

Volker Wieland

Jenseits des Zinses - die neue Geldpolitik

Auch die Europäische Zentralbank muss jetzt in der Geldpolitik unkonventionelle Wege gehen, um eine Deflation zu verhindern. Was kommt, wenn die Zinsschraube ausgereizt ist?

Leitzinsen von null bis 0,25 Prozent in den Vereinigten Staaten, 0,1 Prozent in Japan, faktisch null in der Schweiz und 0,5 Prozent in England: Notenbanken bieten den lädierten Banken rund um die Welt nahezu kostenloses Tagesgeld. Gegen Sicherheiten, versteht sich, aber auch in dieser Hinsicht wird heutzutage vieles akzeptiert, was vor der Krise nicht zur Diskussion stand. Zusätzlich will die amerikanische Notenbank Federal Reserve 1150 Milliarden Dollar durch den Kauf von Wertpapieren in den Markt pumpen. Die Bank von England tut es ihr gleich. Im März meldete sie, für 75 Milliarden Pfund auf Einkaufstour gehen zu wollen. In Japan hat man damit schon früher Erfahrungen gesammelt. 1998 entschloss sich die japanische Notenbank, bei einem Leitzins nahe null die Wirtschaft mit Liquidität zu fluten. Ende vergangenen Jahres unternahm sie wieder diesen Schritt.

Im Euro-Raum sieht die Lage dagegen völlig anders aus. Zwar hat die Europäische Zentralbank (EZB) gestern auch die Zügel weiter gelockert, aber nur um 25 Basispunkte. Damit liegt der Zins, zu dem sich die Banken unbegrenzt bei der EZB refinanzieren können, immer noch bei 1 Prozent. Lange Zeit wehrte sich die EZB übrigens dagegen, zu erklären, ob es überhaupt je Umstände im Euro-Raum geben könnte, unter denen Zinsen von nahe null erforderlich wären, und wie sie dann gegebenenfalls zusätzliche Liquidität bereitstellen könnte. Gestern nun hat sie mehr über ihre Einschätzung solcher Maßnahmen kommuniziert.

Der Fachterminus für diese Maßnahmen ist "quantitative Lockerung". Der Begriff klingt technisch, aber was die Notenbank praktisch tut, ist einfach zu beschreiben. Sie erwirbt Wertpapiere wie zum Beispiel Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, alternativ auch Fremdwährungen oder gar Aktien. Kauft die Notenbank diese Wertpapiere von einer Bank, schreibt sie ihr den Gegenwert auf einem Konto gut. Mit solch einer Erhöhung der Liquiditätsreserven pumpt die Notenbank zusätzliches Geld in die

Wirtschaft. Quantitative Lockerung ist nichts anderes als die konsequente Fortführung der Geldpolitik, wenn die übliche Zinsschraube nicht weiter gelockert werden kann. Das Adjektiv "quantitativ" steht dafür, dass die Quantität, also die Menge Geld in Umlauf, ausgeweitet wird, ohne dass der Preis für diese Liquidität, der Geldmarktzins, weiter sinkt. Er ist nämlich dann schon praktisch null.

In Lehrbüchern ist es durchaus üblich, Geldpolitik generell als Kauf und Verkauf von Anleihen durch Notenbanken zu beschreiben. Trotzdem sprechen Notenbanker wie EZB-Präsident Jean-Claude Trichet von unkonventionellen Maßnahmen, wenn es um die quantitative Lockerung geht. Denn Notenbanken kaufen üblicherweise Wertpapiere nicht direkt, sondern leihen Banken temporär Geld gegen Wertpapiere als Sicherheit. Daneben wären Notenbankzinsen von nahezu null auch ein Novum im Euro-Raum.

