

Das Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrise(n) – update¹

Von Karlheinz Ruckriegel

Die Finanzmarktkrise begann für die EZB am 9. August 2007 mit Turbulenzen auf dem Geldmarkt, als es, infolge der ersten Nachwirkungen der „Subprime-Krise“ in den USA² (Probleme der IKB-Bank etc.) weltweit aufgrund einer „plötzlich“ um sich greifenden Panik und – als Folge – zu einem Austrocknen der Interbanken-Geldmärkte kam. Die EZB griff massiv mit Feinsteuerungsmaßnahmen ein, um den Banken „beizustehen“ und stellte in einem – vorher noch nie gekannten Ausmaß – kurzfristig zusätzliche Liquidität bereit.³ Während damals andere Zentralbanken noch zögerten und den „Ernst“ der Lage erst langsam zu begreifen begannen, hat die EZB rasch gehandelt. Dies war aber nur der Anfang. Richtig „los“ ging es 2008. Mittlerweile hat diese Finanzmarktkrise auch auf dem Markt für Staatsanleihen ihren Niederschlag gefun-

¹ Dieser Beitrag ist eine überarbeitete Fassung eines Aufsatzes, der im Februar 2011 im Wirtschaftsdienst erschienen ist (Ruckriegel, 2011a).

² „It is now widely recognized that in the run-up to the crisis, there was a significant underappreciation of systemic risk, so much so that many viewed policymakers as having established an era of sustained and stable expansion – labeled the “Great Moderation.” With the benefit of hindsight, low nominal interest rates, abundant liquidity, and a favorable macroeconomic environment encouraged the private sector to take on ever-increasing risks. Financial institutions provided loans with inadequate checks on borrowers’ ability to pay and developed new and highly complex financial products in an attempt to extract higher returns. Many financial regulators and supervisors were lulled into complacency and did not respond to the building up of vulnerabilities.“ (IMF, 2010).

³ „Die EZB reagierte umgehend und stellte Banken im Euroraum noch am selben Tag Liquidität in jeder gewünschten Höhe als Tagesgeld gegen Sicherheiten zum geltenden Hauptrefinanzierungssatz zur Verfügung. Insgesamt schöpften die Banken Liquidität im Umfang von 95 Mrd. € ab; daran lässt sich die Schwere des Schocks ablesen.“ (EZB, 2010a, S. 68).

den. Diese Krisen brachten auch ein offenkundiges Scheitern der Neoklassik ans Licht und führten so zu einer fundamentalen Krise in der Ökonomie (Ruckriegel, 2011b). Bei den Notenbanken ist deshalb weltweit auch ein Umdenken zu beobachten. Dieser Aufsatz zeichnet das Verhalten der EZB während der letzten Jahre im Einzelnen nach und zieht – vor dem Hintergrund der Erkenntnisse der Behavioral Economics – Schlüsse für das künftig notwendige Verhalten der EZB.

*1. Die Zinserhöhungen im Juli 2008 (und im April/Juli 2011):
voreilige und problematische Maßnahmen*

Die EZB strebt an, den Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) bei knapp unter zwei Prozent zu halten. Dies soll auch die Orientierungsmarke für die Inflationserwartungen sein. Mit ihren Zinserhöhungen im Juli 2008 und im April bzw. Juli 2011 wollte sie den Märkten signalisieren, dass sie nicht bereit ist, durch höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise bedingte, breit angelegte Zweitrundeneffekte auf das Lohn- und Preissetzungsverhalten zu akzeptieren. Die Verschiebung der relativen Preise und der damit verbundene Einkommenstransfer müsse vielmehr hingenommen werden, so die EZB. Diese Entschlossenheit sollte auch klar signalisieren, dass die EZB mittelfristig den Anstieg des HVPI wieder auf etwa zwei Prozent zurückführen will. Damit sollte auch erreicht werden, dass die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen bei diesem Wert verankert bleiben (EZB, 2010a, S. 69). In derselben Art und Weise argumentierte die EZB im Zusammenhang mit den Zinserhöhungen im April und Juli 2011.⁴

Der nationale Verbraucherpreisindex stieg in Deutschland im Juli 2008 um 3,3% gegenüber dem Vorjahr an (der harmonisierte Verbraucherpreisindex nahm in Deutschland um 3,5% zu). Inflationstreiber

⁴ „Der hauptsächlich von der Entwicklung der Energie- und Rohstoffpreise ausgehende Aufwärtsdruck auf die Inflation ist auch weiterhin in den früheren Stufen des Produktionsprozesses erkennbar. Es ist nach wie vor von vorrangiger Bedeutung, dass sich der Anstieg der HVPI Teuerungsrate nicht in Zweitrundeneffekten beim Preis- und Lohnsetzungsverhalten niederschlägt und keinen breit angelegten Inflationsdruck nach sich zieht. Die Inflationserwartungen müssen fest auf einem Niveau verankert bleiben, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten.“ (EZB, 2011, S. 6).

waren die Nahrungsmittel (8,0%), insbesondere aber der Anstieg der Energiepreise (Haushaltsenergie 15,1%; Kraftstoffe 15,2%). Im Eurogebiet lag der Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindexes (HVPI) im Juni und Juli 2008 bei jeweils 4,0%. Die Kerninflationsrate (ohne Energieträger und unverarbeitete Nahrungsmittel) lag in beiden Monaten bei 2,5%.

Abb. 1: Entwicklung der Inflationsrate im Jahre 2008

Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Februar 2009, S. 21

Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %				
Position	2008			
	1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
HPVI insgesamt	3,4	3,6	3,8	2,3
darunter:				
Energie	10,8	14	15,1	2,1
unverarbeitete Lebensmittel	3,5	3,7	3,9	3
HPVI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel	2,5	2,5	2,5	2,2
davon:				
verarbeitete Nahrungsmittel	6,4	6,9	6,7	4,3
gewerbliche Waren und Dienstleistungen	2,4	2,4	2,6	2,6
Deutsche Bundesbank				

Folgende Ursachen wurden für den weltweiten Anstieg der Nahrungsmittel- und Energiepreise genannt:

Nahrungsmittel:

- Nutzung landwirtschaftlicher Nutzflächen zur Gewinnung von Biotreibstoffen
- zunehmende Nahrungsmittelnachfrage aus den Schwellenländern

- Vernachlässigung der bäuerlichen Landwirtschaft in den Entwicklungsländern
- Einsteigen von Finanzinvestoren (Hedgefonds, Pensionsfonds) – Spekulation über die Derivatemärkte.

Energie:

- Zunahme der Nachfrage aus den Schwellenländern bei begrenztem Angebot
- Einsteigen von Finanzinvestoren (Hedgefonds, Pensionsfonds) – Spekulation über die Derivatemärkte.

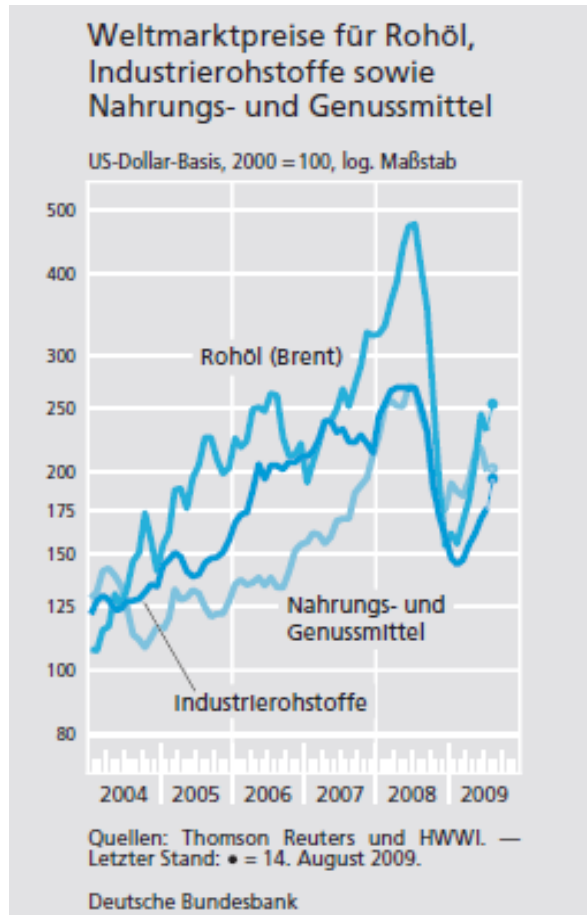
Wie sich anhand folgender Grafik erkennen lässt, kam es ab Ende 2007 zu einem drastischen Anstieg bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen, der sich aufgrund seines abrupten Auftretens nur noch spekulativ und herdeneffektbedingt, nicht aber realwirtschaftlich (Zunahme der Knappheit) erklären ließ. Genauso „über Nacht“, wie die Preise innerhalb kürzester Zeit explodiert waren, sind sie ab August 2008 massiv gesunken. Offensichtlich ist die EZB mit ihrer Zinserhöhung im Juli 2008, die sie mit einem Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise begründete, einer kurzfristig spekulativen und herdeneffektbedingten Übertreibung der Märkte „auf den Leim“ gegangen und hat ohne Not den Zinssatz erhöht. Dasselbe Spiel wiederholte sich 2011.⁵

