



BIZ – die Grenzen der lockeren Geldpolitik

Description

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hatte kürzlich eine gute und eine schlechte Nachricht. Die gute war, dass sie den Höhepunkt der Krise für überschritten hält. Die schlechte war, die Wirtschaft käme auch durch ein Andauern der Geldschwemme alleine nicht in Schwung.

In ihrem Jahresbericht stellt die „Zentralbank der Zentralbanken“ dar, dass die lockere Geldpolitik seit 2008/2009 das globale Finanzsystem und die Wirtschaft zwar stabilisiert hat. Das billige Geld der Zentralbanken habe Zeit erkaufte. Aber diese Geldpolitik verliere nun mehr und mehr an Wirksamkeit, zumal die gekaufte Zeit nicht gut genutzt wurde. "Niedrige Zinsen und unkonventionelle Methoden haben es dem Privatsektor leicht gemacht, seine Entschuldung zu verzögern, den Regierungen, Schulden zu finanzieren und den Behörden, die Reformen der Wirtschaft und des Finanzsystems zu verschieben", [heißt es](#).

Und so träten nun die negativen Nebenwirkungen einer dauerhaft expansiven Geldpolitik in den Vordergrund: Erhöhte Risikoneigung, Fehlallokationen von Kapital und Verlängerung der Schuldenwirtschaft. BIZ-Chefvolkswirt Cecchetti warnt, die Wachstumsschwäche könnte nur durch wirtschaftspolitische Reformen, nicht aber durch die geldpolitischen Mittel der Zentralbanken überwunden werden.

Die Lobby der Liquiditäts-Süchtigen sieht das natürlich völlig anders. Versuchen Sie mal einen Drogen-Süchtigen davon zu überzeugen, dass ihn seine Droge nicht voranbringt. Und so schrie die „Financial Times“ auch gleich auf und bezeichnete die Quintessenz des BIZ-Berichts als „zutiefst und gefährlich falsch“. Die BIZ wolle der Welt eine Schrumpfkur verschreiben; das sei „nicht nur sadistisch, sondern sado-masochistisch“, befand das Blatt. Eine expansive Geldpolitik könne sehr wohl helfen, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stärken und die Kreditvergabe zu erleichtern, heißt es. Der zweite Punkt stimmt ganz sicher, aber der führt nicht notwendigerweise dazu, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nachhaltig steigt. Und genau darum geht es – „nachhaltig“!

Anfang 2008, vor Ausbruch der Finanzkrise, lag die Geldbasis der Welt nach Addition der Bilanzsummen der drei Dutzend größten Zentralbanken bei gut 10 Bill. Dollar. Mittlerweile ist dieser Wert auf über 20 Bill. Dollar angewachsen. Die Zentralbanken der Industrieländer Amerika, Europa und Japan haben dabei besonders stark expandiert. Mit dem Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008 wurden die Leitzinsen radikal auf nahe Null reduziert, inflationsbereinigt sind sie durchweg negativ. Die Politik der „quantitativen Lockerung“ (QE) generiert meist per Aufkauf von Wertpapieren Geld, das zunächst den Geldkreislauf des Finanzsektors flutet – insgesamt mit 10 Bill. Dollar seit 2008.

Die Fed hat ihre Bilanz am zweitstärksten ausgeweitet, ihre Bilanzsumme ist um fast 300% angewachsen (siehe [Chart](#)). China hat seine Zentralbankbilanz um gut 3 Bill. Dollar oder knapp 200% ausgeweitet, nach der Fed die größte Expansion der Notenbanken. Die EZB hatte ihre Bilanzsumme mehr als verdoppelt, sie sinkt seit kurzem, weil Banken mehrere hundert Milliarden Euro an LTRO-Krediten vorzeitig zurückzahlen. Die SNB hält mit fast 500% den Rekord bei der Steigerungsrate seit 2007, sie hat zur Bekämpfung der Aufwertung des schweizer Franken massiv ausländische Wertpapiere, u.a. deutsche Staatsanleihen, aufgekauft. Auch in Relation zum BIP hält sie den weltweiten Rekord der größten Zentralbankbilanz. [In Japan kommt man erst jetzt so richtig in Fahrt](#): Die BoJ will die japanische Geldbasis bis Anfang 2015 nochmals verdoppeln, dann soll sie 60% des BIP ausmachen.



Zwischen 2000 und Anfang 2008 hatte sich die Geldbasis schon einmal gut verdoppelt. Die seinerzeitige Ausweitung der Geldbasis hatte William White, der frühere BIZ-Chefvolkswirt, im August 2005 beim Notenbanker-Treffen in Jackson Hole zum Anlass genommen, vor den Risiken einer überbordenden Kreditexpansion zu warnen. In dasselbe Horn hatte auch Raghuram Rajan, seinerzeit Chefvolkswirt des IWF, gestoßen. Beide wiesen auf die sich aus einer Krise im Interbankenmarkt ergebenden Gefahren hin, wenn in einer Kreditblase im sogenannten Minsky-Moment die Werthaltigkeit von Krediten auf den Prüfstand kommt.

Doch niemand wollte etwas davon hören, schon gar nicht die Zentralbanker. Also pumpeten sie die Kreditblase immer weiter auf – sie ignorierten auch die Vorwarnung im Frühjahr 2008, als die fünftgrößte US-Investmentbank Bear Stearns illiquide wurde, weil sie sich mit riskanten Hypothekenfinanzierungen und Derivaten auf solche Kredite zu weit aus dem Fenster gelegt hatte.

