

IV. Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern

Schwerpunkte

Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Industrieländern stand im Berichtszeitraum vor zwei gegensätzlichen Herausforderungen. Einerseits drohten die Spannungen an den Finanzmärkten, über eine Verschärfung der Kreditkonditionen und einen Vertrauensverlust auf die Realwirtschaft überzugreifen. Bei sonst unveränderten Bedingungen wäre in diesem Fall eine Zinssenkung angezeigt gewesen, um die Dämpfung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auszugleichen. Andererseits drohte der Inflationsdruck, der von steigenden Rohstoffpreisen sowie der hohen Kapazitätsauslastung und der angespannten Lage am Arbeitsmarkt in vielen Ländern ausging, die längerfristigen Inflationserwartungen zu beeinflussen, was eine Straffung der Geldpolitik erfordert hätte.

Diese Herausforderungen kamen in den einzelnen Ländern und Regionen unterschiedlich stark zum Tragen, wodurch sich die verschiedenen Herangehensweisen der Zentralbanken zumindest zum Teil erklären (Tabelle IV.1). In den USA trübten sich die Konjunkturaussichten bedingt durch die Schwäche am Markt für Wohneigentum und die damit zusammenhängenden Finanzmarkturbulenzen erheblich ein. Die Federal Reserve reagierte entschlossen mit mehreren Senkungen des Tagesgeldzielsatzes, der insgesamt von 5,25% im September 2007 auf 2% im April 2008 zurückgenommen wurde. In anderen Regionen, in denen sich die Finanzmarkturbulenzen nicht so stark auswirkten, wurde die Geldpolitik eher von der Inflationsentwicklung bestimmt. Die Zentralbanken Australiens, Neuseelands, Norwegens und Schwedens setzten ihren geldpolitischen Straffungskurs fort. Andere Zentralbanken entschieden sich für einen Mittelweg. Die EZB beließ ihren Leitzins im Berichtszeitraum bei 4%, obwohl die Inflation auf den höchsten Stand seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 kletterte. Auch in Japan blieb der Leitzins unverändert bei 0,5%. Die Bank of Canada und die Bank of England hoben ihre Leitzinsen im Juli 2007 an, senkten sie jedoch im weiteren Jahresverlauf und Anfang 2008 wieder ab.

Die Zentralbanken reagierten aber nicht nur mit Zinsschritten auf die Verwerfungen an den Finanzmärkten. Noch bevor die Turbulenzen Änderungen der geldpolitischen Zielvorgaben nach sich zogen, passten mehrere Zentralbanken ihre Marktoperationen an, um die Referenzzinsen nahe an den Zielsätzen zu halten und die Märkte, in denen die Liquidität versiegt war, mit Finanzmitteln auszustatten. Auf die unterschiedlichen Arten von Operationen und die ihnen zugrundeliegenden Überlegungen wird im letzten Abschnitt dieses Kapitels eingegangen. Zuvor wird sowohl ein Überblick über die geldpolitischen Beschlüsse der einzelnen Zentralbanken