Grundsätzlich stellt sich aber auch die Frage, ob eine Zentralbank im Falle von Rohstoffpreiserhöhungen überhaupt die Zinsen erhöhen sollte, da sie damit ja keinerlei Einfluss auf diese Preiserhöhungen hat (im Einzelnen hierzu Ruckriegel, 2012). Zwar kann eine Zentralbank Zinserhöhungen „als Strafe“ androhen, um die Tarifparteien von Zweitrundeeffekten abzuhalten. Warum soll aber eine Zentralbank solche Drohun-

⁵„Die Kletterpartie der Preise für Lebensmittel und Energie weckt Erinnerungen an die Jahre 2007 und 2008. Damals hatte sich die Inflationsrate im Euro-Raum binnen weniger Monate von rund zwei auf vier Prozent verdoppelt. Auslöser waren spekulative Übertreibungen bei den Preisen von Öl, Weizen, Mais und anderen Rohstoffen. Als die Weltwirtschaft im Gefolge der Lehman-Pleite in die Rezession stürzte, platze die Preisblase ebenso rasch, wie sie zuvor entstanden war. Mitte 2009 rutschte die Teuerungsrate sogar in den negativen Bereich, an den Finanzmärkten machte sich Angst vor Deflation breit. Geht es nun auf der Preis-Achterbahn wieder nach oben?“ Geld jagt Güter (Titelgeschichte), Wirtschaftswoche Nr. 4 vom 24.1.2011, S. 22.

gen bereits in die Tat umsetzen, bevor solche Zweitrundeneffekte überhaupt entstanden sind?

Abb.2: Weltmarktpreise für Rohöl, sowie Nahrungs- und Genussmittel
Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht August 2009, S. 14



Schon Anfang Juli 2008 war diese Zinserhöhung umstritten, da sich die Konjunktur im Euroraum bereits merklich abgekühlt hat. In Deutschland zeigte sich dies etwa an Frühindikatoren (ifo-Geschäftsklimaindex, Auftragseingänge) sowie an Präsenzindikatoren (Produktion, BIP-Werte für das II. Quartal). Kritiker argumentierten deshalb auch, dass die Zinserhöhung der EZB ihrerseits die Konjunkturschwäche noch verschärfte. Ähnliche Argumente fanden sich 2011 als die EZB im April und Juli die

Zinsen für das Hauptrefinanzierungsgeschäft in zwei Schritten von 1% auf 1,5 % an hob (im November und Dezember senkte sie die Zinsen in zwei Schritten wieder auf 1 %).⁶ .

Spekulative und herdeneffektbedingte Übertreibungen in die eine oder andere Richtung als Anlass für Zinsentscheidungen zu nehmen, überträgt ohne Not die Volatilität der Finanzmärkte auch noch auf die Realwirtschaft. Zielführender wäre es gewesen, darauf hinzuweisen, dass der Anstieg der Inflationsrate im Sommer 2008 bzw. im Frühjahr/Sommer 2011 nur spekulativen und herdeneffektbedingten Übertreibungen auf den Rohstoffmärkten geschuldet war und die Kerninflationsrate, die im Sommer 2008 bei 2,5% und Frühjahr/Sommer 2011 sogar deutlich unter 2% lag, stärker in den Mittelpunkt zu rücken. Dies wäre wohl auch ausreichend gewesen im Hinblick auf die Steuerung der Inflationserwartungen.

Die Finanzkrise hat im Verlauf des Sommers 2008 zu einer drastischen Eintrübung des weltweiten Konjunktugeschehens geführt, so dass sich auch die EZB – ebenso wie die anderen weltweit bedeutenden Zentralbanken – gezwungen sah, ab Anfang Oktober 2008 die Zinsen stark zu senken (ab November 2011 sah sich die EZB erneut veranlasst, die Zinsen zu senken). Hinzu kam, dass die Inflationsrate im Herbst 2008 stark zurückgegangen ist, was auch auf sinkende Energiepreise zurückzuführen war. Hinzu kam, dass die Lehman-Pleite weltweit eine erneute Panikreaktion bei den Finanzinstituten auslöste, was insbesondere die Interbanken-Geldmärkte weltweit zusammenbrechen ließ. Die Interbanken-Geldmärkte haben sich bis heute noch nicht erholt.

⁶ „Der Anstieg der Inflationsrate Anfang 2011 spiegelt in erster Linie höhere Rohstoffpreise wider. Der von den stark gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreisen ausgehende Preisdruck ist auch in den früheren Stufen des Produktionsprozesses erkennbar. Es ist von vorrangiger Bedeutung, dass die Zunahme der HVPI-Teuerungsrate nicht zu Zweitrundeneffekten beim Lohn- und Preissetzungsverhalten führt und somit auf mittlere Sicht keinen breit angelegten Inflationsdruck zur Folge hat. Die Inflationserwartungen müssen fest auf einem Niveau verankert bleiben, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten.“ (EZB, 2011a, S. 6). Eine nahezu identische Argumentation findet sich im Monatsbericht Juli 2011, um die zweite Anhebung des Zinssatzes (von 1,25 auf 1,50%) zu begründen (EZB, 2011b, S. 6).

2. Umgestaltung des geldpolitischen Standardinstrumentariums ab Oktober 2008

Von Mitte Oktober 2008 bis Mitte Mai 2009 senkte die EZB die Zinssätze beim Hauptrefinanzierungsgeschäft von 4,25% (Mindestbietungssatz bei Zinstender bei begrenzter Zuteilung) bis auf 1,00% (Festzinssatz beim Mengentender bei voller Zuteilung der gebotenen Beträge), beim Spitzenrefinanzierungsgeschäft von 5,25% bis auf 1,75%. Der Zinssatz für die Einlagefazilität wurde von 3,25% bis auf 0,25% gesenkt. Der Zinssatz für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte entsprach (i.d.R.) dem des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (Festzinssatz).

Beim Hauptrefinanzierungsgeschäft handelt es sich um einen Kredit mit einer Laufzeit von einer Woche auf Tenderbasis, d.h. dieses Geschäft wird von der EZB wöchentlich ausgeschrieben und die Kreditinstitute können sich daran beteiligen („bieten“). Die Kreditinstitute bekommen derzeit zu dem von der EZB festgelegten (Fest-)Zinssatz die von ihnen gewünschten Beträge. Bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, die ursprünglich nur eine Laufzeit von drei Monaten hatten, wurde das Laufzeitspektrum um Ein-, Sechs- und Zwölf-Monatsender erweitert. Seit Ende 2011 bietet die EZB sogar Geschäfte mit einer Laufzeit von 36 Monaten an. Die Abwicklung erfolgt ebenfalls nach dem Tendersverfahren. Auch bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften kommt es seither zu einer vollen Zuteilung der gewünschten Beträge.

Bei der Spitzenrefinanzierungsfazilität handelt es sich um die Möglichkeit einer Kreditaufnahme beim Eurosystem „über Nacht“, bei der Einlagefazilität um die Möglichkeit einer Mittelanlage bei Eurosystem „über Nacht“. Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bildet die Obergrenze, der für die Einlagefazilität die Untergrenze für den Tagesgeldsatz am Interbanken-Geldmarkt. Eine Kreditaufnahme beim Eurosystem muss mit Sicherheiten unterlegt werden. Seit Oktober 2008 wurde der Katalog der zugelassenen Sicherheiten erweitert. Während bis zum Lehman-Schock im Herbst 2008 die EZB nur den Tagesgeldmarkt steuerte, nimmt sie seither auch auf die Zinssätze für Ausleihungen unter Banken mit längeren Laufzeiten direkt Einfluss. Seit Ende 2011 ist sie sogar im Drei-Jahresbereich aktiv.