Woher die Untergrenze für Zinsen rührt, lässt sich leicht erklären. Solange Bargeld als Wertanlage zur Verfügung steht, muss kein Sparer einen negativen Zins akzeptieren. Es würde bedeuten, dass die Bank eine Gebühr für die Einlage von Geld erheben könnte. Diese Gebühr kann sich der Anleger ersparen, indem er das Bargeld zu Hause hortet. So verdient das Geld einen Zins von null.

Bis vor einem Jahr war quantitative Lockerung noch ein Nischenthema, für das sich höchstens Wirtschaftshistoriker interessierten. Die amerikanischen Zinsen fielen nämlich zuletzt nach dem Aktiencrash von 1929 in die Nähe des Nullpunktes. Heute steht dieses Thema ganz oben auf der Tagesordnung der Notenbanken. Infolge der Verschärfung der Weltfinanzkrise haben die Federal Reserve, die Bank von England und die Bank von Japan ihren Politikzins schon bis zum Anschlag gesenkt und weitergehende quantitative Maßnahmen eingeleitet. Sie fürchten die Kombination einer tiefen Rezession und eines anhal-

tenden Rückgangs der Preise auf breiter Front, das heißt eine Deflation. Wenn in einer solchen Situation die Märkte mit einem verschärften Preisrückgang rechnen, führt das zu höheren realen Zinsen. Die reale Verzinsung berechnet sich nämlich aus dem nominalen Zins am Markt zuzüglich des erwarteten Preisverfalls. Höhere Realzinsen verringern die Investitions- und Konsumbereitschaft. Deflation kann Firmen in Schwierigkeiten bringen, weil ein Unternehmen real mehr für die Bedienung und Tilgung seiner Schulden aufwenden muss. Folge ist, dass viele Investitionsprojekte unprofitabel werden.

Ein Beispiel: Angenommen, ein Brezelbäcker könnte sich einen Kredit von 100 Euro zu einem Zins von null Prozent sichern. Ist das nicht attraktiv? Nicht wenn er eine Deflation von 3 Prozent erwartet und damit auch einen Preisverfall beim Brezelverkauf. Angenommen, eine Brezel kostet 1 Euro. Morgen bringt die Brezel aber 3 Prozent weniger ein, also nur noch 97 Cent. Der reale Gegenwart der Schuld steigt: von heute 100 Brezeln auf 103 morgen. Der reale, in Brezeln ausgedrückte Zins bei einer Deflation von 3 Prozent und einem Nominalzins von 0 Prozent beträgt demnach drei von hundert Brezeln oder 3 Prozent. Das schreckt den Investor ab. Der Realzins berücksichtigt somit, dass Inflation den Geldwert auffrisst, während Deflation ihn erhöht.

Gleichzeitig üben die Haushalte Zurückhaltung beim Konsum. Warten lohnt sich, denn in der Zukunft wird das Einkaufen billiger. Die Wirtschaft schrumpft deshalb noch stärker, die Preise sinken noch mehr. Dieser Abwärtsspirale mit sich selbst erfüllenden Deflationserwartungen begegnen die Zentralbanken zunächst mit Leitzinssenkungen. Wenn der Zins schon bei null liegt, haben sie aber ein Problem. Weitergehende Deflationserwartungen steigern die reale Zinslast der Unternehmen und die Konsumzurückhaltung. Ein Abgrund tut sich auf. Ökonomen sprechen von der Liquiditätsfalle.