Leitzinsen und Projektionen für BIP-Wachstum und Inflation						
Leitzinsen ¹	Tatsächlich			Für Juni 2008 erwartet ² am:		
	29. Juni 07	16. Mai 08	Änderung	29. Juni 07	16. Mai 08	Änderung
Europäische Zentralbank	4,00	4,00	0,00	4,50	4,00	-0,50
Bank of Japan	0,50	0,50	0,00	1,00	0,50	-0,50
Federal Reserve	5,25	2,00	-3,25	6,00	2,00	-4,00
Reserve Bank of Australia	6,25	7,25	1,00	6,75	7,25	0,50
Bank of Canada	4,25	3,00	-1,25	5,25	2,75	-2,50
Reserve Bank of New Zealand	8,00	8,25	0,25	8,00	8,25	0,25
Norges Bank	4,50	5,50	1,00	5,75	5,50	-0,25
Sveriges Riksbank	3,50	4,25	0,75	4,25	4,25	0,00
Schweizerische Nationalbank	2,50	2,75	0,25	3,00	2,75	-0,25
Bank of England	5,50	5,00	-0,50	6,00	5,00	-1,00
Wachstums- und Inflationsprojektionen ³	Reales BIP-Wachstum 2008 von:			Inflation 2008 von:		
	Mitte 2007	Mai 2008 ⁴	Änderung	Mitte 2007	Mai 2008 ⁴	Änderung
Europäische Zentralbank	1,8–2,8	1,3–2,1	-0,60	1,4–2,6	2,6–3,2	0,90
Bank of Japan	2,0–2,3	1,4–1,6	-0,65	0,8–1,0	2,4–2,8	1,70
Federal Reserve	2,5–3,0	0,0–1,5	-2,00	1,75–2,0	1,9–2,5	0,33
Reserve Bank of Australia	4,25	2,25	-2,00	2,5–3,0	4,50	1,75
Bank of Canada	2,50	1,40	-1,10	2,10	1,80	-0,30
Reserve Bank of New Zealand	3,10	3,00	-0,10	2,20	3,40	1,20
Norges Bank	3,75	3,50	-0,25	3,50	3,00	-0,50
Sveriges Riksbank	3,00	2,60	-0,40	2,30	3,50	1,20
Schweizerische Nationalbank	...	1,5–2,0	...	1,50	2,00	0,50
Bank of England ⁵	2,54	1,29	-1,25	2,06	3,77	1,71

¹ EZB: Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte; Bank of Japan: unbesicherter Zielsatz; Federal Reserve: Tagesgeldzielsatz; Reserve Bank of Australia: anvisierte Cash-Rate; Bank of Canada: Tagesgeldzielsatz; Reserve Bank of New Zealand: offizielle Cash-Rate; Norges Bank: Satz für Sichteinlagen; Sveriges Riksbank: Repo-Satz; Schweizerische Nationalbank: Mittelwert des Zielbands für den 3-Monats-LIBOR; Bank of England: Bank-Rate. ² Gemäß JPMorgan Chase. ³ Gemäß Veröffentlichungen der Zentralbanken. ⁴ Oder zuletzt verfügbare Daten. ⁵ Mittelwert der Projektionsspanne.

Quellen: Zentralbanken; JPMorgan Chase. Tabelle IV.1

in ihrem jeweiligen Kontext gegeben als auch die Kommunikation der Zentralbanken erörtert.