Die Mindestreserve zwingt die Kreditinstitute, Guthaben beim Eurosystem auf dem Konto „Einlagen auf Girokonten“ zu halten. Da die Verzinsung der mindestreservebedingten Guthaben an den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte gebunden ist, kam es folglich auch hier

zu entsprechenden Zinssenkungen. Zudem wurde auch der Mindestreservesatz – erstmalig seit 1999 – Ende 2011 gesenkt, und zwar von 2% auf 1% der mindestreservepflichtigen Verbindlichkeiten. Durch diese Maßnahme wurde die Liquiditätsversorgung des Bankensektors deutlich verbessert, da das Mindestreserve-Soll, also die Guthaben, die die Banken beim Eurosystem aus Gründen der Erfüllung der Mindestreservepflicht halten müssen, halbiert wurden.

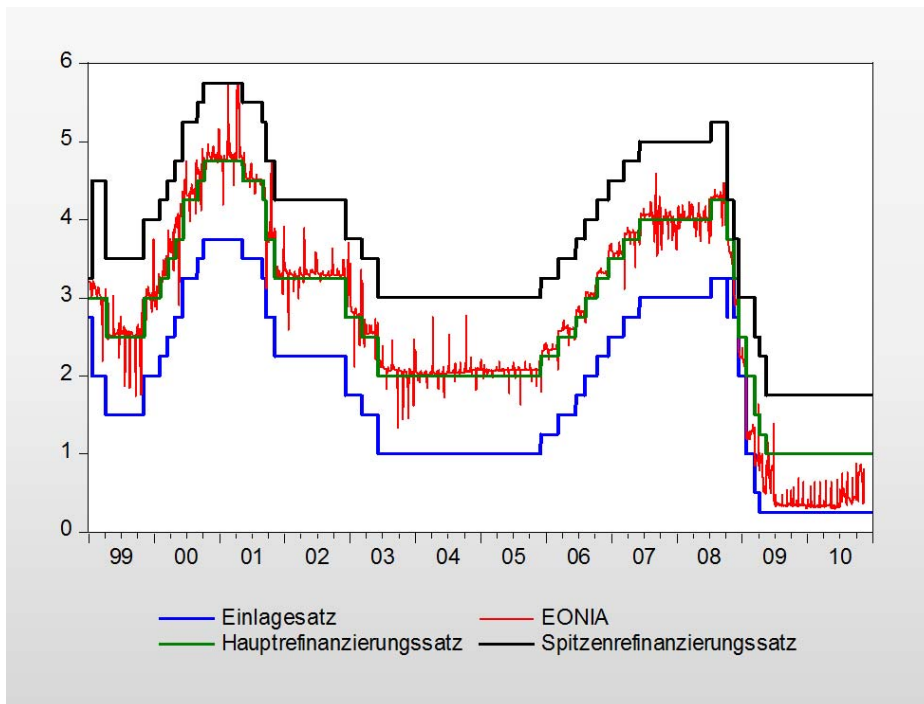
Nach der „Lehman“-Pleite Mitte September 2008 kam es panikartig zu einem totalen Vertrauensverlust auf den Interbanken-Geldmärkten. Dies hatte zur Folge, dass diese Märkte schlagartig austrockneten und Banken hierüber weder kurzfristig Geld anlegen wollten, noch Geld aufnehmen konnten. Die Banken drängten daher in die Notenbank und die Zinsgebote beim Zinstender stiegen enorm an, so dass der durchschnittliche Zuteilungssatz bei Hauptrefinanzierungsgeschäften (Zinstender) vom 10.9. bis zum 8.10.2008 von 4,41% auf 4,99% stieg. Bis Anfang Oktober 2008 wurden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Zinstender mit Vorgabe eines Mindestbietungssatzes ausgeschrieben, den die Kreditinstitute mindestens bieten mussten. Dieser Mindestbietungssatz lag nach seiner Erhöhung im Juli 2008 bei 4,25%. Aus Sicht der EZB kam diesem Zinssatz eine geldpolitische Signalfunktion für die geldpolitisch gewünschte Höhe des Tagesgeldsatzes und damit verbunden eine Orientierungsfunktion für die Höhe der Zinsgebote der Banken zu.

Nach der „Lehman“-Pleite hatte dieser Zinssatz für die Gebote der Kreditinstitute aber keine Bedeutung mehr, da es für die Banken nur noch darum ging, auf jeden Fall Liquidität zu bekommen und – als Reaktion auf die „Panikstimmung“ unter den Banken – auch auf Vorrat zu horten – koste es was es wolle! Um den Zinssatz zu senken, stellte die EZB ab dem 15.10. 2008 auf einen Mengentender mit voller Zuteilung zu einem Festzinssatz von 3,75% um, d.h. die Banken konnten zum Zinssatz von 3,75% so viel Liquidität vom Eurosystem erhalten wie sie wollten. Dies galt sowohl für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als auch für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

Der Übergang zur vollkommenen Zuteilung aller Gebote war eine grundlegende Änderung der Liquiditätsversorgung des Bankensystems durch die EZB. Bis zu diesem Zeitpunkt orientierte sich die Liquiditätsversorgung des Bankensystem durch die EZB nämlich immer an der Frage, wie viel Liquidität notwendig war, damit das Bankensystem als Ganzes ihr Mindestreserve-Soll erfüllen konnte. Die EZB hatte also ge-

Abb. 3: Tagesgeldzinssatz (EONIA) und Notenbankzinssätze in %
(von 1999-2010)

Quelle: Eigene Darstellung nach Angaben der Deutsche Bundesbank



naue Vorstellungen über die Höhe der notwendigen Liquiditätsausstattung, weshalb es auch bis Mitte Oktober klare Zuteilungsbegrenzungen gab. Dahinter stand die Vorstellung, dass es nur darauf ankommt, die Liquiditätsversorgung des Bankensystem als Ganzes im Auge zu behalten und zu decken, da Liquiditätsüberschüsse bzw. -defizite bei einzelnen Banken, die im Zuge der täglichen Bankgeschäfte an der Tagesordnung sind, stillschweigend über die Interbanken-Geldmärkte ausgeglichen würden. Dies setzte aber funktionierende Interbanken-Geldmärkte voraus. Nach der Lehman-Pleite gab es diese aber schlicht nicht mehr. Da es damit auch zunehmend schwieriger wurde, sich von US-Banken zu besorgen, hat die US-Zentralbank Fed direkt US-\$ u.a. der EZB zur Verfügung gestellt, über die dann Banken im Euro-Währungsbereich US-\$ erhalten konnten.

Abb. 4: Konsolidierter Ausweis (wöchentliche Bilanz) des Eurosystems
zum 27.1.2012 (in Mrd. €) – vereinfachte Darstellung

Quelle: Eigene Darstellung nach Angaben der Deutsche Bundesbank

A.1 Währungsreserven	668	P.1 Banknotenumlauf	869
A.2a Kredite an Kreditinstitute	809	P.2 Verbindl. ggü. Kreditinstituten	798
darunter:		darunter:	
Hauptfinanzierungsge.	130	Einlagen auf Girokonten	89
Längerfr.		Einlagefazilität	489
Refinanzierungsge.	677		
darunter		Termineinlagen	219
mit Laufzeit von 3 Jahren	489		
Spitzenrefinanzierungs- fazilität	2	P.3 Sonstiges	1015
A.2b Wertpapiere	625	darunter	
WP für geldpol. Zwecke	283		
darunter		Einlage von öffentl. Hh	126
gedeckte Bank-Schuldvers.	64	Ausgleichsp. Neubewert.	394
Staatsanleihen	219	Kapital und Rücklagen	82
Sonstige WP	342		
A.3. Sonstiges	580		
	<u>2682</u>		<u>2682</u>

