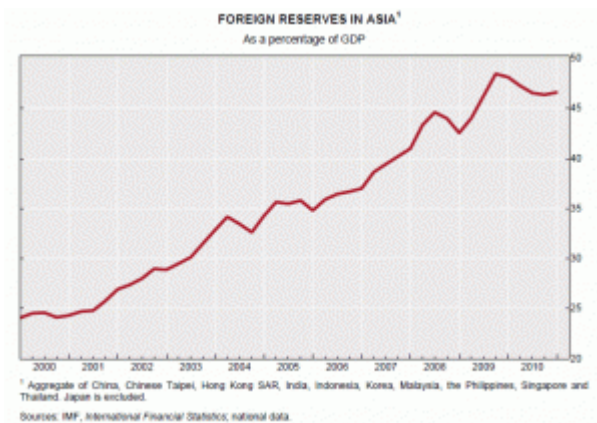


## Zentralbanken: Hohe Risiken

### Description

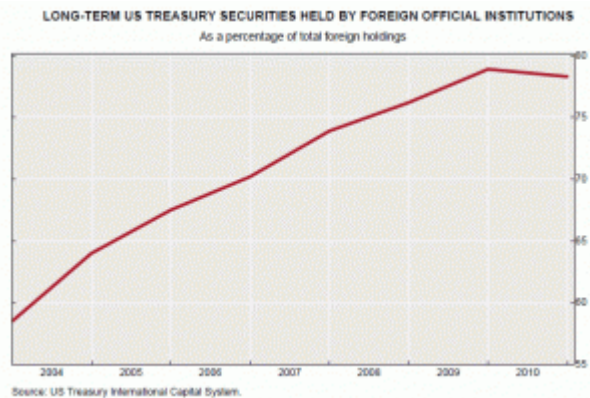
Die chinesische, wie auch andere asiatische Zentralbanken haben ihre Bestände an ausländischen Assets in den zurückliegenden zehn Jahren erheblich gesteigert; von 2 Bill. Dollar zu Beginn des Jahres 2006 sind sie auf jetzt über 5 Bill. Dollar angewachsen.



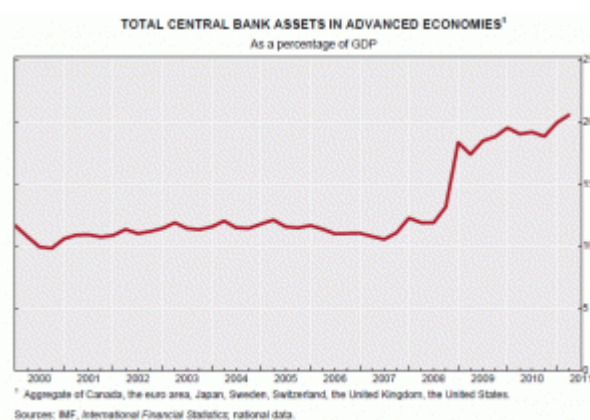
Die Verlängerung der Aktivseite ihrer Bilanzen hat hauptsächlich zur Ausweitung der Geldmenge in diesen Ländern geführt – gewaltige QE-Programme lange vor denen der Fed.

Damit aber wird die Notenbankbilanz solcher Länder immer stärker von der Marktentwicklung abhängig. So lassen etwa sinkende Assetwerte (oder steigende Zinsen) die linke Seite der Bilanz schrumpfen, während die rechte Seite gleich bleibt. Daraus entsteht Handlungsbedarf. Die Zentralbanken sollten sich in ihrer Politik jedoch eigentlich leiten lassen von makroökonomischen Aspekten ihres Wirtschaftsraums und nicht von Wertentwicklung ausländischer Assets.

Wie sehr sich mit dieser Politik die Eigentumsverhältnisse an US-Bonds verschoben haben, zeigt der Chart:



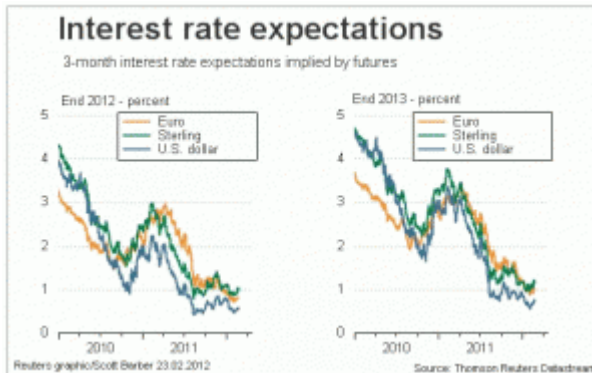
Nach 2008 haben die diversen QE-Programme der Fed und anderer westlicher Notenbanken die Asset-Seite auch ihrer Bilanzen stark ausgeweitet. Der nachfolgende Chart zeigt, wie stark:



Daraus resultiert eine Rückkopplung: Groß angelegte Käufe von (langfristigen) Assets durch die Notenbanken im Westen drückten die Zinsstrukturkurven hier. Die Differenz zu den Zinsen in den asiatischen Emerging Markets wurde größer. Der Gefahr zu großen Kapitalzuströmen begegneten und begegnen die asiatischen Zentralbanken mit lockererer Geldpolitik. Gleichzeitig kaufen sie weiterhin ausländische Staatsanleihen, um über den Druck auf ihre Währung die eigene Exportindustrie zu stützen. Der zweit-Runden-Effekt ist weiterer Druck auf die langfristigen Zinsen z.B. in den USA. Und dann geht es von vorne los... Die Abhängigkeit der asiatischen Notenbanken von der Marktentwicklung der von ihnen gehaltenen Assets verstärkt sich.