Entwicklung der Geldpolitik

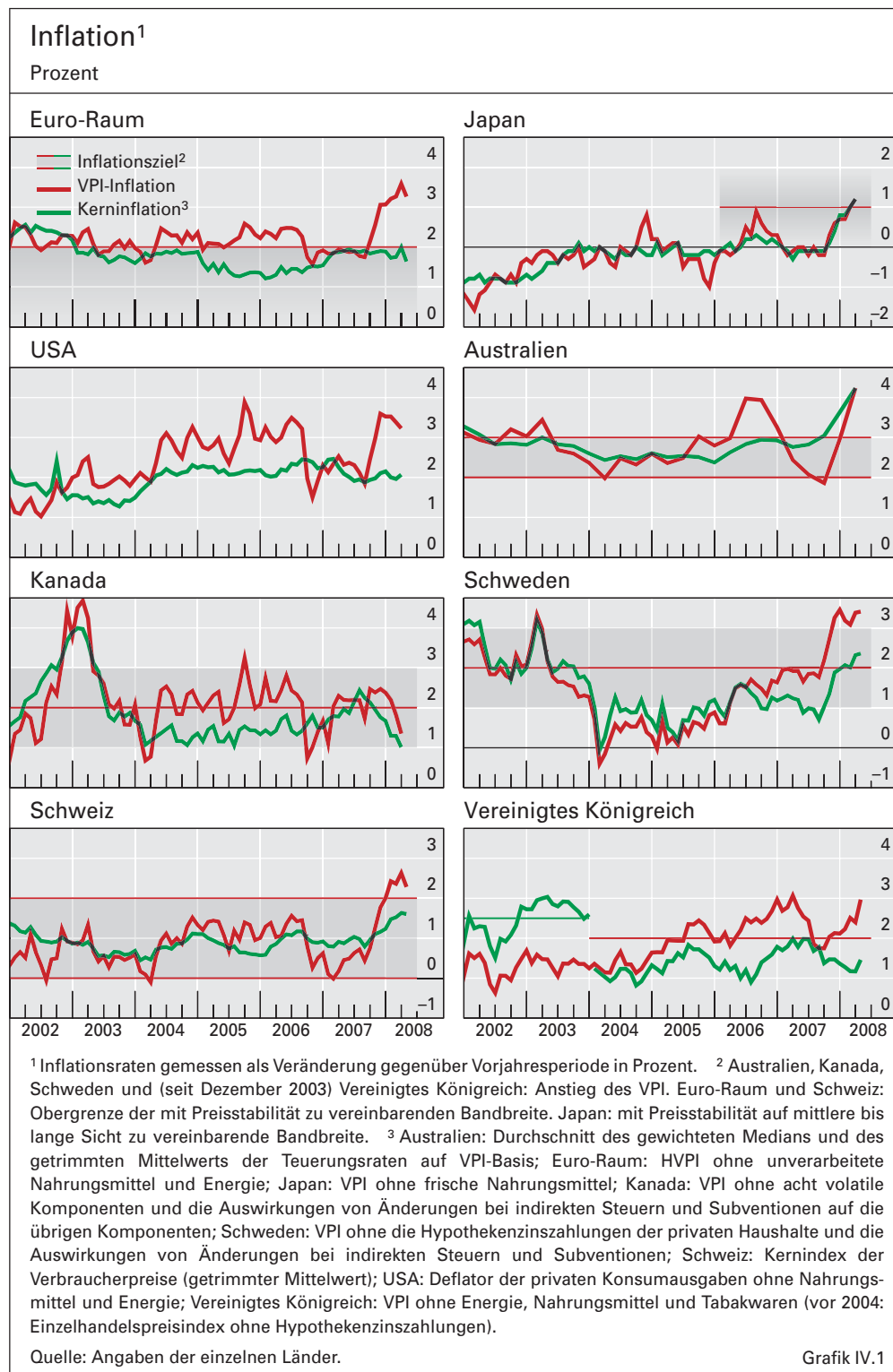
Die Lage Mitte 2007

Mitte 2007 waren die Zentralbanken im Begriff, von dem Kurs einer beträchtlichen geldpolitischen Akkommodierung abzurücken, den sie zu Beginn des Jahrzehnts eingeschlagen hatten, und eine restriktivere Haltung einzunehmen. Abhängig von der Konjunkturlage der jeweiligen Länder war der Zeitpunkt der geldpolitischen Schritte jedoch unterschiedlich.

Das Produktionswachstum lag in den meisten Ländern Schätzungen zufolge über dem langfristigen Potenzialwachstum, wenngleich in einigen Fällen eine Abschwächung erwartet wurde (Kapitel II). Die Teuerungsraten waren gegenüber den Anfang des Jahres verzeichneten Spitzenwerten über-

Geldpolitische
Straffung

Überdurchschnittliches
Wachstum und
Inflationsdruck ...

