

Finanzmarktkrise - die Konzeptionsfehler der Geldpolitik

Geldpolitik der kleinen Schritte: Irrweg der Zentralbanken

Um eine Krise des gegenwärtigen Ausmaßes auszulösen, muss zweierlei Versagen zusammenkommen: das Versagen des Bankensektors und der Bankenaufsicht, aber auch das Versagen von Zentralbanken. Letztere könnten mit rechtzeitigen Leitzinsänderungen wirksam gegensteuern, wenn im Bankensektor Kreditrisiken auf breiter Front falsch eingeschätzt, ignoriert oder verschleiert werden und die Konjunktur dadurch falsche Impulse erhält. Eine wirkliche tiefe Krise entwickelt sich erst, wenn Zentralbanken dies versäumen. Die gegenwärtige Krise hat daher ihre Ursache auch darin, dass Zentralbanken schwere stabilitätspolitische Fehler unterlaufen sind. Dies wiederum ist nicht Folge singulärer Fehleinschätzungen, sondern es ist die Folge konzeptioneller Fehler der Geldpolitik. Die Krise sollte daher auch Anlass zu einer grundlegenden Neuorientierung der Geldpolitik sein.

In der Geldpolitik herrscht seit jeher die Überzeugung, dass Zentralbanken sehr behutsam auf die Finanzmärkte einwirken sollten. Das wichtigste Instrument der Geldpolitik, der so genannte Leitzins, wird von Zentralbanken daher immer in kleinen, tastenden Schritten den vermeintlichen Erfordernissen angepasst. Beispielhaft hierfür war in der gegenwärtigen Krise das Vorgehen

der US-Zentralbank. Die Federal Reserve senkte den Leitzins in der Zeit von September 2007 bis Dezember 2008 in nicht weniger als zehn Schritten von 5,5% auf 0,0%. Die zinspolitischen Reaktionen auf die Krise zogen sich somit über einen Zeitraum von weit mehr als einem Jahr hin. Damit reagierte die Zentralbank in ähnlich schleppendem Tempo, wie die Wahrheit über die Bankenmisere ans Licht der Öffentlichkeit kam. Ähnlich schleppend wie die Leitzinssenkungen waren im vorangegangenen Konjunkturaufschwung die Leitzinserhöhungen verlaufen. Auch hiermit hatte die US-Zentralbank viel zu spät begonnen und war sie viel zu zögerlich vorangeschritten. Etwas weniger eklatant waren in dieser Zeit die Versäumnisse bei der Europäischen Zentralbank, aber auch sie hat, wie man im Nachhinein weiß, ihr geldpolitisches Instrumentarium zu spät und zu langsam eingesetzt. Beide Zentralbanken folgten damit einer zwar traditionsreichen, aber ganz offensichtlich nicht mehr zeitgemäßen geldpolitischen Grundüberzeugung.

Natürlich erscheint es auf den ersten Blick plausibel, dass Zentralbanken die Finanzmärkte nicht mit drastischen Zinsschritten verunsichern sollten. Zentralbanken wollen vermeiden, dass ihre Maßnahmen schon nach kurzer Zeit als überzogen gelten und daher hastig revidiert werden. Ein kurzfristiges Auf und Ab der Leitzinsen könnte in

der Tat den Eindruck von Willkür und von Inkompetenz erwecken. Wenn zudem bei einer Leitzinsänderung schon über deren mögliche baldige Rücknahme spekuliert würde, dann würde die Maßnahme schon deswegen einen Teil der beabsichtigten Wirkung verfehlen. Zentralbanken haben daher guten Grund, den Eindruck von Stetigkeit und Behutsamkeit ihrer Maßnahmen zu vermitteln. Die Marktöffentlichkeit soll glauben, die Zentralbank sei sich ihrer Maßnahmen sicher und steuere die Konjunktur aus solcher Sicherheit heraus mit ruhiger Hand.