Was soll die Notenbank tun, wenn sich die Zinsschraube nicht weiter lockern lässt? Hilfreich ist es sicher nicht, die Leitzinsen auf einem höheren positiven Niveau festzuschreiben in der Hoffnung, die lästige Problematik so vermeiden zu können. Im Gegenteil, das verstärkte den rezessiven und deflationären Impuls noch. Sinkt die Inflationsrate deutlich unter das Ziel der Notenbank - im Euro-Raum knapp 2 Prozent -, muss sie die Zinsen senken. Dies gilt umso mehr, wenn Deflation droht. Statt zu warten, ist es sogar sinnvoll, die Zinsen vorbeugend rascher als üblich zu senken. So lässt sich eine Deflationsspirale eher vermeiden. Zwar bietet die quantitative Lockerung der Zentralbank auch dann noch Einflussmöglichkeiten, aber mangels Erfahrung lässt sich die Effektivität der Wertpapierkäufe bei einem konstanten Zins nahe null nur ungenau abschätzen. Im Gegensatz dazu können die Notenbanken die Auswirkungen einer Zinssenkung mittels Daten aus der Vergangenheit relativ gut kalkulieren. Diese Überlegung spielte sicher eine wichtige Rolle für die Fed und die Bank von England, als sie in den vergangenen Monaten in großen Zinsschritten gen null eilten. In der EZB ist sie umstritten.

Wenn der Spielraum für Zinssenkungen ausgeschöpft ist, Rezession und Deflation aber anhalten, ist es Zeit für die quantitative Lockerung. Indem die Notenbanken noch mehr Geld in die Wirtschaft pumpen, hoffen sie, den Preisverfall zu stoppen und umzukehren. Wichtig sind die Erwartungen der Marktteilnehmer. Sobald sie wieder mit einer Rückkehr der Inflation rechnen, ändert sich auch ihre Einschätzung der realen Kosten für die Finanzierung neuer Investitionen. Bei konstantem Nominalzins und steigenden Inflationserwartungen sinkt der reale Zinssatz. Mehr und mehr Investitionsprojekte werden profitabel, Unternehmen expandieren, und Otto Normalverbraucher konsumiert. Die Fed und die Bank von England haben diesen Weg sehr rasch eingeschlagen. Ob dies wirklich in dem vorgelegten Ausmaß notwendig war, darüber ließe sich streiten. Für Deutschland entscheidend ist jedoch die Sicht der EZB.

Sie hat sich mit diesem Thema bisher besonders schwergetan. Anfang des Jahres ließen sich Fragen auf der Pressekonferenz noch mit dem Verweis auf stabilere Inflationserwartungen und ein geringeres Deflationsrisiko im Euro-Raum abbiegen. Zuletzt wandten sich jedoch immer mehr Ratsmitglieder und nationale Notenbankpräsidenten mit unterschiedlichen Einschätzungen an die Öffentlichkeit. Eine Gruppe schien auf den beobachteten Rückgang der Preise

mit weiteren Zinssenkungen reagieren zu wollen und zog auch zusätzliche direkte Wertpapierkäufe in Betracht. Eine andere Gruppe sprach sich dagegen aus, den Leitzins unter 1 Prozent sinken zu lassen, und argumentierte gegen den Kauf staatlicher oder privater Wertpapiere. Die gestrige Entscheidung, legt nahe, dass diese zweite Gruppe bis auf weiteres die Oberhand behält.

Was spricht für und was gegen weitere Zinssenkungen und quantitative Lockerungsmaßnahmen im Euro-Raum? Zunächst gilt, dass die geldpolitischen Maßnahmen wie üblich von der Einschätzung der Inflationsentwicklung und der Konjunktur abhängen sollten. Eine Regel, aus der sich Leitzinsempfehlungen in Abhängigkeit von Inflation und Konjunktur ableiten lassen, ist die Taylor-Regel (siehe oben). Die ursprüngliche Version wurde 1993 von Stanford-Professor John Taylor für die Vereinigten Staaten entwickelt. Es lässt sich daraus auch eine Empfehlung für den Euro-Raum ableiten. Sie liegt gerade einmal bei 0,2 Prozent für den Leitzins der EZB, also deutlich unter dem aktuellen Wert von 1 Prozent.