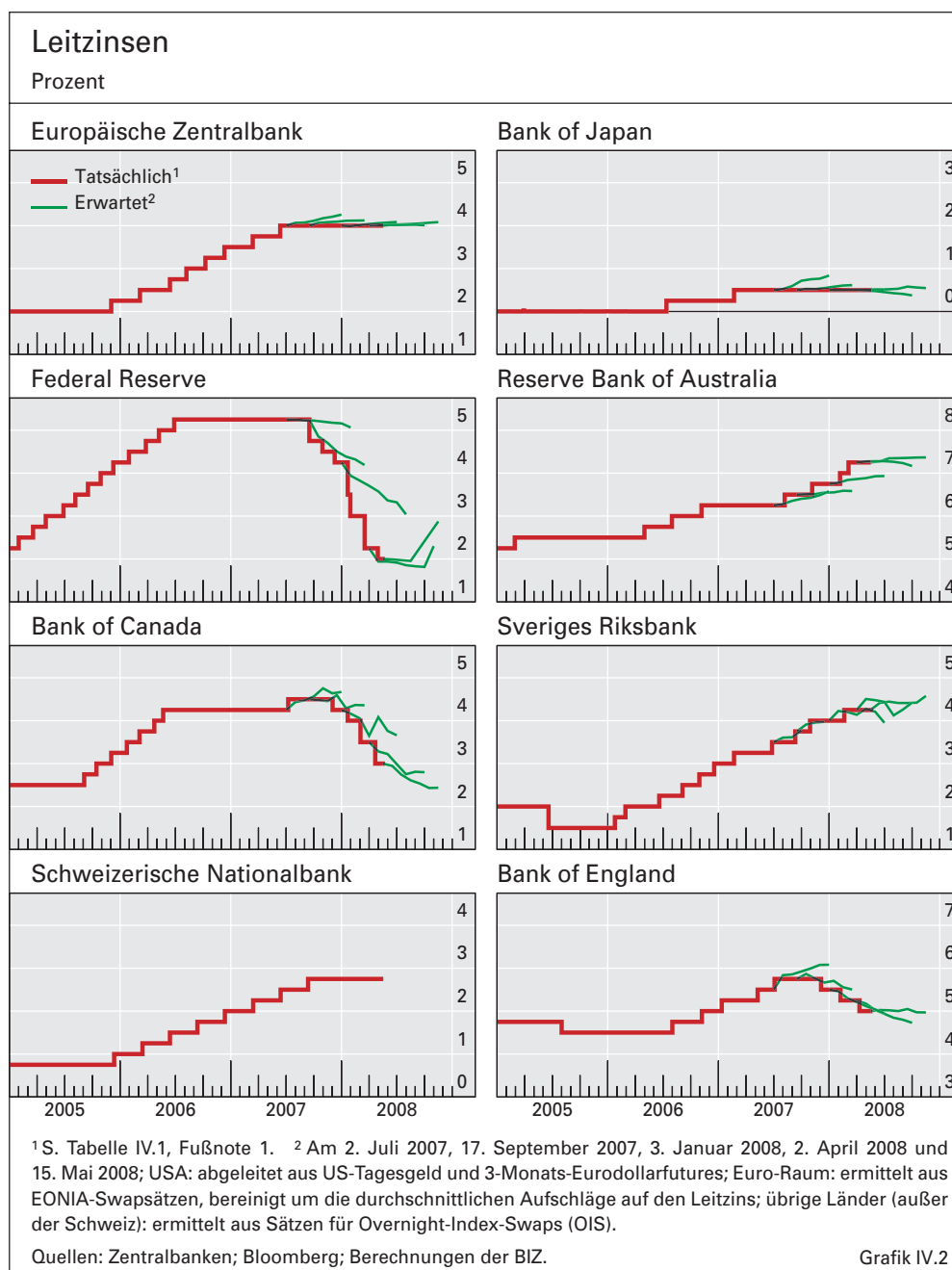


wiegend zurückgegangen (Grafik IV.1), doch wurde für die zweite Jahreshälfte mit einem erneuten Inflationsanstieg gerechnet. Nachdem in mehreren Ländern das Wachstum längere Zeit über seinem Potenzial gelegen hatte, verstärkten die allgemein hohe Kapazitätsauslastung und die angespannte Lage an den Arbeitsmärkten Befürchtungen über zunehmenden Inflationsdruck.

Auch das kräftige Geldmengen- und Kreditwachstum in vielen Volkswirtschaften deutete auf mögliche Inflationsrisiken hin. Im Euro-Raum hatte sich

das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 in der ersten Jahreshälfte 2007 auf das Jahr hochgerechnet um 12% ausgedehnt, und das Wachstum nahm nach wie vor zu. Die steigenden kurzfristigen Zinssätze hatten jedoch die Expansion von M1 gedämpft und dürften zur Stabilisierung des Wachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor beigetragen haben, das sich allerdings immer noch im zweistelligen Bereich bewegte. Aus Sicht der geldpolitischen Strategie der EZB, die den Geldmengenaggregaten eine bedeutende Rolle zuweist, signalisierte der kräftige M3-Anstieg mittelfristig Aufwärtsrisiken für die Inflation, da sich die monetäre Expansion nur teilweise durch Portfolioumschichtungen und andere Sonderfaktoren erklären ließ. Auch andere Volkswirtschaften verzeichneten hohe Zuwachsraten bei den Geldmengen- und Kreditaggregaten. In Australien z.B. weiteten sich die Unternehmens-