Den großen Zentralbanken ist es ein paar Jahrzehnte lang tatsächlich gelungen, die Öffentlichkeit auf diese Weise von der Solidität ihrer Politik zu überzeugen. In Wahrheit aber zeugt dieses Verhalten von allem anderen als von Sicherheit des Urteils. Die Zögerlichkeit, mit der Zentralbanken bei ihren Interventionen zu Werke gehen, ist im Gegenteil ein Ausdruck großer Unsicherheit. Gerade weil es ihnen an Gewissheit über die geldpolitischen Notwendigkeiten mangelt, beschränken Zentralbanken sich auf ein tastendes Vorgehen. Nur deswegen warten sie überdeutliche gesamtwirtschaftliche Symptome ab, bevor sie Zinswenden einleiten, und nur deswegen beobachten sie ängstlich die Reaktion der Märkte auf gering dosierte Maßnahmen, bevor sie die nächsten Schritte wagen. Sie trauen ihren eigenen Theorien zu wenig, um entschlossener vorzugehen, um Vermutungen über das stabilitätspolitisch Notwendige rascher in die Tat umzusetzen und um daher auch drastische Maßnahmen zu ergreifen, wenn die Umstände dies eigentlich erfordern.

Wenn dagegen Zentralbanken ihrer

Sache wirklich ganz sicher wären und wenn sie diese Sicherheit zudem glaubwürdig ausstrahlen, dann könnten sie viel entschlossener Maßnahmen ergreifen. Dann gäbe es keinen Grund für Angst vor eigenen Fehlern und vor dem Urteil der Öffentlichkeit und damit auch keinen Grund für eine Geldpolitik der Trippelschritte. Die Schlüsselfrage zur Zukunft der Geldpolitik ist daher, welches geldpolitische Verfahren so sicher in der Diagnose, so zuverlässig in der Wirkung und so überzeugend in der öffentlichen Darstellung wäre, dass eine Zentralbank Krisen wie der gegenwärtigen notfalls auch mit drastischen Maßnahmen zuvorkommen kann.

Plausible Regelbindung: ein konstanter langfristiger Zins

Je drastischer die geldpolitischen Maßnahmen, je größer und rascher vor allem die möglichen Schritte der Leitzinsänderungen, desto höher sind die Anforderungen an deren Plausibilität. Solange Geldpolitik noch großenteils als eine Frage der Intuition gilt, kann eine Zentralbank sich daher keine wirklich drastischen Schritte erlauben, so notwendig diese eigentlich sein mögen. Intuition aber wird in den realen geldpolitischen Entscheidungen wie auch in deren öffentlicher Darstellung so lange eine prominente Rolle spielen, wie strittig bleibt, an welche Steuerungsgrößen Geldpolitik sich halten sollte. Für einige Zentralbanken hat die Inflationsrate, für andere die Inflationserwartung und für wieder andere die Geldmenge das höchste Gewicht, und manche verfolgen daneben auch Wechselkurs-, Beschäftigungs- und Wachstumsziele. Auch wenn eine Zentralbank sich hierzu deutlich positioniert, spielt doch zumindest bei der Gewichtung dieser

Ziele Intuition nach wie vor eine wichtige Rolle. Deswegen wird Geldpolitik im Urteil der Öffentlichkeit immer noch und immer wieder personalisiert, wird also das Urteil über geldpolitische Maßnahmen noch immer stark vom Vertrauen in einzelne Zentralbanker, in einen Greenspan, Bernanke, Duisenberg, Trichet oder andere beeinflusst. Hieran wird sich so lange wenig ändern, wie Zentralbanken ihre eigenen Grundsätze immer wieder modifizieren und relativieren und daher letztlich doch ad hoc über stabilitätspolitische Maßnahmen entscheiden müssen.

Grundlegend ändern könnte sich dies nur, wenn geldpolitische Entscheidungen aus einer fachlich viel plausibleren, viel durchschaubareren und damit auch für die Öffentlichkeit viel leichter verständlichen Regel abgeleitet würden als in der Vergangenheit. Erst wenn sie über eine solche fundiertere Regel verfügten und wenn sie diese zudem der Öffentlichkeit überzeugend vermitteln könnten, könnten Zentralbanken bedenkenlos die Regel für verbindlich erklären und danach bedenkenlos regelkonforme Maßnahmen ergreifen, wie drastisch diese im Einzelfall auch sein mögen. Die hohe Plausibilität der Regel würde sie dann z.B. bei drastischen Leitzinserhöhungen vor Vorwürfen wie Willkür, sozialer Rücksichtslosigkeit, fachlichem Irrtum oder falscher Intuition bewahren.