Sicher, diese Empfehlung kann man kritisieren. Zum Beispiel könnte der starke Ölpreisverfall aus dem Inflationsmaß herausgerechnet werden. Dies entspräche jedoch nicht mehr dem Maß, das die EZB anvisiert. Man könnte auch eine Inflationsprognose für die nächsten Quartale anstelle des aktuellen Wertes verwenden, aber das erhöht die Zinsempfehlung nicht so sehr. Die Schätzung des langfristigen Produktionspotentials ist natürlich ungenau. Wie ungenau, lässt die EZB leider nicht wissen. Die Taylor-Regel liefert also ein ernst zu nehmendes Argument für weitere Zinssenkungen. Aber die Befürworter haben noch ein weiteres Argument zur Hand. Das gestiegene Deflationsrisiko könnte vorbeugende Zinssenkungen rechtfertigen. Von einer Festschreibung des gegenwärtigen Leitzinses bei 1 Prozent auch für die kommenden Monate ist deshalb abzuraten. Ein oft vorgebrachtes Argument für solch eine Festschreibung bezieht sich auf die Gesundheit des Interbankenmarktes. Um dies zu verstehen, muss man das EZB-Instrumentarium besser kennen. Gegenwärtig können sich Banken zu einem Darlehenszins von 1 Prozent bei der EZB tagtäglich refinanzieren. Zudem dürfen sie bei der EZB überschüssige Liquidität deponieren. Diese Anlage mit maximaler Sicherheit wird ihnen von der EZB mit einem Zins von zurzeit 0,25 vergütet. Im Januar weitete die EZB die Differenz zwischen Anlage- und Darlehenszins von 0,5 auf 1,0 Pro-

zent aus, indem sie den Anlagezins stärker als den Darlehenszins reduzierte. Diese Differenz gab Banken mit überschüssiger Liquidität den Anreiz, bedürftigeren Banken Geld zu leihen. So können sie im Vergleich zum EZB-Anlagezins eine Marge verdienen. Auf diesem Weg gelang es der EZB, den Interbankenmarkt für Tagesgeld wiederzubeleben.

Allerdings kann dieser Wiederbelebungsversucher kein Argument für eine Untergrenze von 1 Prozent für den Darlehens- oder Refinanzierungszins sein. Refinanzierungs- und Anlagezins können parallel weiter gesenkt werden. Die EZB könnte sogar eine Gebühr erheben, wenn Banken überflüssige Liquidität bei ihr parken wollen, statt sie an andere Banken oder Unternehmen weiter zu verleihen. So könnte die Differenz konstant und die Belebung des Interbankenmarktes aufrechterhalten werden. Abgesehen davon, kann die Belebung des Interbankenmarktes für Tagesgeld nicht Primärziel der Geldpolitik sein. Die Zentralbank kann diese Funktion auch selbst übernehmen, indem sie die Differenz zwischen Refinanzierungs- und Anlagezins ganz abschafft. Den Banken verbliebe noch die gesamte Bandbreite der längerfristigen Geldmärkte, um miteinander zu handeln.

Gegner von weiteren Zinssenkungen argumentieren, auch bei positiven Leitzinsen könne mittels unkonventioneller Maßnahmen mehr Geld in Umlauf gebracht werden. Sie berufen sich auch auf den Vorsitzenden der Fed, Ben Bernanke, der zwischen Kreditlockerung und quantitativer Lockerung unterschieden hat. Kreditlockerung geschieht schon bei positiven Zinsen. Zum Beispiel kaufte die Fed im Vorjahr bestimmte Unternehmensanleihen auf oder bot Banken längerfristig Geld. Dies wirkt aber nur, wenn die entsprechenden Finanzmärkte relativ abgeschottet sind. Ein Bild dafür wäre eine Landschaft mit vielen kleinen voneinander getrennten Seen. Finanzmärkte stehen aber miteinander in Verbindung. Um im Bild zu bleiben: Es gibt über- oder auch unterirdische Zu- und Abflüsse. Leitet man zusätzliche Liquidität in den einen, schwappt sie über und verteilt sich. Schafft man gleichzeitig an anderer Stelle einen Abfluss, ändert sich der absolute Wasserstand nicht. So kann die EZB am Zwölfmonatsmarkt zusätzliche Darlehensangebote machen, ist aber ein weiterer Rückgang der kurzfristigen Zinsen zu erwarten, rechnet sich dies für die Banken nicht. Selbst wenn ein extrem niedriger Zins für Zwölfmonatsgeld gewährt wird, besteht in dem Anlagezins der EZB am Tagesmarkt von

0,25 Prozent eine attraktive Abflussstelle.