Seither haben sich die Interbanken-Geldmärkte noch nicht normalisiert. Dies zeigt sich darin, dass die Geschäftsbanken überschüssige Liquidität über Hauptfinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte teuer aufnehmen (derzeit 1%) und niedrig verzinst als Einlage im Rahmen der Einlagefazilität (derzeit 0,25%) als Liquiditätsvorsorge beim Eurosystem halten. So lagen etwa die Guthaben für Einlagefazilitäten kurz vor der Lehman-Pleite bei 55 Mio.(!) Euro (12.9.2008), danach stiegen sie sprunghaft auf über 154 Mrd. Euro an (10.10.2008). Ende Januar 2012 lagen diese Einlagen bei 489 Mrd. Euro (siehe Konsolidierter Ausweis des Eurosystems vom 27.1.2012 weiter unten). Ende 2011 bot die EZB erstmalig ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft mit einer Laufzeit von 36 Monaten an. Die Banken haben hier 486 Mrd. nachgefragt. Die in den ersten Wochen 2012 gesunkenen Renditen für Staatsanleihen sind auch darauf zurückzuführen, dass die Banken –

insbesondere in Italien und Spanien mit diesen Mitteln auch Staatsanleihen ankauften. So sind etwa die Renditen für 10-jährige italienische Staatsanleihen von 7,5 % Ende November 2011 auf 5,5% Ende Februar 2012 gesunken, die für zweijährige von 7,5 % sogar auf unter 3%. Die Termineinlagen (Laufzeit 7 Tage), die die EZB nach Beginn des Ankaufs von Staatsanleihen im Mai 2010 im Tenderverfahren angeboten hat, um die durch den Ankauf von Staatsanleihen (Bestände) geschaffenen Zentralbank-Guthaben zu sterilisieren, d.h. abzuschöpfen, lagen Ende Januar 2012 bei 219 Mrd. Euro (dies entspricht dem Bestand an staatlichen Schuldverschreibungen in der Bilanz des Eurosystems infolge des interventionsbedingten Ankaufs von Staatsanleihen seit dem 10. Mai 2010).

Die konsolidierte Bilanz des Eurosystems basiert auf Marktbewertungen. Soweit die Marktwerte die Anschaffungskurse übersteigen, führt dies nicht zu Gewinnausschüttungen, sondern wird in der Passiv-Position „Ausgleichsposten Neubewertung“ erfasst. Ende Januar 2012 hatte diese Position eine Größenordnung von 394 Mrd. Euro.

Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers Mitte September 2008, kam es zu einem panikartigen Wegbrechen des Vertrauens auf den Finanzmärkten, so dass diese Märkte austrockneten. Die Zentralbanken hatten keine andere Möglichkeit als selbst an die Stelle der Interbanken-Geldmärkte zu treten, um das Finanzsystem vor einem Zusammenbruch zu bewahren. Als Konsequenz öffneten sie alle Liquiditätsschleusen und teilten unbegrenzt Liquidität (Guthaben bei der Zentralbank) zu. Ähnliches Panikverhalten drohte im Zusammenhang mit der Griechenlandkrise im Mai 2010⁷ und danach, war aber auch schon im Sommer 2007 zu beobachten.

⁷ So sahen sich die Regierungschefs der Staaten der Eurozone, die EU-Kommission, der IWF sowie die Europäische Zentralbank gezwungen, über das Wochenende vom 8./9. Mai 2010 mit ungewöhnlichen Maßnahmen (750 Mrd. Hilfspaket; Ankauf von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank) die Märkte zu beruhigen. Am Montag (10.5.2010) mussten sich dann Leerverkäufer kurzfristig am Markt eindecken, was etwa dazu führte, dass die Rendite für 10-jährige griechische Staatsanleihen von 12,45% (7.5.) auf 6,75% (10.5.) zurückging (vgl. Financial Times Deutschland vom 11.5.2010, Leerverkäufer erleben schwarzen Montag, S. 5). Hätten Politik und Zentralbank nichts unternommen, wäre es wohl zu einem erneuten Wegbrechen der Finanzmärkte aufgrund mangelnden Vertrauens unter den Finanzinstituten („Wer hat welche Staatsanleihen in seinen Büchern stehen?“) wie nach dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers Mitte September 2008, gekommen. Zum Vortrag von EZB-Präsident Jean Claude Trichet vor den Staats-

Unter den normalen Umständen eines funktionierenden Geldmarktes führt eine Erhöhung/Verminderung des Mindestbietungssatzes beim Zinstender bzw. des Festzinssatzes beim Mengentender dazu, dass der Tagesgeldsatz (gemessen am EONIA) steigt und umgekehrt (siehe Abb. 3). Der Mindestbietungssatz/Festzinssatz dient als Leitzinssatz für den Tagesgeldsatz. Kommt es liquiditätsbedingt zu Anspannungen bzw. Verflüssigungen (Banken haben überschüssige Guthaben bei der Zentralbank) am Tagesgeldmarkt, so wirkt – unter normalen Umständen – zunächst die Stabilisierungsfunktion der Mindestreserve Schwankungen des Tagesgeldsatzes entgegen. Reicht diese nicht (mehr) aus, um unerwartete Liquiditätsschwankungen zu kompensieren, so kann das Eurosystem kurzfristig auf Feinsteuerungsoperationen zurückgreifen, um den Tagesgeldmarktsatz zu stabilisieren. Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bildet die Obergrenze, der für die Einlagefazilität die Untergrenze für den Tagesgeldsatz (vgl. im Einzelnen hierzu Görgens/Ruckriegel/Seitz, 2008, Kapitel III.4). Die Stabilisierungsfunktion der Mindestreserve setzt allerdings voraus, dass der Tagesgeldmarkt unter Banken auch funktioniert. Derzeit liegt der Tagesgeldsatz allerdings eher in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität. Dies rührt daher, dass die Banken mehr Liquidität beim Eurosystem halten, als sie zur Deckung der Mindestreserve benötigen (Ende Januar 2012 lagen die mindestreservebedingt gehaltenen „Guthaben auf Girokonten“ beim Eurosystem bei 89 Mrd. €, die Guthaben in der Einlagefazilität bei 489 Mrd. €). Steigt der Tagesgeldsatz unter Banken an, so werden einige Banken ihre Guthaben in der Einlagefazilität abschmelzen und damit das Angebot am Tagesgeldmarkt erhöhen und somit einem deutlichen Anstieg des Tagesgeldsatzes über den Satz der Einlagefazilität hinaus entgegenwirken. Kommt jedoch aus irgendwelchen Gründen kurzfristig wieder Panik auf, so kommt der Interbanken-Geldmarkt wieder gänzlich zum Erliegen.

Zur Erklärung des Verhaltens an den Finanzmärkten muss auf Elemente der Rastlosigkeit und Widersprüchlichkeit in der Wirtschaft zu-

und Regierungschefs beim „Krisentreffen“ am Freitag den 7.5.2010 in Brüssel, schreibt der Spiegel (Nr. 20 vom 17.5.2010, Artikel „Wir haben nur einen Schuss“, S. 81): „Trichet lässt keinen Zweifel daran, wie ernst er die Lage einschätzt. Der Interbankenhandel sei praktisch zum Erliegen gekommen, auf den Märkten breite sich Panik aus. Wenn nichts geschehe, drohe eine neue Finanzkrise, schlimmer sogar als nach dem Kollaps von Lehman Brothers.“

rückgegriffen werden, was in der Literatur nach Keynes auch als „Animal Spirits“ bezeichnet wird. Wichtig ist hier insbesondere die Frage des Vertrauens (Glaube oder tiefe Überzeugung). Der Kern des Vertrauens im Sinne von Glauben liegt gerade darin, dass es über das hinausweist, was vernünftig ist. Es gibt Zeiten, da sind die Menschen besonders unbekümmert und glauben an die Zukunft (siehe hierzu auch die Beschreibung der Vorgeschichte der Finanzkrise durch den IMF in Fußnote 2). Doch irgendwann schlägt das Instinktivverhalten ins Gegenteil um und die Menschen werden zu skeptisch. Niall Ferguson spricht in seinem Buch, *Der Aufstieg des Geldes – die Währung in der Geschichte* (Berlin 2009), im Kapitel „Blasen machen“ auch von den Phasen Verschiebung (im Sinne des Auftretens von neuen Möglichkeiten), Euphorie, Manie, Besorgnis und schließlich Entsetzen (S. 110). Er weist nachdrücklich darauf hin, dass Blasen ohne übermäßige Kreditschöpfung nicht entstehen können (S. 111), d.h., dass Blasen nicht ohne Zutun – oder besser Unterlassen – der Zentralbanken entstehen können.