Die Politik von Zentralbanken war bisher von der Überzeugung geprägt, dass es eine solche Regel nicht gebe. Diese Überzeugung ist jedoch verfehlt. Eine Regel nämlich, die den genannten Anforderungen vollständig und auf einfache Weise gerecht würde, ist die so genannte Festzinsregel. Nach dieser

Regel hätte die Zentralbank einen langfristigen Zins konstant zu halten, den Zins nämlich für risikolose Anleihen einer bestimmten Laufzeit. Dies könnten Anleihen mit einer Laufzeit von beispielsweise sechs Jahren sein, die von der Zentralbank selbst begeben werden.¹

Der marktkonforme Zinssatz einer solchen Anleihe ist abhängig von Inflationserwartungen und von erwarteten realen Investitionsrenditen über die Laufzeit der Anleihe. Er entspricht, genauer gesagt, der Summe dieser beiden Erwartungsgrößen. Um diesen Zinssatz marktkonform konstant zu halten, müsste die Zentralbank daher die Summe dieser Größen, der längerfristigen Inflations- und Renditeerwartungen, stabilisieren. Sinken die realen Renditeerwartungen, müssten die Inflationserwartungen steigen und umgekehrt. Eine Zentralbank müsste also, wenn eine dieser Größen sich spontan ändert, mit Leitzinsänderungen gegensteuern. Sie müsste dies, wenn die spontane Änderung sehr rasch erfolgt, notfalls auch sehr rasch und auf drastische Weise tun. Damit wäre für Zentralbanken ein Zwang geschaffen, schon auf frühe Ansätze konjunktureller Fehlentwicklungen entschlossen zu reagieren. Dies wiederum ist die wichtigste Voraussetzung für eine bessere gesamtwirtschaftliche Stabilisierung, als Zentralbanken sie in der Vergangenheit erreicht haben.

Die Festzinsregel zeichnet sich durch Simplizität und Plausibilität aus, und beides hat mit Klarheit und Genauigkeit

¹ S. hierzu die Beiträge „Logik der Geldpolitik“ und „Logik der Geldpolitik (2)“ in reformforum-neopolis.de.

zu tun. Klar und präzise ist diese Regel deswegen, weil der Zins eines Wertpapiers viel eindeutiger definiert und viel exakter feststellbar ist als jede andere geldpolitische Steuerungsgröße.² Alle anderen halbwegs plausiblen Steuerungsgrößen ließen einer Zentralbank, selbst wenn sie die strikte Einhaltung eines Zielwertes zur Regel machte, letztlich doch einen weiten Spielraum hinsichtlich des Wann und des Wieviel ihres Handelns. So bestünde u.a. bei einer Geldmengensteuerung Bemesungsspielraum hinsichtlich der Geldmenge, bei einer Inflationssteuerung hinsichtlich der tatsächlichen und der erwarteten Inflationsrate, und weite Spielräume würden sich auch bei einer - in der Fachwelt gelegentlich diskutierten - Steuerung des nominalen Wirtschaftswachstums ergeben. Solche Steuerungsgrößen legen nicht nur falsche Eingriffszeitpunkte nahe, sondern sie sind auch zu unpräzise, um die Anfälligkeit von Zentralbanken für politische Rücksichtnahmen, für das Festhalten an unzeitgemäßen Theorien und für falsches Vertrauen in die eigene Intuition aus der Welt zu schaffen. Der langfristige Zins dagegen ist die eine und einzige Steuerungsgröße, die keine solchen Unschärfen in der Geldpolitik zuließe.

Dennoch wäre natürlich auch eine Festzinspolitik, so überlegen sie jeder herkömmlichen Art von Geldpolitik wäre, nicht vor Fehlern gefeit. Der größte Fehler könnte bei der Bestimmung des konstant zu haltenden Zinses unterlaufen. Geradezu fatal könnte sich

auswirken, wenn dieser Zinssatz zu niedrig gewählt würde. Dann nämlich könnte die Zentralbank bei hohen Renditeerwartungen gezwungen sein, Inflationserwartungen unter null zu erzeugen und damit auf eine Deflation abzielen. Aus diesem Grund sollte der konstant zu haltende Zins für längerfristige risikofreie Anlagen nicht unter drei Prozent liegen.