Bei Null Prozent ist spätestens Schluss mit dieser Spirale, [Zulauf meint, das Ende ist bei 1,0 bis 1,2% Verzinsung der 10jährigen US-Bonds erreicht](#). Ab irgendeinem Punkt muss sich diese Spirale andersherum drehen und dann vermutlich sehr viel schneller...

Die Markterwartungen für 3-monatige Zinsen sind abwärts gerichtet, mit der beschriebenen Umkehr scheint derweil niemand zu rechnen:



Bei der EZB stellt sich die Situation zunächst etwas anders dar, das Ergebnis ist jedoch dasselbe: Auch sie wird in steigendem Ausmaß in ihrer Politik abhängig von der Wertentwicklung von Assets, d.h. von den Finanzmärkten. Und das geht so:

Sie leiht z.B. per [LTRO billigste Mittel in riesigem Umfang an Geschäftsbanken aus](#) und erhält dafür Sicherheiten. Die Wertentwicklung dieser Sicherheiten entscheidet darüber, ob die Darlehensempfänger Sicherheiten nachschießen müssen. Wenn z.B. als Sicherheit hinterlegte italienische Bonds an Wert verlieren, weil die Entschuldung des Landes nicht vorankommt z.B. wegen widriger Entwicklung der (Welt-)Wirtschaft, dann werden weitere Sicherheiten erforderlich. Diese führen dazu, dass die betreffende Bank ihre Kreditfähigkeit einschränken muss. Das wiederum kann die wirtschaftliche Aktivität dämpfen und damit einen Teufelskreis befeuern.

Sinken die Wachstumsaussichten der Eurozone, kann die EZB den sich ergebenden Kreislauf aus sinkenden Werten der Sicherheiten und geringerer Kreditvergabe mit nachfolgender weiteren Wachstumseinschränkung nur dadurch durchkreuzen, dass sie die Anforderungen an die Qualität der zu hinterlegenden Sicherheiten senkt. [Genau das wurde zuletzt auch beschlossen.](#)

Die Geldpolitik der EZB wird durch die LTRO-Politik in steigendem Umfang von Aspekten der Wertentwicklung der Assets geprägt, die sich als Sicherheiten für Ausleihungen in ihren Büchern hat. Das wird eines Tages dazu führen, dass sie vor der Wahl steht, entweder ihr Kapital zu erhöhen oder das Spiel in der Hoffnung weiter zu spielen, der nächste LTRO werde den wirtschaftlichen Aufschwung bringen. Zudem wird sie sehr wahrscheinlich eines Tages in Konflikt mit ihrem Ziel der Preisstabilität kommen und dieses aufgeben müssen, damit dieses Schneeballsystem weiter gehen kann.

Der beschriebene Kreislauf funktioniert natürlich auch andersherum: Eine günstige wirtschaftliche Entwicklung könnte die als Sicherheiten hinterlegten Assets im Wert steigen lassen, das Kreditpotenzial der Geschäftsbanken könnte zunehmen, es könnten mehr Kredite nachgefragt werden, die Wirtschaft brummt...

Genau da aber kommt die empirische Reinhart-Rogoff-Regel ins Spiel, wonach bei einer Staatsschuldenquote von 90% und mehr das BIP-Wachstum zurückgeht und auch keynessche Anreize nicht mehr ausreichend wirken. Dies wird in einer neueren BIS-Studie bestätigt. Sie legt die Schwelle für die Staatsschulden auf 95% des BIP, die für den Unternehmenssektor auf 90% und die für die privaten Haushalte auf 85%. Das ist in etwa auch kompatibel zu der von der EU-Kommission gesetzten Schwelle von 160% (Haushalts- und Unternehmensschulden zusammen).

Selbst der „Musterschüler“ Deutschland kommt auf eine [BIP-Staatsschuldenquote \(brutto\) von über 80% für das laufende Jahr](#), die Eurozone insgesamt kommt auf 100%.

Die EZB spielt ein sehr riskantes Spiel... So wie die anderen Notenbanken auch. Alle setzen darauf, dass



die Assets in ihren Büchern zumindest nicht an Wert verlieren. Alle setzen darauf, dass die Zinsen zumindest nicht steigen. Wenn ernsthafte Zweifel an der Solvenz eines der größeren Spieler aufkommt, kann sich das sehr schnell ändern.

Abgesehen davon ist die ordnungspolitische Konsequenz verheerend: Nachdem die Großbanken in der Krise 2008 zunächst die Staaten mit "too big to fail" erpressen konnten (erfolgreich), begeben sich die Zentralbanken jetzt exakt in dieselbe Situation. Sie werden in steigendem Ausmaß in ihrer Politik abhängig von der Wertentwicklung von Assets, d.h. von den Finanzmärkten. Und machen sich damit erpressbar. Von der viel beschworenen Unabhängigkeit der Zentralbanken kann keine Rede mehr sein. (Gut, konnte es vielleicht nie, aber jetzt wird die mangelnde Unabhängigkeit materiell greifbar).

Die ersten drei Charts sind [einer Rede von Jaime Caruana, General Manager der Bank for International Settlements \(BIS\), entnommen.](#)