Quantitative Lockerungsmaßnahmen können also ihre volle Wirkung erst dann entfalten, wenn die Tagesgeldzinsen der Notenbanken nahe null liegen. Ist es so weit, dann ist es sinnvoll, weitere direkte Wertpapierkäufe in die Wege zu leiten. Während es für die Fed oder die Bank von England einfach ist, Staats- oder Unternehmensanleihen einzukaufen, ergeben sich für die EZB Probleme. Ihr ist eine Finanzierung von Staatshaushalten auch über den Kauf von Staatsanleihen verboten. Gleichwohl könnte sie Staatsanleihen am Sekundärmarkt kaufen. Aber auch in diesem Fall wird es sehr politisch. Wessen Schuldverschreibungen soll sie kaufen? Deutsche und französische oder griechische und irische, denen der Markt weit höhere Risikoprämien aufbrummt? Die EZB könnte einen nationalen Schlüssel festlegen.

Besser ist es, erst einmal andere Instrumente zu nutzen. Zum Beispiel könnte die EZB Unternehmensanleihen kaufen und mit Zielvorgaben für Zinssätze an den längerfristigen Geldmärkten intervenieren. Ein gutes Beispiel für Letzteres gibt die Schweizer Nationalbank. Der EZB wäre folgende Prioritätenliste für die weitere Lockerung zu empfehlen: Zunächst sollte der bestehende Zinssenkungsspielraum ausgenutzt werden. Erst danach können Interventionen in den längerfristigen Geldmärkten ihre Wirkung richtig entfalten und längerfristige Zinsen nach unten drücken. Wenn es notwendig würde, an den Banken vorbei Liquidität in die Wirtschaft zu pumpen, könnte sie zusätzlich Unternehmensanleihen kaufen. Der Kauf staatlicher Wertpapiere sollte nur im Notfall eingesetzt werden, nach festem Schlüssel.

Trotz der extrem niedrigen aktuellen Inflationsraten werden immer häufiger Befürchtungen geäußert, die Inflation könnte in ein oder zwei Jahren mit Macht zurückkehren. Diese Gefahr ist nicht von der Hand zu weisen. Die rasant steigende Staatsverschuldung wird Regierungen unter Druck bringen, den sie dann sicher gern an die EZB weitergeben. Diese Gefahr verstärkte sich noch, gäbe man dem Wunsch hochverschuldeter Mitgliedsländer nach Krisenhilfe und Transfers von den sparsameren Ländern nach. Statt weiterer Konjunkturpakete, die zu einer noch höheren Verschuldung führten, ist es sinn-

voller, auf der monetären Seite die Zügel noch etwas zu lockern.

Wenn die Inflationsrate wieder nach oben geht, muss die EZB die Zügel allerdings rasch wieder anziehen. Dann muss sie die eingekauften Wertpapiere verkaufen und die Zinsen anheben. Technische Schwierigkeiten gibt es dabei nicht. Politisch ist es jedoch nie einfach, Zinserhöhungen umzusetzen. Sie sind unpopulär. Aber deshalb haben die Notenbanken ihre Unabhängigkeit erhalten. Die Bundesbank hat in den siebziger und neunziger Jahren gezeigt, dass auch eine politisch unpopuläre Stabilitätspolitik umgesetzt werden kann. Diesem Beispiel muss die EZB folgen, wenn die Inflation überzuschießen droht. Alle Notenbankler kennen das Zitat des früheren Fed-Vorsitzenden William Chesney Martin, der die Aufgabe der Notenbanker darin sah, die Punschbowl genau dann wegzunehmen, wenn die Party so richtig in die Gänge kommt. So weit ist es heute aber noch nicht.