... sowie kräftiges Geldmengen- und Kreditwachstum ...



kredite im ersten Halbjahr 2007 mit einer Jahreswachstumsrate von 22% aus, der höchsten Rate seit den späten 1980er Jahren.

... führen zu geldpolitischer Straffung in den meisten Ländern

Als Reaktion auf das starke Wachstum und den Inflationsdruck hoben alle in diesem Kapitel behandelten Volkswirtschaften – mit Ausnahme der USA und Japans, wo sich das wirtschaftliche Umfeld anders darstellte – ihre Leitzinsen zwischen Juni und Anfang August 2007 an (Grafik IV.2). Selbst nach diesen Zinserhöhungen wurde die Geldpolitik in den meisten Volkswirtschaften nach wie vor als eher akkommodierend eingeschätzt. Mehrere Zentralbanken, darunter die Bank of Canada, die Sveriges Riksbank und die Schweizerische Nationalbank, deuteten sogar an, ihre Zinssätze im Falle eines anhaltenden Inflationsdrucks eventuell weiter erhöhen zu müssen.

Stabile Leitzinsen in den USA ...

In den USA hatte die Federal Reserve ihren Tagesgeldzielsatz von Juni 2004 bis Juni 2006 von 1% auf 5,25% angehoben und ihn anschließend trotz sich eintrübender Konjunkturaussichten stabil gehalten. Aufgrund des rückläufigen Wohnungsbaus unterschritt das Produktionswachstum in der ersten Jahreshälfte 2007 das von der Federal Reserve geschätzte Potenzialwachstum. Die Kerninflation war über weite Strecken des Jahres 2006 sowie Anfang 2007 gestiegen, ließ dann aber gegen Mitte 2007 etwas nach. Die Federal Reserve rechnete für die folgenden Quartale mit einem weiteren Rückgang der Kerninflation, wenn sich die konjunkturelle Abschwächung und die vollen Auswirkungen der vergangenen Zinserhöhungen bemerkbar machen würden. Für das Jahr 2008 wurde vor dem Hintergrund einer Stabilisierung des Wohnimmobilienmarktes eine Rückkehr des Wirtschaftswachstums zu seinem langfristigen Durchschnitt erwartet.

... und Japan

Obwohl die japanische Wirtschaft im ersten Halbjahr 2007 in einem Tempo expandierte, das als leicht über dem Potenzial eingeschätzt wurde, bewirkte dies noch keine nachhaltige Rückkehr der Inflationsrate in den positiven Bereich. Die Verbraucherpreise blieben in dieser Zeit im Wesentlichen unverändert, obgleich die Erzeugerpreise etwas anzogen. Daher beließ die Bank of Japan ihren Leitzins auf dem nach wie vor sehr niedrigen nominalen Stand von 0,5%, deutete aber an, dass sie die Zinsen anheben werde, sobald sich das Wirtschaftswachstum in Preissteigerungen manifestiere.

Geldpolitik während der Turbulenzen

Finanzmarkt-turbulenzen und Preisschübe bei Rohstoffen ...

Im zweiten Halbjahr 2007 hatten es die geldpolitischen Entscheidungsträger schwerer. Mitte August verschlechterte sich die Lage an den Finanzmärkten dramatisch, als die Schwierigkeiten am Markt für forderungsunterlegte Wertpapiere auf den Interbankgeldmarkt übergriffen (Kapitel VI). Gegen Jahresende trieben die unerwartet stark gestiegenen Rohstoffpreise die Inflationsraten in den meisten Ländern abrupt in die Höhe, was mögliche Konsequenzen für die längerfristigen Inflationserwartungen barg.

