

Der letzte Akt steht noch aus

M. KURM-ENGELS | FRANKFURT

Ein Jahr nach Ausbruch der Finanzkrise erhalten die Zentralbanken von Experten durchwachsene Noten für ihr Liquiditätsmanagement. Während die Europäische Zentralbank (EZB) relativ gut wegkommt, setzen Fachleute hinter die Leistungen der US-Notenbank Fed gleich mehrere Fragezeichen. Doch erst nach dem Ende der Krise wird klar sein, ob nicht manche Zentralbank das Ziel der Preisstabilität auf dem Altar der Krisenbekämpfung geopfert hat.

„Das Liquiditätsmanagement der EZB war sehr effektiv“, lobt der Chefvolkswirt der Deka-Bank, Ulrich Kater. Die EZB habe sofort zu Beginn der Krise gedanklich zwischen Geldpolitik und Liquiditätsmanagement getrennt. Geldpolitisch habe sie wegen der drohenden Inflationsgefahren die Zügel nicht locker gelassen. Dass sie im vergangenen Sommer eine angekündigte Zinserhöhung von vier auf 4,25 Prozent verschoben hat, ist für Kater lediglich ein Schönheitsfehler. „Sie hätte erhöhen können“, meint er. „Das hätte aber nicht zu der sich an den Geldmärkten ausbreitenden Panik gepasst.“

Seit August 2007 hat die EZB zum Notenbankzins die Liquiditätsbedürfnisse des Marktes befriedigt („Chronik der Krise“). Die Voraussetzungen dafür waren gut: Erstens hat die EZB von Anfang an ein breites Spektrum von Sicherheiten akzeptiert, gegen die Banken Zentralbankgeld ausleihen können. Es wird in regelmäßigen Abständen angepasst, auch um für Innovationen aufgeschlossen zu bleiben. Zweitens ist die EZB gut im Geldmarkt verankert, denn im Euro-Raum können

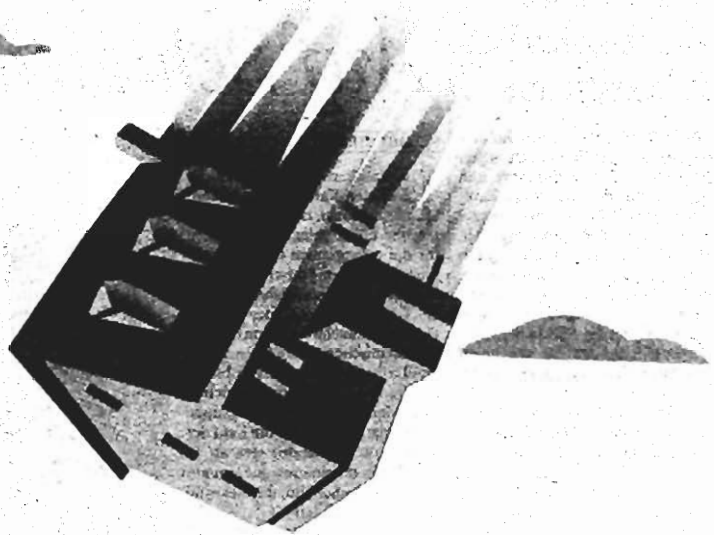
alle Geschäftsbanken mit ihr Geldmarktgeschäfte machen.

Im Gegensatz zur EZB hat die Fed ihren Leitzins mit Rücksicht auf die Märkte drastisch zurückgenommen – seit Ausbruch der Krise bis Ende April von 5,25 auf zwei Prozent. Spätestens seit Ende Januar ist der reale US-Notenbankzins negativ. Inflationsbereinigt werden die Märkte quasi kostenlos mit Liquidität überschwemmt. Doch um den Instituten den Zugang zu dieser Liquidität zu ermöglichen, musste die Fed ihr Spektrum an Sicherheiten ausweiten. Und in den Kreis der wenigen großen Geschäftsbanken, mit denen sie ursprünglich Geldmarktgeschäfte tätigte, wurden einige Investmentbanken aufgenommen. Vorübergehend haben selbst die krisengeschüttelten US-Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac Zugang zu Zentralbankgeld.