Bis vor einem Jahr war quantitative Lockerung noch ein Nischenthema für Wirtschaftshistoriker.

Wenn die Inflationsrate nach oben geht, muss die EZB die Zügel rasch wieder anziehen.

Die Taylor-Regel Taylors Regel gibt vor, wie Notenbanken systematisch auf Inflation und Wachstum reagieren sollen. Sie beschrieb die richtigen Zinsentscheidungen der Fed zwischen 1987 und 1993 recht genau. In den Jahren vor der Finanzkrise wich die Fed von der Regel ab. Niedrigere Zinsen bedeuteten viel billiges Geld für die Wirtschaft. Kein Wunder, dass dieses Kreditvolumen zu dem rapiden Anstieg der Immobilienpreise beitrug, deren Zusammenbruch die Finanzkrise auslöste.

Taylors Regel besagt: Liegt die Inflation höher als von der Zentralbank auf lange Sicht anvisiert - im Euro-Raum sind das knapp 2 Prozent -, soll die Notenbank die Zinsen erhöhen, um 1,5 Prozentpunkte je Prozentpunkt Inflation. Übertreft das Bruttoinlandsprodukt das langfristige Wachstumspotential, so überhitzt die Wirtschaft, es entsteht Inflationsdruck. Deshalb empfiehlt die Regel auch hier eine Reaktion: Pro Prozentpunkt, um den das Bruttoinlandsprodukt das Potential überschreitet, soll die Zentralbank die Zinsen um einen halben Prozentpunkt anheben. Gleiches gilt für

Zinssenkungen, wenn Inflation und Konjunktur nach unten gehen. Die Achse, um die sich die Taylor-Regel dreht, ist der langfristige Gleichgewichtszins von 4 Prozent. Er ergibt sich aus der Summe der langfristigen realen Verzinsung, die Taylor auf 2 Prozent schätzt, und des EZB-Langfristziels von knapp 2 Prozent Inflation. Man benötigt also nur ein Maß der Inflation im Euro-Raum und eine Einschätzung der Konjunktur, um eine Zinsempfehlung für die EZB abzuleiten. In den ersten vier Monaten dieses Jahres ist die Inflation, gemessen am Konsumentenpreisindex, auf 0,9 Prozent gesunken und liegt damit um 1,1 Prozentpunkte unter dem EZB-Ziel. Im April liegt sie sogar noch tiefer bei 0,6 Prozent.

Die EZB veröffentlicht leider keine Einschätzung des langfristigen Produktionspotentials im Euro-Raum. Der Internationale Währungsfonds sieht hingegen die Produktion 2009 um 4,3 Prozent unter dem langfristigen Potential. Füttert man die obige Regel mit diesen Zahlen, erhält man eine Leitzinsempfehlung von gerade einmal 0,2 Prozent.

Der Autor An Volker Wieland kommt niemand mehr vorbei, der sich mit Geldpolitik befasst. Der 43 Jahre alte Aalener hat seine Studien in Würzburg, New York, Kiel und Stanford absolviert. In der Notenbank Fed sammelte der Ökonom praktische Erfahrung, bevor es ihn 2000 nach Frankfurt an das Center for Financial Studies zog, ein von Banken finanziertes, mit der Universität verbundenes Forschungsinstitut. Dessen Leitung gab er im April ab. Ein Stipendium der EZB gewährt ihm Einblick in deren Bemühen, die Finanzkrise zu bewältigen, ohne den Euro zu schwächen. (hig.)

Abbildung: Neue Wege: Jean-Claude Trichet, der Präsident der Europäischen Zentralbank, verkündet ein Bündel "unkonventioneller" geldpolitischer Maßnahmen.

Abbildung: Foto AP.

Abbildung: Foto privat