



## Zentralbanken auf dem Prüfstand

### Description

Es geschehen schon seltsame Dinge. Da stellt Fed-Chefin Yellen am Donnerstag Abend in einer Rede für 2015 einen Zinsschritt in Aussicht und muss sie dann wegen eines Schwächeanfalls vorzeitig beenden. Am nächsten Tag steigt der DAX um 2,8%. Der japanische Ministerpräsident hat die zweite Stufe der „Abenomics“ gezündet und will u.a. die Zahl der Kinder je japanischer Frau um 0,4 auf 1,8 steigern. Der Mann hat sich was vorgenommen! Der Nikkei gewinnt am Freitag 1,8%.

Spass beiseite. Eine zugegeben etwas mühsame Überleitung zum ernstern Kern: Die Finanzmärkte sind aus meiner Sicht immer abhängiger von Wendungen von Zentralbanken und Politik geworden. Begonnen hat diese Entwicklung in den 1980er Jahren, Zentralbanken und Politik haben diesen Kurs selbst zu verantworten.

Im August 1987 war Greenspan an die Spitze der Fed getreten und blieb dort fast 20 Jahre. Er war gegen eine Regelbindung (etwa die [Taylor-Regel](#)) der Geldpolitik, für ihn war sie mehr Kunst als Wissenschaft. Er verstand es, die Finanzmärkte mit bewusst vage gehaltenen Andeutungen auf die Fed zu fixieren. Durchgehende Linien seiner Politik waren niedrige Zinssätze und expansive Geldpolitik. Ab 1993 betrieb Clinton eine restriktive Fiskalpolitik zur Haushaltskonsolidierung, während die lockere Geldpolitik der Fed der Wirtschaft Impulse gab. Im Zuge der zwischen Greenspan und Clinton so koordinierten Politik kam es Ende der 1990er Jahre zu einer Deregulierung der Finanzmärkte, deren Folgen letztlich zum offenen Ausbruch der Finanzkrise 2008 führten.

Die 1990er Jahre sahen eine lange Phase wirtschaftlicher Aufwärtsentwicklung, das Wort „große Moderation“ machte die Runde. Man glaubte, die Notenbanken hätten es mit ihrer Geldpolitik erreicht, zyklische Schwankungen bis zur Unkenntlichkeit abzufedern. Das stärkte das "Ansehen" der Notenbanken.

Greenspan wurde im Januar 2006 durch Bernanke an der Spitze der Fed abgelöst, ihm folgte im Januar 2014 Yellen. Die Geldpolitik ist aber dem Grundsatz treu geblieben, Krisenerscheinungen und konjunkturellen Abschwüngen mittels Geldflut entgegenzuarbeiten. Eine Untersuchung mit dem Titel "[What were they thinking? The Federal Reserve in the run-up to the 2008 financial crisis](#)" zeigt, dass sich die Fed über relevante Entwicklungen in den Finanzmärkten vor 2008 im klaren war. Aber in den Jahren vor der Krise lag ihr Fokus auf einem Interventionismus im Nachhinein, darauf, Auswirkungen einer möglichen systemischen Störung im Griff zu behalten. Yellen hatte in einer Rede 2005 sogar [ausdrücklich operative Maßnahmen zum rechtzeitigen Eindämmen der seinerzeitigen Immobilienblase abgelehnt](#). Ein Kollaps des internationalen Finanzsystems wurde 2008/2009 zwar unter Einsatz gewaltiger



Mittel verhindert, aber das wirtschaftliche Wachstum konnte nicht wieder an die Verhältnisse vor 2008 und erst recht vor 2000 anknüpfen.

Dies wurde auf der Notenbanker-Tagung im August 2012 in Jackson Hole zum beherrschenden Thema. Das damals aus der Taufe gehobene neue "[Central banking](#)" bedeutete eine Abkehr von seit Anfang der 1970er Jahre bestehenden Leitlinien der Zentralbankpolitik. Zentralbanken begannen, sich wieder wirtschaftspolitische Ziele jenseits der Preisstabilität auf die Fahnen zu schreiben. Die sogenannte „forward guidance“, etwa die Ausgabe eines bestimmten Wachstumsziels, wurde aus der Taufe gehoben. Die Zentralbanken scheinen zu glauben, dass Geldpolitik alle Probleme lösen kann und muss.

Bis in die frühen 1970er Jahre galt der Erhalt von Vollbeschäftigung als Hauptziel aller Wirtschafts- und Geldpolitik. Bis dahin folgte man in der Volkswirtschaftstheorie auch im wesentlichen Keynes. Dann setzte Friedman eine monetaristische "Konterrevolution" gegen die Keynesianische Beschäftigungs-Besessenheit und stellte der These, dass Marktwirtschaften langfristig zur Stagnation tendieren, die vorkeynesianische Meinung entgegen, Marktwirtschaften stabilisierten sich automatisch selbst. Es formierten sich zwei mächtige wirtschaftspolitische Regeln: Erstens bestanden die Monetaristen darauf, dass Preisstabilität das einzig legitime Ziel für Geld- und staatliche Wirtschaftspolitik ist. Zweitens sollten die Zentralbanken keine Verantwortung mehr für Unterbeschäftigung übernehmen, da die Schaffung von Arbeitsplätzen ausschließlich von privaten Unternehmen abhängig ist. Vollbeschäftigung werde automatisch erreicht, wenn die Inflation besiegt und die Marktkräfte befreit sind von übermäßiger Einmischung des Staates und der Gewerkschaften, so hieß es.