Aber nicht nur die Fed, auch die EZB akzeptiert risikobehaftete Titel als Sicherheiten, etwa mit Forderungen besicherte Wertpapiere. „Verschlechtert sich der Markt, müssen auch die Zentralbanken Wertberichtigungen vornehmen“, warnt Kater. „Daraus können geringere Gewinne und damit geringere Einnahmen für den Fiskus resultieren.“ Als problematisch wird mit Blick auf die breite Sicherheiten-Palette auch gewertet, dass manche Finanzmarktakteure neue Verbriefungen mit dem einzigen Ziel produzieren, sie bei der EZB als Sicherheit zu hinterlegen.

Volker Wieland, der an der Universität Frankfurt Geldtheorie und -politik lehrt, hat grundsätzlich gegen die Bereitstellung von Liquidität zum gegebenen Zinssatz keine Einwände. Wenn der Zins aber zu niedrig sei, um längerfristig Preis-

EIN JAHR FINANZKRISE Dritter Teil der Serie: Die Notenbanken ernten Lob und Kritik



stabilität zu garantieren, sei das sehr wohl ein Problem. Für die EZB sei es höchste Zeit gewesen, Anfang Juli mit einer Zinserhöhung auf 4,25 Prozent auf die steigenden Inflationsraten und -erwartungen zu reagieren. Die Fed fährt für Wieland eine viel riskantere Politik: „Ich würde der Fed nicht raten, ihr expansives Zinsniveau über 2008 hinaus beizubehalten.“ Sie solle über eine baldige Eindämmung der Inflationsrisiken durch Rücknahme der Zinssenkungen nachdenken. Wenn die Inflation in den USA 2009 wie erwartet auf über fünf Prozent steige, sei das eindeutig zu hoch.

Allan Meltzer, Professor an der Carnegie Mellon Universität in Pittsburgh, hält die lockere Politik der Fed gar für gefährlich. Er sieht eine Parallele zu den 70er-Jahren, als die Fed aus Furcht vor einer Rezession der Inflation schon einmal freien Lauf ließ und die USA eine herbe Korrektur im Wirtschaftswachstum hinnehmen mussten. „Die Fed gibt mutige Erklärungen ab, aber es folgen keine mutigen Taten“, kritisiert Meltzer. „Bis nach der Präsidentenwahl am 4. November wird Fed-Chef Ben Bernanke auch nichts unternehmen – wenn überhaupt.“

Chronik der Krise

9.-10. August 2007 – Die Europäische Zentralbank (EZB) speist 95 Mrd. Euro in den Geldmarkt ein. Die amerikanische Notenbank Federal Reserve (Fed) führt in drei außerplanmäßigen Auktionen von Tagesgeldkrediten dem Geldmarkt insgesamt 38 Mrd. US-Dollar zu.

12. Dezember – Zentralbanken aus fünf Währungsräumen verkünden koordinierte Maßnahmen, um dem Geldmarkt zum Jahreswechsel zusätzliche Mittel zur Verfügung zu stellen.

14.-31. Januar 2008 – Die EZB, die Fed und die Schweizerische Nationalbank (SNB) bieten weitere langfristige Refinanzierungsgeschäfte in US-Dollar an.

7.-16. März – Die Fed kündigt eine Erhöhung des Volumens ihrer neuen Ausleihfazilität „Term Auction Facility“ um 40 Mrd. Dollar an. Unter dieser Fazilität können mehr Banken an Offenermarktgeschäften teilnehmen; es werden zusätzliche Sicherheiten akzeptiert. Die Fed weitet ihr Wertpapierleihegeschäft durch eine „Term Securities Lending Facility“ um 200 Mrd. Dollar aus: Schatztitel werden gegen notenbankfähige Vermögenswerte verliehen. Die Diskontkreditregelung wird ausgeweitet. Andere Zentralbanken kündigen zusätzliche Initiativen an, darunter erneute Auktionen von US-Dollar.

2. Mai – EZB, Fed und SNB geben eine nochmalige Ausweitung ihrer Liquiditätsmaßnahmen in US-Dollar bekannt.

MORGEN LESEN SIE:
Teil 4 - Der Absturz der Schweizer Großbank UBS



Ältere Stücke der Serie finden Sie im Internet unter:
www.handelsblatt.com/serie