... führen zu großem Dilemma

Dies stellte die Zentralbanken vor ein großes Dilemma. Eine schnelle, kräftige Senkung der Leitzinsen könnte das Vertrauen in die Finanzmärkte und die Wirtschaft insgesamt untermauern und somit verhindern, dass die Probleme im Finanzsektor die Gesamtwirtschaft in Mitleidenschaft ziehen. Allerdings könnte eine zu starke Lockerung der geldpolitischen Zügel in einem Umfeld hoher Inflation das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Entschlossenheit

der Zentralbank, Preisstabilität zu gewährleisten, untergraben. Dies würde womöglich die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen gefährden, was wiederum eine erneute geldpolitische Straffung zu einem späteren Zeitpunkt erfordern würde – mit vielleicht noch höheren Kosten für die Volkswirtschaft. Entschieden sich die Zentralbanken hingegen dafür, die Leitzinsen unverändert zu lassen oder sogar anzuheben, ließe sich der Einfluss der steigenden Rohstoffpreise auf die Teuerung und die Inflationserwartungen möglicherweise durch eine Konjunkturverlangsamung ausgleichen. Dabei bestünde aber natürlich die Gefahr, die bereits instabilen finanziellen Rahmenbedingungen zusätzlich zu verschärfen und die Konjunktur stärker abzukühlen, als dies erforderlich wäre, um die Teuerungsrate wieder in die bevorzugte Bandbreite zu bringen. Zwischen beiden Alternativen abzuwägen war besonders schwierig, weil die voraussichtliche Dauer der Anspannungen im Finanzsektor und deren potenzielle Auswirkungen auf die Realwirtschaft aus der damaligen Sicht schwer einzuschätzen waren.

Da unklar war, ob die Turbulenzen anhalten würden und in welchem Ausmaß die Konjunktur von einer Verschärfung der Finanzierungsbedingungen im nicht finanziellen Sektor oder aber von einem Vertrauensverlust in Mitteleuropa gezogen werden würde, beschlossen die Zentralbanken, zunächst abzuwarten, bis zusätzliche Informationen verfügbar wären, ehe sie geldpolitische Schritte unternahmen. Die australische Zentralbank etwa beließ ihren Leitzins nach der Sitzung des Reserve Bank Board Anfang September bei 6,5%. Allerdings waren einige Mitglieder der Auffassung, dass eine weitere Straffung erforderlich sein könnte, um zu verhindern, dass die Inflation angesichts der anhaltenden Wirtschaftsstärke die Zielvorgabe überträte. Mehrheitlich ging der Board davon aus, dass die verschärften finanziellen Rahmenbedingungen unabhängig von Leitzinsänderungen die Teuerung im Zaum halten könnten, sodass kein geldpolitisches Eingreifen erforderlich sei. Auch der EZB-Rat beschloss in seiner Sitzung vom 6. September, den Leitzins unverändert zu lassen. Er wies zwar auf Risiken für die Preisstabilität hin, gab aber gleichzeitig zu bedenken, dass zunächst mehr Informationen gesammelt werden müssten, um Schlussfolgerungen für die Geldpolitik ziehen zu können. Die Bank of Japan schließlich erklärte im Anschluss an ihre Sitzung im August, dass sie weitere monetäre Straffungen angesichts der erheblichen Finanzmarktvolatilität verschieben werde.

Zunächst
abwartende
Haltung

Allmählich wurde klar, dass die Turbulenzen an den Finanzmärkten nicht rasch nachließen und dass sich die geldpolitischen Entscheidungsträger mit beträchtlichen Auswirkungen auseinandersetzen hatten. Gleichzeitig fiel die Inflation gegen Jahresende aufgrund der stark gestiegenen Nahrungsmittel- und Energiepreise erheblich höher aus als zuvor angenommen. Auf den ersten Blick scheinen die Zentralbanken in den fortgeschrittenen Industrieländern auf diese zwei Problemstellungen sehr unterschiedlich reagiert zu haben.