Deshalb kann den Zentralbanken aber auch ein Vorwurf nicht erspart bleiben: Sie haben dem Treiben der „Finanzindustrie“ in den letzten zwanzig Jahre nicht nur zugeschaut, sondern es im Zeichen einer – durch die „Homo oeconomicus-Annahme“ der neoklassische Theorie „theoretisch“ bzw. „ideologisch“ untermauerten – weltweiten Deregulierungswut sogar massiv gefördert. Dieses Treiben fand auch in einer ungehemmten Geldschöpfung in der und für Zwecke der Finanzindustrie – Geschäftsbanken schöpften also Geld für andere Teile der Finanzindustrie über Kredite zur Finanzierung der Geschäfte von Hedgefonds, Private Equity Fonds, Investmentbanken etc. – seinen Niederschlag (zur Technik der Geldschöpfung siehe etwa Görgens/Ruckriegel, 2007, Kapitel V; zur Kritik an der Vernachlässigung der Geldmenge in neukeynesianischen Modellen und der praktischen Geldpolitik im letzten Jahrzehnt siehe Ruckriegel/Seitz, 2007).

So stieg etwa der M3-Bestand in der Eurozone von 4.899 Mrd. € Ende 2000 auf 9.390 Mrd. € Ende 2008. Dies entsprach einem Wachstum um über 90 %. Dagegen ist das nominale Bruttoinlandsprodukt in dieser Zeit nur von 7.017 Mrd. € auf 9.168 Mrd. €, also bloß um 31 Prozent gestiegen. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (Nominales BIP: M3) ist also stark gesunken, d.h. Geld wurde zunehmend zu anderen Zwecken als zur Finanzierung von realwirtschaftlichen Transaktionen verwendet. Die Finanzindustrie hat sich sozusagen ihre eigene Spielwiese geschaffen und

mit Krediten an sich selbst finanziert. Sie hat sich von der wirklichen Wirtschaft, der Realwirtschaft losgelöst.

3. Sondermaßnahmen

Im Zuge der Maßnahmen gegen die Finanzmarktkrisen der letzten Jahre beschloss die EZB die Durchführung von Direktkäufen am Markt für gedeckte Bankschuldverschreibungen (Juli 2009 und im November 2011) und infolge der „Griechenland-Krise“ im Mai 2010 auch von Staatsanleihen als geldpolitische Sondermaßnahmen.

Während beim Ankauf von gedeckten Bankschuldverschreibungen von vornherein jeweils ein bestimmtes Ankaufsvolumen – 60 Mrd. € für das erste Programm vom Juli 2009 und 40 Mrd. € für das zweite Programm vom November 2011 (Nominalwerte) – festgelegt war, wurde das Ankaufsvolumen bei Staatsanleihen von vornherein nicht begrenzt, um damit zusätzlich beruhigend (stabilisierend) auf den Staatsanleihemarkt zu wirken. Bis Ende Januar 2012 hatten sich die Ankäufe von Staatsanleihen, die seit dem 10. Mai 2010 erfolgten, auf rd. 219 Mrd. € in der Bilanz des Eurosystems kumuliert. Am 30. Juli 2010 war das erste Ankaufsprogramm für gedeckte Bankschuldverschreibungen abgeschlossen. Die erworbenen Papiere sollen von den Zentralbanken des Eurosystems bis zur Fälligkeit gehalten werden. Mit diesem Ankaufprogramm sollte dieses spezielle Segment des Finanzmarktes, das durch die Finanzmarktkrise besonders hart getroffen wurde, gestützt werden, da es bei der Refinanzierung der Banken von Bedeutung ist.

Im Gegensatz zum Ankauf von gedeckten Bank-Schuldverschreibungen werden die durch den Ankauf von Staatsanleihen beim Eurosystem geschaffenen Guthaben durch das Angebot von Termineinlagen sterilisiert, d.h. abgeschöpft. Ende Januar 2012 lagen diese bei 219 Mrd. €. Während das Eurosystem zunächst nur Anleihen von Griechenland, Irland und Portugal aufgekauft hatte, hat sie ab August 2011 diese Ankäufe auf italienische und spanische Anleihen ausgedehnt.

Dass die Anleihekäufe auf Italien und Griechenland ausgeweitet wurden (werden mussten) ist auf einen schweren Fehler der Politik zurückzuführen. Gegen den Widerstand der EZB setzte die deutsche Regierung – aus innenpolitischen Gründen, um den Widerstand gegen die deutsche Beteiligung an den Rettungspaketen zu brechen – im Juli 2011 durch,

dass auch Privatanleger Verluste bei Staatsanleihen aus Krisenstaaten wie Griechenland tragen müssten. Daraufhin wurden auf den Märkten Euro-Staatsanleihen als nicht mehr sichere Anleihekategorie gesehen und so griffen auch im August 2011 die Marktzweifel, die bis dahin nur im Hinblick auf Griechenland, Irland und Portugal bestanden, auf Italien und Spanien über, was sich auch in den Zinssätzen für Staatsanleihen dieser Länder niederschlug. Mittlerweile hat man diesen schweren Fehler erkannt und von politischer Seite versichert, dass die rückwirkend geltende Umschuldungsklausel ein einmaliger, auf Griechenland beschränkter Fall bleiben wird.

Drohen inflationäre Gefahren durch Ankäufe von Staatsanleihen?

Inflation kann nachfrageseitig (Nachfrage größer Angebot), angebotsseitig (Gewinn- bzw. Kostendruck aufgrund von Preissetzungsmacht, Kostendruck) oder erwartungsbedingt (Inflationserwartungen führen zu selbsterfüllenden Effekten) entstehen. Es kommt also darauf an, dass das Eurosystem diese Faktoren im Auge hat und ggf. mit Zinserhöhungen bzw. mit Maßnahmen zur Erwartungsstabilisierung dem Entstehen und der Ausbreitung von Inflation entgegentritt. Zurzeit zeichnen sich allerdings keine inflationären Gefahren ab. Die Kapazitäten im Eurowährungsraum sind – im Durchschnitt – unterausgelastet, Gewinn- bzw. Kostendruck zeichnet – von den bekannten Schwankungen im Energie bzw. Rohstoffbereich einmal abgesehen – sich nicht ab. Schließlich sind auch die Inflationserwartungen verhalten. Zu bedenken ist auch, welche Inflationsursachen eine Zentralbank überhaupt ursachenadäquat bekämpfen kann und welche nicht (im Einzelnen hierzu Ruckriegel, 2012).

Dass das Eurosystem die Ankäufe von Staatsanleihen liquiditätsmäßig sterilisiert und dies auch breit nach außen kommuniziert hat, hat aus Sicht der EZB wohl eher eine psychologische Wirkung. Die Banken erhalten nämlich über die Hauptfinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte so viel Liquidität zum Festzinssatz vom 1% wie sie wollen und halten derzeit (Ende Januar 2012) auch brachliegende Liquidität in Höhe von 489 Mrd. € (Einlagefazilität), die lediglich mit 0,25% verzinst wird. Die EZB hat es aber jederzeit in der Hand, die Banken (wieder) an die kurze Leine zu nehmen, d.h. die Bereitstellung von Liquidität über die Rückführung von Hauptrefinanzierungsge-

schäften und von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mittels einer Rückkehr zu einer Zuteilungsbegrenzung, wie sie vor dem Oktober 2008 üblich war, zu vermindern bzw. über eine Erhöhung des Mindestreserve-satzes zu sterilisieren (zu binden).