Die Versuche, Geldpolitik zur Erreichung bestimmter gesamtwirtschaftlicher Ziele einzuspannen, läuft der monetaristischen Ausrichtung der Notenbankpolitik auf Preisstabilität zuwider. In gewissem Sinne spiegelt sich darin auch die [Renaissance der keynesschen Theorien](#) und der auf ihnen gründenden Wirtschafts- und Geldpolitik wider.

[Yellen ist eine exponierte Vertreterin des neuen „central banking“](#). Sie gilt als Befürworterin der „forward guidance“, mit der die Fed die Zinspolitik abhängig macht vom Erreichen bestimmter wirtschaftspolitischen Ziele. Im konkreten Fall ist das v.a. die Arbeitslosenquote. Ursprünglich war hier einmal als Schwelle 6,5% angedacht. Dieser Wert ist mittlerweile klar unterschritten, die Leitzinsen liegen aber immer noch bei fast Null Prozent.

Die Fed hat dieses neue „central banking“ besonders offensiv verfolgt, weil ihr Mandat nicht so stringent auf die Wahrung der Preisstabilität festgelegt ist. Andere Zentralbanken müssen da etwas verklausulierter agieren, wie etwa die EZB. Das wird ihnen aber dadurch erleichtert, dass von Inflation (nach offizieller Lesart) weit und breit nichts zu sehen ist.

Die [japanische Zentralbank](#) hat es mit der Geldflut besonders offensiv getrieben und sie ganz in den Dienst der Abenomics gestellt. Sie ist weiter zuversichtlich, dass Japan die Deflation überwindet. Allerdings ist die jährliche Teuerungsrate im August zum ersten Mal seit zwei Jahren negativ und die Regierung reduziert ihre Wirtschaftsprognose.

Die Zentralbanken haben sich mit der Neuausrichtung ihrer Politik nach 2012 in die Rolle begeben, den Eindruck zu erwecken, dass Geldpolitik alle Probleme lösen kann und muss. Dies trifft zusammen mit ihrer insbesondere von Greenspan etablierten Sphinx-ähnlichen Attitüde und mit der besonders in der Eurozone manifesten Unfähigkeit der Politik, das Geschehen aktiv zu gestalten.



Damit sind die Zentralbanken nicht mehr nur der „lender of the last resort“, der letztendliche Kreditgeber, sondern sie sind zum „controler of the last resort“ schlechthin geworden: In der Wahrnehmung der Wirtschaftssubjekte und der Akteure an den Finanzmärkten hängt an ihnen mittlerweile alles, was mit der wirtschaftlichen Entwicklung zu tun hat.

Wenn alles glatt läuft, stört das erst einmal nicht weiter. Im Gegenteil, einer Institution, die in der Vergangenheit bewiesen hat, dass sie den richtigen Weg weist, folgt man gerne (und auch gerne mal blind). Wenn aber eine als „unfehlbar“ angesehene Institution plötzlich Orientierungslosigkeit zeigt, dann ist die Verunsicherung groß. [Und genau das ist geschehen nach der FOMC-Entscheidung, die Leitzinsen unverändert zu lassen](#). Die großen Akteure sehen in dem (Nicht-)Schritt und vor allem in seiner Begründung Unsicherheit und Orientierungslosigkeit. Und da wurden dann Aktien eben erst mal schnell verkauft. Dabei sind sich alle darüber einig, dass ein kleiner Zinsschritt jetzt nicht mehr ist als Kosmetik. Aber wenn sich die Fed schon schwer tut mit solch einer Mini-Entscheidung, wie wird das erst, wenn es wirklich wichtige Dinge zu beschließen gibt, so die Befürchtung.

Yellen hat versucht, mit ihrer Ankündigung eines Zinsschritts noch in diesem Jahr gegenzusteuern. Die Finanzmärkte haben das zwar zunächst goutiert, aber so recht überzeugend fand man die Schadensbegrenzung offenbar dann doch nicht, wie der uneinheitliche Schluss der US-Aktienmärkte am Freitag zeigte.

Die politische Führung in China und die chinesische Zentralbank haben trotz gewaltiger Anstrengungen bisher nicht erreicht, dass der chinesische Aktienmarkt den Crash aus Juni hinter sich lässt. Wenn sich zeigt, dass das offizielle Wachstumsziel von 7% signifikant verfehlt wird, so ist das der zweite Punkt, an dem deutlich wird, dass diese Institutionen nicht „allmächtig“ sind.

Die Geld- und Wirtschaftspolitik in Japan hat zunehmend Probleme, ihre ehrgeizigen Ziele zu erreichen.

Die Fed hat mit ihrer Nicht-Entscheidung vom 17. September erhebliche Zweifel an ihrer Führungsrolle aufkommen lassen.

Ist demnächst die EZB dran?

Die Allmacht der Zentralbanken insgesamt steht auf den Prüfstand. Dies dürfte zusammen mit der sowieso schon angeschlagenen Verfassung der Finanzmärkte länger anhaltende Nachwirkungen haben.