Festzinsregel, Spekulationsblasen und Markttransparenz

Die gegenwärtige Krise hat gezeigt, dass Geldpolitik sich nicht darauf beschränken darf, einer Inflation der Verbraucherpreise vorzubeugen. Sie muss auch so genannten Spekulationsblasen vorbeugen, einer Preisinflation also bei Vermögensgegenständen wie Aktien und Immobilien. Dieser Aufgabe vor allem zeigte sich die herkömmliche Geldpolitik in jüngerer Zeit nicht gewachsen. Keiner der herkömmlichen Indikatoren gab der Geldpolitik hinreichend klare Signale für ein rechtzeitiges Eingreifen gegen kollektive spekulative Exzesse. Die Festzinsregel ist daher auch und insbesondere daran zu messen, ob sie spekulativen Fehlentwicklungen auf dem Markt für Vermögensgegenstände wirksamer vorbeugt als herkömmliche Prinzipien der Geldpolitik.

Auch dieser Anforderung würde die Festzinsregel auf leicht ersichtliche Weise genügen. Zeiten nämlich, in denen die Preise von Aktien oder Immobilien stark steigen, sind - da der Preisanstieg Teil der Rendite ist - zwangsläufig Zeiten hoher Renditeerwartungen. Die Festzinsregel aber würde bei jedem Anstieg der Renditeerwartungen, ganz gleich ob sie realwirt-

² Eine Ausnahme ist die Wechselkursfixierung, die ebenfalls eine klare Regelbindung der Geldpolitik darstellt. Diese ist aber nur die Unterwerfung unter die geldpolitischen Maximen einer fremden Zentralbank.

schaftlich begründet oder ob sie nur Vorboten einer irrationalen Spekulationsblase sind, die Zentralbank zum sofortigen Gegensteuern zwingen, viel früher also, als im Rahmen herkömmlicher Geldpolitik auf Konjunkturindikatoren reagiert wurde. Zu einer Krise wie der gegenwärtigen könnte es daher bei Anwendung der Festzinsregel nicht mehr kommen.

Wie groß das gesamtwirtschaftliche Krisenpotential ist, hängt dennoch nicht nur von der Geldpolitik ab, sondern natürlich immer auch von der Qualität staatlicher Regulierung. Die gegenwärtige Krise wäre auch ohne jede Neuorientierung der Geldpolitik moderater ausgefallen, wenn auf den Finanzmärkten mehr Transparenz geherrscht hätte. Hätte es insbesondere im Bankenwesen eine kompetentere staatliche Regulierung gegeben, hätten Verschleierung und Fehleinschätzung wirtschaftlicher Risiken kein solches Ausmaß angenommen. Strikte staatliche Transparenzgebote und deren strikte Durchsetzung verbessern daher die Erfolgsaussichten von Stabilitätspolitik gleich welcher Art. Dies gilt für die herkömmliche Ad-hoc-Politik von Zentralban-

ken, und es würde auch für eine regelgebundene Festzinspolitik gelten. Für eine langfristig krisenarme gesamtwirtschaftliche Entwicklung wäre daher beides notwendig, eine neue Art von Geldpolitik und eine ebenso von alten Dogmen befreite Regulierung der Wirtschaft. Zu den vorrangigen Aufgaben einer solchen neuartigen Regulierung würde gehören, gravierende Konstruktionsfehler im bestehenden Bankwesen zu beheben.³

02 - 2009

www.reformforum-neopolis.de

S. auch die weiteren Beiträge zur Finanzmarktkrise in www.reformforum-neopolis.de, insbesondere:

- Finanzmarktkrise und Wirtschaftszyklus – die Kurzanalyse
- Finanzmarktkrise – die Gesamtanalyse
- Finanzmarktkrise – die Konstruktionsfehler im Bankensystem
- Finanzmarktkrise und Beschäftigung
- Finanzmarktkrise – theoretische Grundlagen (in Vorbereitung)
- Staatsfinanzen und Neokratie

³ S. hierzu *Finanzmarktkrise – die Konstruktionsfehler im Bankensystem* in www.reformforum-neopolis.de