*Warum sah sich der EZB-Rat gezwungen Staatsanleihen anzukaufen? –
Einige grundsätzliche Erkenntnisse*

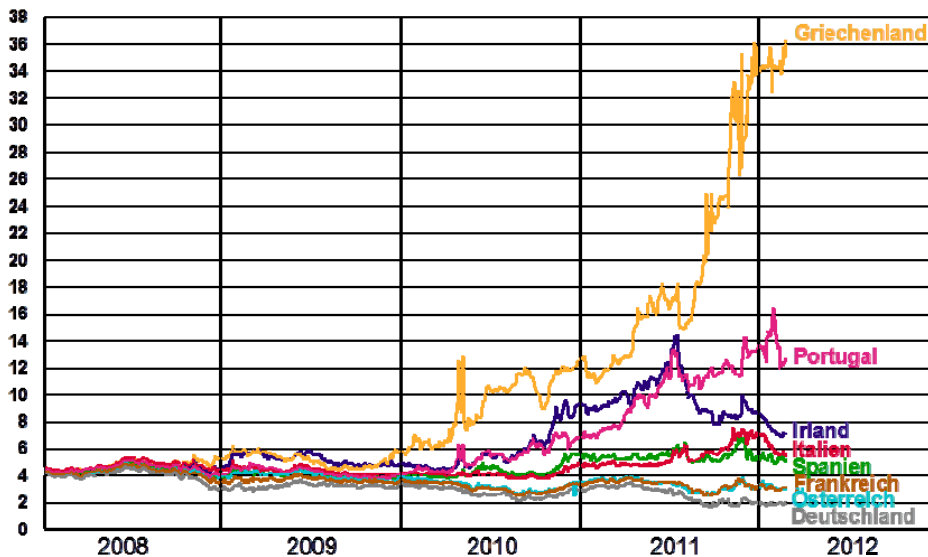
„Ich habe den Druck von Märkten⁸ immer sehr begrüßt. Doch ich muss eingestehen, dass der Druck der Märkte in den ersten zehn Jahren des Euro total versagt hat. In der Zeit vor der Krise gab es überhaupt keinen Druck, und als die Krise ausbrach, war der Druck völlig übertrieben. Die Märkte haben sich gegenseitig Angst eingejagt, die Marktakteure haben sich wie eine Schafsherde verhalten“, so Christian Noyer, Präsident der Französischen Zentralbank (2011, zum Herdenverhalten auf den Finanzmärkten siehe insbesondere auch EZB, 2010b und Deutsche Bundesbank, 2011a und 2011b, S. 34).

Dass Problem ist schlicht, dass panikgetriebene Marktzinssätze zu selbsterfüllenden Prophezeiungen führen können. Mathematisch gilt ein einfacher Zusammenhang: Die Differenz zwischen dem durchschnittlichen Markzinssatz und dem Nominalwachstum, multipliziert mit dem Schuldenstand ergibt den Primärüberschuss (in % des BIP), der erforderlich ist, um den Schuldenstand konstant zu halten. Der Primärüberschuss ist der Überschuss im Staatshaushalt (bezogen auf das BIP) vor Zinszahlungen. Und hier macht es einen großen Unterschied, ob wie im Falle Italiens der Zinssatz bei mehr als 7,5 % (Rendite 10jähriger Staatsanleihen Ende November 2011) oder bei 5,5 % (Rendite 10jähriger Staatsanleihen Ende Februar 2012) liegt. Bei einem Nominalwachstum von 2 % beträgt die Differenzen im ersten Fall 5,5%, im zweiten 3,5 %. Bei einer Staatsverschuldung von 120% (des BIP) braucht Italien einen Primärüberschuss von 6,6% bzw. 4,2 %. Bei einem BIP von rund 1.500 Mrd Euro (2009) macht dies einen Unterschied 36 Mrd. (2,6 % des BIPs) beim Konsolidierungsbedarf aus.

⁸ Hiermit ist die Idee verbunden, dass Märkte eine disziplinierende Wirkung auf die Marktteilnehmer haben (haben sollen). Steigende Zinsen sollen nach diesem Verständnis die Regierungen dazu bewegen, zu einem solideren Ausgabengebahren zurückzukehren.

Abb. 5: Renditen 10jähriger Staatsanleihen

Quelle: Eigene Darstellung nach Angaben der Deutsche Bundesbank



Das panische Marktverhalten war auch der Grund, weshalb die EZB am Markt intervenierte. Die EZB schreibt in ihrer Pressemitteilung vom 10. Mai 2010 dazu: „The Governing Council of the European Central Bank (ECB) decided on several measures to address the severe tensions in certain market segments which are hampering the monetary policy transmission mechanism and thereby the effective conduct of monetary policy oriented towards price stability in the medium term. The measures will not affect the stance of monetary policy.“⁹

Die EZB begründet ihre Intervention also damit, dass die Höhe des Zinssatzes für Staatsanleihen in einem Land auch Rückwirkungen auf die Zinssätze für andere Kredite in diesem Land hat. „Irrwitzige“ Zinsbewegungen auf den Anleihemärkten haben also auch Konsequenzen für

⁹ In einem Interview mit der Zeitschrift WiSt (Ausgabe Januar 2011, S. 38) sagt Otmar Issing, der ehemalige Chefvolkswirt der EZB, zur Frage des Ankaufs von Staatsanleihen durch die EZB: „Die EZB war zunächst als einzig aktiv handelnde übrig geblieben. Sie hat sich unter dem Druck der Verhältnisse zu dieser Maßnahme bereitgefunden. Sie will nicht-funktionierende Märkte wieder funktionsfähig machen. ... Nochmal, die EZB begründet ihre Intervention damit, dass die Märkte gestört sind und dadurch die Effektivität der Geldpolitik untergraben wird.“

andere Zinssätze, wodurch der zentrale Ansatzpunkt der Geldpolitik, die Transmission des geldpolitisch gewollten Tagesgeldsatzes im selben Ausmaß in jedem Land der Währungsunion auf das gesamte Zinsspektrum eines Landes, einfach aus den Angeln gehoben wird (zum monetären Transmissionsprozess im Einzelnen Görgens/Ruckriegel/Seitz, 2008, insbesondere Kapitel. III und IV, zur Position der EZB Bindseil/Modery, 2011).

Diese Begründung ist wohl dem Widerstand gegen Interventionen von einigen Mitgliedern des EZB-Rates geschuldet.¹⁰

Zumindest hätte diese Begründung einer wichtigen Ergänzung bedurft, und zwar, dass panisches („irrationales“) Marktverhalten zu selbst-erfüllenden Prophezeiungen führen und ganze Staaten in den Bankrott treiben kann.¹¹ Eine solche Begründung ist allerdings nicht vereinbar mit den Aussagen der neoklassischen Theorie und dem Glauben an das Funktionieren von Märkten. In der Ausgabe Februar 2012 beschäftigte sich das Zeitgespräch im Wirtschaftsdienst mit der Frage „Funktionswandel der EZB?“. Tim Oliver Berg und Kai Carstensen vom ifo-Institut überschrieben ihren Beitrag mit „Baldige Rückkehr zur alten Rolle erforderlich!“ In diesem Beitrag fand sich kein Wort über panische Finanzmärkte und irrationales Verhalten auf die die EZB reagieren musste. Analyse und Therapie erfolgten ohne Wenn und Aber auf der Basis der Neoklassik – so als ob es die weltweite Diskussion der letzten Jahre gar

¹⁰ Bekanntlich sind Axel Weber und Jürgen Stark wegen ihres – öffentlich bekannten – Widerstands gegen den Ankauf von Staatsanleihen im Jahre 2011 als Bundesbankpräsident bzw. als Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank zurückgetreten. Dieser Widerstand ist auch vor dem Hintergrund einer fehlenden Politischen Union zu sehen, d.h. einer Situation in der eine nationale Souveränität in Haushaltsfragen besteht und echte Durchgriffsrechte auf die nationale Gesetzgebung nicht gibt, auch nicht bei fortgesetztem fiskalischem Fehlverhalten.

¹¹ Friedrich Heinemann (2010, S. 8) vom ZEW (Mannheim) schreibt hierzu: „Auf dem Weg zur dauerhaften Marktdisziplin stellen sich allerdings Fragen im Hinblick auf mögliche grundsätzlich nicht gerechtfertigte Vertrauenskrisen um die Zahlungsfähigkeit von Euro-Staaten. Das Phänomen sich selbst erfüllender Prophezeiungen ist nicht auszuschließen. Kommt es zu einer panischen Fluchtbewegung aus den Anleihen eines Staates, dann kann dieser Staat illiquide werden, sogar wenn er solvent ist.“ und Peter Bofinger, Mitglied des SVR, sagt: „Die Finanzkrise hat uns gelehrt: Märkte neigen zu unkontrollierbaren Kettenreaktionen.“ (Spiegel-Streitgespräch, „Schrecken ohne Ende“, Spiegel Nr. 51 vom 20.12.2010, S. 52).

nicht gegeben hätte.¹² Eine falsche Diagnose führt zu falschen wirtschaftspolitischen Empfehlungen, die bereits in der Überschrift dieses Beitrages zum Ausdruck kommen.

