

Konjunkturschlaglicht

Risiken der Geldpolitik

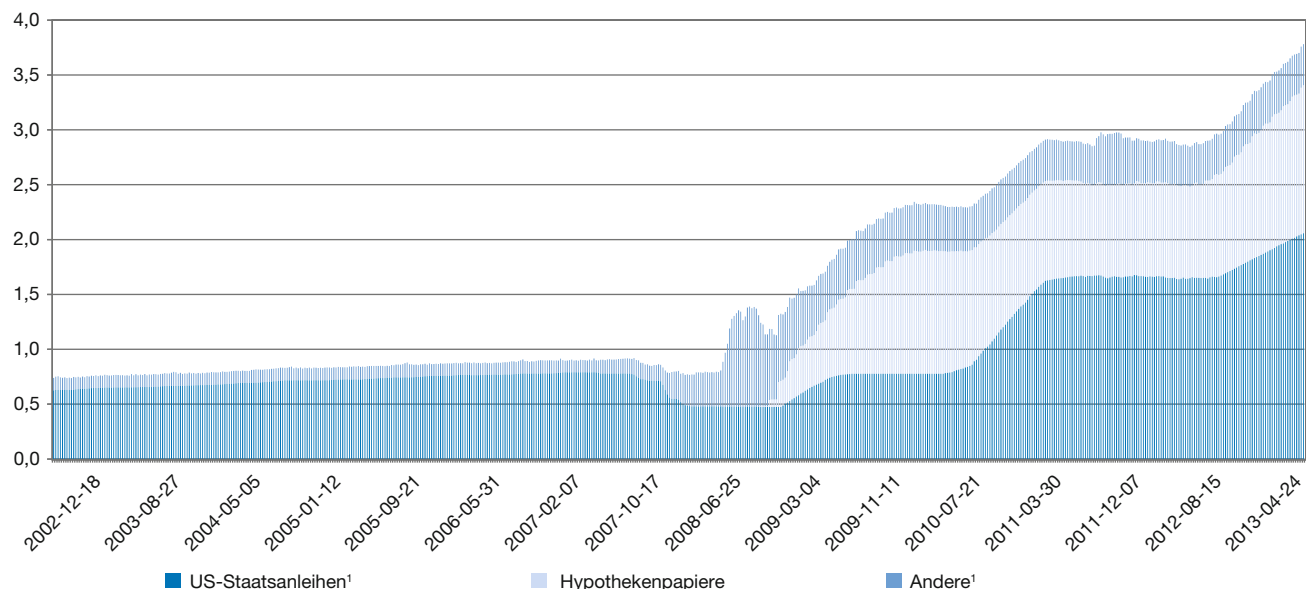
Im September hat die Federal Reserve Bank die Märkte mit der Entscheidung überrascht, den Ankauf von Staatsanleihen und Hypothekenpapieren über monatlich 85 Mrd. US-\$ vorerst nicht zu reduzieren. Nachdem in Erwartung eines allmählichen Ausstiegs aus dem Ankaufprogramm die Zinsen auf zehnjährige US-Staatsanleihen um über 100 Basispunkte auf fast 3% gestiegen sind, dürfte dieser Anstieg der Federal Reserve aber bereits zu stark gewesen sein. Der aufgeschobene Ausstieg deutet ferner darauf hin, dass die „quantitative Lockerung“ neben der konventionellen Leitzinspolitik weiterhin als ein wichtiges Instrument der Geldpolitik betrachtet wird. Die direkte Beeinflussung mittel- und langfristiger Marktzinsen zeigt, dass die geldpolitische Transmission nach Einschätzung der Fed nach wie vor gestört ist. Der Ausstieg aus der ultra-lockeren Geldpolitik wird weiterhin davon abhängen, wie sich der US-Arbeitsmarkt entwickelt und inwieweit die Inflationserwartungen stabil bleiben. Einen Sondereinflussfaktor stellt nach wie vor die Entwicklung auf dem US-Häusermarkt dar, der als Transmis-

sionskanal der Geldpolitik eine wichtige Rolle spielt. Neue konjunkturelle Risiken kommen unterdessen vom „shutdown“ in den USA, die sich materialisieren könnten, wenn es nicht zur Anhebung der Schuldenobergrenze kommen sollte. In diesem Fall ist sogar mit globalen Verwerfungen an den Finanzmärkten zu rechnen. Auch im Euroraum scheint eine Zinswende angesichts der weiter schwelenden Schuldenkrise noch nicht in Sicht. Insgesamt erfordert die Lage weiterhin eine expansiv ausgerichtete Geldpolitik – auch mit den Mitteln unkonventioneller Geldpolitik. Die Geldbasis (nicht die Geldmenge) hat sich in den USA durch die quantitative Lockerung der Geldpolitik erheblich ausgeweitet (vgl. Abbildung 1).

Eine langanhaltende Niedrigzinsphase birgt mittelfristig jedoch auch Risiken und kann zu Verwerfungen auf den Finanzmärkten führen. Billiges Geld, finanzielle Repression und die Manipulation von Marktzinsen führen dazu, dass die Geldpolitik neben der Bereitstellung von Liquidität zunehmend allokativen Entscheidungen

Abbildung 1
Zentralbankbilanz der Federal Reserve Bank (Aktivseite = Entstehungsseite)

in Billionen US-\$



¹ Wochen-Durchschnitt.

Quelle: Federal Reserve, www.federalreserve.gov (Series H.4.1) (2.10.2013).

maßgeblich beeinflusst. Dadurch verliert die Geldpolitik umgekehrt die Nähe zu den Märkten und wichtige Marktinformationen wie z.B. durch die Zinsstruktur. Das globale Finanzsystem war im Wesentlichen durch Staatsanleihen als risikolosem Zins kalibriert. Dieser „Fixpunkt“ droht sich angesichts der Staatsschuldenkrise in Europa und in den USA zu verschieben. Die Verarbeitung von Informationen folgt unter paradigmatischer Unsicherheit anderen Mustern, wie Erkenntnisse des Behavioral Finance zeigen.¹ Durch den „Risikokanal“ der Geldpolitik² kann eine Niedrigzinsphase insbesondere für Versicherungen mit langfristig fixierten Renditezusagen zu einem verzerrenden „search for

yield“ führen. Hält die Zentralbank die Zinsen für einen langen Zeitraum auf niedrigem Niveau, so erhöht dies die Anreize der Anleger, verstärkt in risikobehaftete Anlageklassen zu investieren. Dies kann zu Vermögenspreisblasen, erhöhter Volatilität der Kapitalbewegungen, multiplen Gleichgewichten und einem fortgesetzten Korrekturbedarf auf den Finanzmärkten führen. Vor diesem Hintergrund stellt sich für die Geldpolitik die grundsätzliche Frage, ob die aktuelle Krise im Kern eine Keynesianische (Unterkonsumptions- und Vertrauenskrise), eine Österreichische (Überinvestitions-)Krise oder eine Kombination beider Arten ist. Im Fall einer Österreichischen Krise wäre die derzeitige ultra-lockere Geldpolitik das falsche Rezept und die anhaltende Niedrigzinsphase mittelfristig ein hohes Risiko.

- 1 Vgl. hierzu auch die Konzepte „Anchoring“ und „Framing“ nach D. Kahneman, A. Tversky: Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases, in: Science, 185. Jg. (1974), Nr. 2, S. 263-291.
- 2 Vgl. R. G. Rajan: Has financial development made the world riskier?, NBER Working Paper, Nr. 11728, 2005.

Henning Vöpel
voepel@hwwi.org