Schon damals half es nicht, die heraufziehende Schuldenkrise dadurch zu bekämpfen, dass es die Zentralbanken noch leichter machten, sich weiter zu verschulden. Sie schürten damit nur die [so genannte Ponzi-Etappe](#) weiter an, die dritte und letzte Phase des Minsky-Kreditzyklus. Auf dieser Stufe werden Kredite sogar zur Finanzierung von Schuld-Zinsen aufgenommen. Wenn schließlich die Erwartung nicht aufgeht, dass die Einnahmen einer kreditfinanzierten Investition am Ende ihre Kosten deckt, platzt die spekulative Finanzierungsblase im sogenannten „Minsky-Moment“ – zuletzt im Herbst 2008.

In der Eurozone wuchs die Geldmenge M3 im Boomjahr 2007 in der Spitze um mehr als 12%, der Referenzwert der EZB lag damals bei 4,5%. Nach ihren eigenen Maßstäben hätte die EZB hier eingreifen



müssen, aber sie ließ es lieber laufen. Und das nicht nur im Jahre 2007: Im ersten Jahrzehnt der Währungsunion hat sich die Geldmenge M3 verdoppelt, die reale Wirtschaftsleistung ist aber nur um knapp 20% angestiegen. Die Aufblähung der Geldmenge führte zwar nicht zu einer markanten Steigerung der Verbraucherpreise, dafür trieb sie aber die Asset-Preise an und sorgte –besonders fatal- für Preisblasen auf den Immobilienmärkten der südlichen Peripherie, etwa in Spanien. Hierzu hatte [schon der frühere EZB-Chefvolkswirt Stark bemerkt](#), dass es mit dem seinerzeit vorhandenen Instrumentarium ohne weiteres möglich gewesen wäre, dem Einhalt zu gebieten.

Was sich damals als falsch erwiesen hatte, ist auch heute wieder falsch. White hatte den expansiven Kurs der Geldpolitik bisher unterstützt, weil er eine völlige Implosion der Wirtschaft verhindert und die Lage stabilisiert hat. Jetzt aber sagte er im Gespräch mit der FAZ: „[Der Nutzen der ultralockeren Geldpolitik wird schwächer, und die Risiken und Kosten nehmen zu.](#)“

Die Geldpolitik verfolge mehr und mehr das Ziel, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anzuregen. Niedrige Zinsen sollen die Banken zur Kreditvergabe anregen. Das soll die Verbraucher, obwohl hoch verschuldet, zu neuem kreditfinanzierten Konsum verleiten, so White. Fehlinvestitionen in der Realwirtschaft nähmen zu, „Zombiebanken“ würden alimentiert, es besteht die Gefahr, dass die Notenbanken das Ziel der Preisstabilität aus den Augen verlieren. Die Verschuldungsproblematik werde nur verschleppt, nicht gelöst.

Darüber hinaus habe die lockere US-Geldpolitik große Kapitalströme in die Schwellenländer geleitet und dort Konjunktur und Inflation angetrieben. Diese Kapitalströme hätten sich inzwischen umgedreht und destabilisieren die Schwellenländermärkte, so White weiter.

Die Verfechter einer ultralockeren Geldpolitik führen ins Feld, dass z.B. die Teuerungsrate der Verbraucherpreise in der Eurozone im April auf 1,2% gesunken ist, begünstigt durch niedrige Preise bei Erdöl und Rohstoffen. Im Juni lag sie zwar wieder bei 1,6%, in der südlichen Peripherie gibt es dabei allerdings deflationäre Tendenzen. Zudem kommt das Geld, das die EZB in den Finanzsektor gepumpt hat, in der Realwirtschaft nicht an. Wie die EZB berichtet, sind die Kredite in der Eurozone im Mai im Jahresvergleich um rund 30 Mrd. Euro, bzw. 1,1% kontrahiert, gleichzeitig ist die M3-Geldmenge um 2,9% angewachsen. Beides zusammen weist auf eine ernste Geldklemme hin und lässt eine starke mittelfristige Erholung unwahrscheinlich erscheinen.

Für den Ex-BIZ-Chefvolkswirt White ist das Ausbleiben von markanter Preissteigerung kein Argument dafür, die lockere Geldpolitik fortzusetzen. Wenn die Verlängerung der Zentralbank-Bilanzen keine entsprechende Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und Privatleute auslöst, muss es nicht zwingend zu Inflation kommen, sagt er. Es könnte sogar zu Deflation kommen, wenn eine durch Fehlspekulationen und Fehlallokationen ausgelöste neuerliche Bankenkrise einen Rückfall in die Rezession bewirke.

Eines dürfte sicher sein: Es gibt extremen Druck auf die Zentralbanken, ihre Geldpolitik nicht zu straffen. Der Druck erfolgt aus dem Finanzsektor und seinen politischen Erfüllungsgehilfen heraus und daher ist die Wahrscheinlichkeit außerordentlich groß, dass die Geldflut anhält. Damit sind deren Folgen ebenfalls absehbar – die Geschichte von 2008 wird sich an dieser Stelle wiederholen, allerdings auf wesentlich erhöhter Stufenleiter.

Davon will EZB-Chefvolkswirt Praet natürlich nichts wissen. Er sagte kürzlich: „Erst die Geschichte wird sagen, ob wir die richtigen Entscheidungen getroffen haben.“

Anmerkung:

Der Economist denkt aus Anlass der BIZ-Studie laut über das Wesen der Zentralbanken nach – [hier](#).