Kern der Neoklassik ist eine schlichte Annahme: Alles, was die Neoklassik zu sagen hat, baut auf der Fiktion des Homo oeconomicus auf, d.h., es wird in allen Modellen ein typisches Wirtschaftssubjekt unterstellt, das sich wie ein Homo oeconomicus verhält. Dies ist ein „Konstrukt“, das vollkommen rational denkt, absolut willensstark („zeitkonsistent“) ist und rein egoistisch seinen Nutzen/Gewinn maximiert. Daniel Kahneman, der für seine Kritik am Homo oeconomicus bereits 2002 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften bekam, verweist darauf, dass er seine erste Begegnung mit den „psychological assumptions of economics“, also der Homo-oeconomicus-Annahme, Anfang der 1970er Jahre hatte, wobei er als Psychologe davon kein Wort glauben konnte (Kahneman, 2003). Dass die Neoklassik kaum Erklärungsrelevanz für die Realität hat, verwundert auch nicht, wenn man sich klar macht, wie die Homo oeconomicus-Annahme Eingang in die Ökonomik fand. Sie wurde ohne jegliche sozialwissenschaftliche Fundierung schlichtweg als An-

¹² Am 17. Januar 2012 hat die Financial Times Deutschland (ftd) unter der Überschrift „Wir stehen am Anfang einer Revolution“ ein Interview mit Dennis Snower, dem Direktor des Kieler Instituts für Weltwirtschaft, veröffentlicht. „Die etablierten Vertreter der Ökonomenzunft haben über Jahrzehnte ein Wissensgebäude aufgebaut, dessen Fundament heute stark bröckelt. Die meisten Modelle gingen ja davon aus, dass Menschen stets rational handeln, was in der Krise an den Finanzmärkten eindeutig nicht der Fall war. Da sehen viele Professoren ihr Lebenswerk bedroht. Nun können sie entweder mit ansehen, wie ihre Reputation schwindet. Oder sich gegen die Veränderungen wehren, was viele ja auch tun.“ Seine Empfehlung an StudentInnen der Wirtschaftswissenschaften lautet: „... Ökonomie zusammen mit Soziologie, Anthropologie, Psychologie und Philosophie zu studieren. Daraus ergeben sich viele Einsichten, die hergebrachte ökonomische Modelle nicht bieten. Etwa dass Menschen einander stark beeinflussen; dass zwischenmenschliche Beziehungen große Auswirkungen auf unser Verhalten haben. Das alles ist in der traditionellen Ökonomie so gut wie nirgends zu finden.“ In Deutschland hat sich noch relative wenig getan – ganz im Gegensatz zur lebhaften Diskussion in den USA. Dennis Snower wird hier mit der Aussage „Viele Volkswirte verteidigen ihre alten Modelle, obwohl sie die Krise nicht erklären können“ zitiert. Erfreulich ist, dass neben Dennis Snower (IfW) auch mittlerweile Thomas Straubhaar (HWWA Hamburg) und Georg Weizsäcker (DIW) hinter den neuen Ansätzen stehen. Es gibt in Deutschland – insbesondere an den Hochschulen, aber nicht nur dort – aber wohl noch sehr viel zu tun.

nahme gesetzt und hat eine neoklassische Kunstlehre im „luftleeren“ Raum erst möglich gemacht (Beinhocker, 2007, S. 47-102).

Aktuell beschäftigt sich auch die Deutsche Bundesbank mit der Frage, inwieweit mit dem neoklassischen Ansatz das Verhalten auf den (Finanz-) Märkten zu erklären ist (Deutsche Bundesbank, 2011a). Das Ergebnis fällt vernichtend für die Neoklassik aus. Die Bundesbank schlägt daher vor, auf die Ansätze der Behavioral Economics zurückzugreifen. Die zentralen Erkenntnisse der Behavioral Economics sind, dass sich die Marktteilnehmer häufig nicht sehr rational verhalten, dass die meisten Personen weniger egoistisch, sondern vielmehr auf Fairness aus sind, dass das Verhalten wenig zeitkonsistent ist und dass Maximieren eher unglücklich macht (Ruckriegel, 2011b, siehe hierzu auch das neue Buch von Kahneman, 2011).

Die Erkenntnisse der Behavioral Economics sind eigentlich für die Bundesbank keineswegs neu. So schreibt Leonhard Gleske, der in den 80er Jahren Mitglied des Zentralbankrates der Deutschen Bundesbank war, schon im Jahr 1987: „Indeed, exchange rate behavior often seems to owe more to market psychology than to economic reason.“ (zitiert nach Ruckriegel, 1989, S. 37; siehe hierzu auch ebenda, a.a.O., S. 32-40). George Akerlof und Robert Shiller (2009, S. 131) bringen es auf den Punkt: „No one has ever made rational sense of the wild gyrations in financial prices, such as stock prices.“

Auf der Basis dieser Überlegungen entwickelte auch der „Übervater“ der Hedgefonds, George Soros, seine Reflexivitäts-Theorie, die ihm zu Spekulationsgewinnen in Milliardenhöhe verhalf. Gerade die Erkenntnis, dass der Markt eben nicht rational und effizient ist, sondern eine eigene Wirklichkeit bildet, „die zuweilen massiv auf die physische Realität einwirkt, die er der Theorie nach nur abbilden soll“ (Soros, 2009, S.21), stellt den Kern von Soros Reflexivitäts-Theorie dar. „The belief that markets tend towards equilibrium has given rise to policies, which seek to give financial markets free rein. I call these policies market fundamentalism ...“, so George Soros (zitiert nach Frenzel, 2009, S. 123).

Fazit

Im Zuge der Finanzkrisen seit 2007 ist auch bei den Zentralbanken ein Umdenken beobachtbar, wenn auch nicht ganz gradlinig. Waren sie zu

Beginn – auch unter dem Einfluss neukeynesianischer Modelle, die sich damals gerade höchster Beliebtheit erfreuten – noch ganz auf der Linie des damaligen Mainstreams sehr neoklassisch und marktgläubig ausgerichtet, änderte sich dies im Laufe der Krise. Mittlerweile ist auch der ökonomische Mainstream ins Wanken geraten. Dies zeigt sich ganz gut an den Preisträgern des Deutsche Bank Prize. 2009 wurden mit Robert Shiller und 2011 mit Kenneth Rogoff zwei Ökonomen geehrt, die explizit bzw. weitgehend für Position der Behavioral Economics stehen. 2005 bekam Eugene Fama für seine Effizienzmarkt-Theorie und 2007 Michael Woodford für seine Arbeiten auf dem Gebiet neukeynesianischer Modelle diesen Preis. Beide standen „stramm“ auf dem Boden der neoklassischen Theorie.

Dieser Wandel spiegelt sich im Verhalten der EZB wider, der im Ankauf von Staatsanleihen seinen sichtbaren Niederschlag fand. Dass diese Interventionen – vom anfänglichen Erfolgen abgesehen – aber keinen durchschlagenden Erfolg auf den Märkten hatte, beruhte darauf, dass das Handeln der EZB aufgrund mangelnder Geschlossenheit im EZB-Rat nicht glaubhaft war, und somit den Märkten auch keine Orientierung vorgeben konnte. Dies war (wohl) auch der Grund, weshalb die EZB Refinanzierungsgeschäfte mit einer dreijährigen Laufzeit aufgelegt hat, und zwar in der Hoffnung, dass die Banken diese Refinanzierung nutzen würden, um Staatsanleihen zu kaufen und damit die Zinssätze in den besonders von der Krise betroffenen Ländern zu senken. Dies war sozusagen ein Schießen mit dem Schrotgewehr. Anfang April kam die Krise (Panik) wieder zurück auf die Märkte für Staatsanleihen (Spanien). Ein Beispiel dafür, welchen Einfluss eine glaubhafte Maßnahme auf die Märkte hat, lieferte vor kurzem die Schweizer Nationalbank (SNB), indem sie einseitig mit 1,20 Franken je Euro einen – aus Sicht des Schweizer Frankens – Mindestkurs (-preis) für den Wechselkurs des Schweizer Franken zum Euro festlegte und den Märkten damit eine klare Richtung vorgab, an die sie sich seither auch hielten. Nachdem sich der Schweizer Franken von 2008 bis zum Sommer 2011 um fast 50 % gegenüber dem Euro aufgewertet hatte – mit entsprechend negativen Effekten für die schweizer Wirtschaft – hat die SNB am 6. September 2011 angekündigt, dass sie ab sofort keinen Euro-Franken-Kurs unter 1,20 Euro mehr tolerieren werde. Sie werde – so das knappe Statement – „den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen“ und sie sei bereit „unbeschränkt Devisen zu kaufen.“ Daraufhin hatte sich der Kurs sofort in Richtung

Wunschmärkte bewegt und ist seither auch dort geblieben ohne dass es größerer Interventionen seitens der SNB bedurft hätte.

