich weiters gezeigt, dass Notenbanken auch an der Nullzinsgrenze (FED) bzw. bei sehr niedrigen Leitzinsen (EZB) über zahlreiche Möglichkeiten verfügen, expansive geldpolitische Impulse zu erzeugen. Ungeachtet dessen zeigen sich aber auch Grenzen der Geldpolitik. Diese kann noch so expansiv sein, sie ist trotzdem kein Allheilmittel gegen tieferliegende strukturelle wirtschaftliche Probleme und Ungleichheiten. Insbesondere die zunehmende Schieflage in der Einkommens- und Vermögensverteilung und die damit verbundene Dämpfung des Wirtschaftswachstums kann mit Mitteln der Geldpolitik nicht wirksam bekämpft werden. Insofern wäre eine differenzierte und realistische Einschätzung der geldpolitischen Möglichkeiten angebracht. Sowohl die Furcht von liberal-konservativer Seite vor geldpolitisch induzierter (Hyper-)Inflation erscheint angesichts nicht ausgelasteter Produktionskapazitäten und trüber Wirtschaftsaussichten ebenso ungerechtfertigt wie die »Euphorie der Optimisten« hinsichtlich immer neuer geldpolitischer Krisenprogramme (vgl. Stiglitz 2012). Eine enge Verzahnung und Abstimmung von Geld- und Fiskalpolitik ist für eine erfolgreiche Krisenbekämpfung von entscheidender Bedeutung. Dem entsprechend sollten auf europäischer Ebene eine Anpassung des institutionellen wirtschaftspolitischen Settings sowie weitergehende geld- und fiskalpolitische Maßnahmen diskutiert werden. Vorschläge dazu wären:

- Änderung des Mandats der EZB und Wegfall des »monetären Staatsfinanzierungsverbots« unter bestimmten Voraussetzungen
- Festlegung von Zinsobergrenzen für Staatsanleihen der Eurostaaten durch die EZB
- Vorübergehende Duldung etwas höherer Inflationsraten, um den Sicherheitsabstand zur Nullzinsgrenze zu vergrößern und die reale Schuldenlast zu mildern
- Ausstattung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) mit einer Banklizenz, um die EZB als *lender of last resort* für Staaten zu entlasten
- Übertragung von Staatsschulden (oberhalb der 60%-Maastricht-Grenze) der Euro-Mitgliedsländer in einen Schuldentilgungsfonds mit gemeinschaftlicher Haftung
- Ergänzend dazu: Sozial verträgliche Budgetkonsolidierung durch eine Mehrbelastung hoher Einkommen und großer Vermögen bei gleichzeitiger Entlastung der Masseneinkommen

Geldpolitik könnte dadurch einen wesentlichen Beitrag zur fiskalischen Bewältigung der Krisenkosten leisten, sie kann jedoch rigorose staatliche Sparpolitik oder strukturelle Probleme der vorherrschenden Wirtschafts- und Produktionsweise nicht annähernd ausgleichen.

Literaturverzeichnis

- Bernanke, Ben S. (2009) The Crisis and the Policy Response. Speech at the Stamp Lecture, London School of Economics, London, England, 13. Jänner 2009.
- Bindseil, Ulrich/ Modery, Wolfgang (2011) Ansteckungsgefahren im Eurogebiet und die Rettungsmaßnahmen des Frühling 2010. In: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Vol. 12 (3), August, 215-241.
- Citi Group Global Markets (2012) Prospects for Central Bank Balance Sheets. In: Global Economic Outlook and Strategy, 21. März 2012.
- Hancock, Diana/ Passmore, Wayne (2012) The Federal Reserve's Portfolio and its Effects on Mortgage Markets. Finance and Economics Discussion Series, Staff Working Paper 2012-22.
- Heinz, Ronald (2011) Geldpolitik in einem deflationären Umfeld: Die Bank of Japan und die Federal Reserve im Vergleich. Diplomarbeit, WU Wien. Wien.
- Kaminska, Izabella (2009) Trichet on the ECB's rubbish asset. In: Financial Times, Online: ft.com/alphaville, Blog vom 15. Juli 2009.
- Krishnamurthy, Arvind/ Vissing-Jorgensen, Annette (2011) The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. Online: <http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/krisharvind/papers/QE.pdf> (letzter Zugriff 12. 11. 2012).
- Schuberth, Helene (2009) Geldpolitik und Finanzkrise – Die Bedeutung nicht-konventioneller geldpolitischer Maßnahmen. In: WISO-Mitteilungen, 9/2009, 489-497.
- Stiglitz, Joseph E. (2012) Geldpolitische Irrweg. Beitrag für Project Syndicate (Website: <http://www.project-syndicate.org>), veröffentlicht am 4. Oktober 2012.