Auch die US-Zentralbank (Fed), die Bank of England und die Bank of Japan kaufen im großen Stil direkt Staatsanleihen an und halten so die Zinssätze für Staatsanleihen niedrig.

Hinter diesem Eingreifen steht letztlich die Erkenntnis, dass panische Finanzmärkte eine letzte Instanz haben müssen, um zur Ruhe zu kommen, d.h. den Anlegern die – kollektiv tückisch selbsterfüllend wirkende – Angst genommen wird, ihr Geld zu verlieren (Fricke, 2012). Oftmals genügt – wie im Falle der Schweizer Nationalbank – eine glaubhaft Ankündigung, so dass es tatsächlicher Interventionen nicht bedarf. Im Gegensatz zur EZB sind allerdings die Fed, die Bank of England, die Bank of Japan und die Schweizer Nationalbank Zentralbanken eines Nationalstaates und nicht einer Währungsunion.

Daraus sollten folgende Konsequenzen gezogen werden:

Erstens: Wirtschaftspolitische Maßnahmen sollten nicht weiter explizit oder implizit auf neoklassischen Annahmen beruhen.

Zweitens: Das Euro-Währungsgebiet braucht auch eine Politische Union (gemeinsames Finanzministerium mit Durchgriffsrechten auf die nationalen Haushalte), damit die EZB auch die Rolle spielen kann, die sie in einer Welt mit irrlichternden Finanzmärkten spielen muss, um den Eurowährungsraum vor größeren Schaden zu bewahren. Bis dahin kann die EZB aber nicht untätig bleiben. Sie muss den Märkten Führung geben. Sie sollte daher glaubhaft (hier kann die SNB als Vorbild dienen) ankündigen, dass sie nicht bereit ist, die Risikoaufschläge für Anleihen aus einzelnen Euro-Ländern nicht über ein bestimmtes Ausmaß (z.B. 200 bis 300 Basispunkte) gegenüber deutschen Staatsanleihen steigen zu lassen. In diesen Aufschlägen käme zum einen der „Druck der Märkte“ auf die einzelnen Staaten hinreichend zu Ausdruck, zum anderen aber würde den Anlegern die Sicherheit gegeben, dass sie ihr Geld nicht verlieren. Vermutlich würde – ähnlich wie im Falle der SNB – eine glaubhafte Ankündigung genügen, so dass gar keine oder kaum Anleihekäufe notwendig würden.

Interessant ist hier ein Blick in die Zeit der Gründung der Zentralbank in den USA vor 100 Jahren. In der Veröffentlichung „The Federal Reserve System: Purposes and Functions“ führt die US-amerikanische Zentralbank (Fed) aus, dass der Grund für die Gründung der US-Zentralbank im Jahr 1913 auf irrationalem Marktverhalten beruhte:

„During the nineteenth century and the beginning of the twentieth century, financial panics plagued the nation, leading to bank failures and business bankruptcies that severely disrupted the economy.“ Das Buch von Neil Ferguson liefert weitere Beispiele aus der Geschichte der letzten Jahrhunderte für irrationales Verhalten. Vor diesem Hintergrund muss man auch die Rolle der EZB in Zukunft ganz grundsätzlich überdenken.

Literaturverzeichnis

- Akerlof, G. A., Shiller, R. J., *Animal Spirits – How human psychology drives the economic and why it matters for global capitalism*, Princeton et al. 2009.
- Beinhocker, E., *Die Entstehung des Wohlstands – wie Evolution die Wirtschaft antreibt*, Landsberg am Lech 2007.
- Berg, T. O., Carstensen, *Baldige Rückkehr zur alten Rolle erforderlich!*, Beitrag im Rahmen des Zeitgesprächs „Funktionswandel der EZB?“, in: *Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik*, 92. Jg. (2012), S. 14-18.
- Bindseil, U., Modery, W., *Ansteckungsgefahren im Eurogebiet und die Rettungsmaßnahmen des Frühlings 2010*, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, Band 12, Heft 3 (August 2011), S. 215-241.
- Deutsche Bundesbank (2011a), *Anlegerverhalten in Theorie und Praxis*, Monatsbericht Januar 2011, S. 45-58.
- Deutsche Bundesbank (2011b), *Finanzstabilitätsbericht*, November 2011.
- EZB, *ECB decides on measures to address severe tensions in financial markets*, Pressemitteilung vom 10. Mai 2010.
- EZB, *Editorial*, Monatsbericht Juli 2011, S. 5-7.
- EZB (2010a), *Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise*, in: Monatsbericht Oktober 2010, S. 63-79.
- EZB (2010b), *Vermögensblasen und Geldpolitik*, in: Monatsbericht November 2010, S. 75-89.
- EZB (2011a), *Editorial*, in: Monatsbericht April 2011, S. 5-7.
- EZB, (2011b), *Editorial*, in: Monatsbericht Juli 2011, S. 5-7.
- Ferguson, N., *Der Aufstieg des Geldes – die Währungen der Geschichte*, Berlin 2008.
- Frenzl, T., *Die Massenpsychologie der Finanzkrise – US-Immobilienblase, Subprime Disaster, Schulden-Bubble und ihre Auswirkungen*, Wien et al. 2009.

- Fricke, T., Und wenn die Krise zu Ende ist?, Financial Times Deutschland, 24. Februar 2012.
- Görgens, E., Ruckriegel, K., Makroökonomik, 10. Auflage, Stuttgart 2007.
- Görgens, E., Ruckriegel, K., Seitz, F., Europäische Geldpolitik, 5. Auflage, Stuttgart 2008.
- Heinemann, F., Marktdisziplin: Die entpolitisierte Schuldenbremse, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Nr. 126 vom Dezember 2010, S. 5-8.
- IMF, Shaping the New Financial System, IMF Staff Position Note, October 3, 2010.
- Kahneman, D., A Psychological Perspective on Economics, in: American Economic Review, 93. Jg. (2003), Nr. 2, S. 162-168.
- Kahneman, D., Thinking, fast and slow, London et. al 2011.
- Noyer, Christian, Gespräch mit der Financial Times Deutschland, 26. Juli 2011.
- Ruckriegel, K., Finanzinnovationen und nationale Geldpolitik, Bayreuth 1988.
- Ruckriegel, K. (2011a), Das Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrise(n), in: Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 91. Jg. (2011), S. 107-114.
- Ruckriegel, K. (2011b), Behavioral Economics – Erkenntnisse und Konsequenzen, in: WISU, 40. Jg. (2011), S. 832-842.
- Ruckriegel, K., Inflationsbekämpfung – Möglichkeiten und Grenzen von Zentralbanken, in: WISU, 41. Jg. (2012), S. 102-109.
- Ruckriegel, K., Seitz, F., Die Bedeutung der Geldmenge für eine moderne Geldpolitik, Beitrag im Rahmen des Zeitgesprächs „Hat die Geldmenge noch eine Bedeutung für die Geldpolitik?“ mit weiteren Beiträgen von Bernd Hayo (Universität Marburg), Michael Heise (damaliger Chefvolkswirt Dresdner Bank/Allianz-Gruppe) sowie Martin Leschke (Universität Bayreuth) und Thorsten Polleit (Chefvolkswirt Deutschland von Barclays Capital) in: Wirtschaftsdienst – Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 87. Jg. (2007), S. 14-18.
- Soros, G., Die Analyse der Finanzkrise ... und was sie bedeutet – weltweit, München 2009.
- Thaler, R., Sunstein, C.: Nudge – Wie man kluge Entscheidungen anstößt, Berlin 2009.