Einige Zentralbanken, darunter insbesondere die Federal Reserve, nahmen ihre Leitzinsen deutlich zurück, um die Auswirkungen der Turbulenzen auf die Wirtschaft zu mildern. Der Offenmarktausschuss der USA (Federal Open Market Committee, FOMC) senkte den Tagesgeldzielsatz in der zweiten Jahreshälfte 2007 um 1 Prozentpunkt und Anfang 2008 erneut um 2¼ Prozent-

In einigen Ländern
anschließende
Lockerung ...

punkte, als sich abzeichnete, dass die Konjunktur stärker nachgab als erwartet. Die Bank of England ließ ihre Leitzinsen zunächst unverändert, senkte sie aber ab Dezember 2007 angesichts der sich eintrübenden Konjunkturaussichten um insgesamt 75 Basispunkte. Auch in Kanada kühlte sich das Wirtschaftswachstum ab, wobei die stimulierenden Wirkungen höherer Rohstoffpreise weitgehend von einer starken Währungsaufwertung ausgeglichen wurden. Folglich nahm die kanadische Zentralbank ihren Tagesgeldzielsatz von Dezember 2007 bis April 2008 um insgesamt 1½ Prozentpunkte zurück.

... in anderen
Ländern
Zinsanhebungen

Andere Zentralbanken hoben ihre Zinssätze aufgrund des anhaltenden Inflationsdrucks an. In Australien, Norwegen und Schweden beispielsweise wurden die Leitzinsen zwischen September 2007 und April 2008 um jeweils insgesamt 75 Basispunkte erhöht. In diesen Ländern hatte das nachhaltige Wirtschaftswachstum zu einer hohen Kapazitätsauslastung und einer angespannten Lage am Arbeitsmarkt geführt. Daraus ergab sich zusätzlich zu dem Auftrieb, der von den gestiegenen Nahrungsmittel- und Energiepreisen ausging, noch ein inländischer Preisdruck.

Sonderfall Schweiz

Auch die Schweiz verzeichnete ein kräftiges Wirtschaftswachstum und steigende Teuerungsraten. Im Gegensatz zu anderen Zentralbanken steuert die Schweizerische Nationalbank ihren geldpolitischen Kurs nicht über den Tagesgeldsatz, sondern indem sie sich bemüht, den 3-Monats-LIBOR innerhalb eines bestimmten Zielbands zu halten. Da die Laufzeitprämien am Geldmarkt Mitte August und in den darauffolgenden Monaten in die Höhe schnellten, entfernte sich der Leitzins erheblich vom Zinssatz der wöchentlichen Repo-Geschäfte der Zentralbank. In der Folge stieg der 3-Monats-LIBOR Ende August und Anfang September auf Werte deutlich über dem Mittelwert des Zielbands (2,5%). In seiner Sitzung vom 13. September beschloss das Direktorium der Schweizerischen Nationalbank, das Zielband um 25 Basispunkte auf 2,25–3,25% anzuheben und es damit an das am Markt bereits vorherrschende Zinsniveau anzupassen. Um dieses Ziel angesichts der gestiegenen Laufzeitprämien auch erreichen zu können, senkte die Zentralbank ihren Repo-Satz erheblich.

Leitzinsen im Euro-
Raum und in Japan
unverändert

In anderen Volkswirtschaften, insbesondere im Euro-Raum und in Japan, wurden die Leitzinsen unverändert gelassen. Vor dem Hintergrund der konjunkturellen Abkühlung und der Aufwertung des Euro beschloss die EZB, trotz des herrschenden Inflationsdrucks zunächst auf weitere Zinsanhebungen zu verzichten. Allerdings betonte sie wiederholt, dass sie keine Zweitrundeneffekte des Inflationsanstiegs tolerieren werde. Ähnlich nahm auch die Bank of Japan Ende 2007 aufgrund der größeren Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum Abstand von Leitzinserhöhungen. Gleichzeitig bekräftigte der Policy Board seine Absicht, das Zinsniveau anzuheben, sobald die Deflation eindeutig überwunden sei und sich die Wirtschaft auf einem nachhaltigen Wachstumspfad befinde.

Unterschiede im wirtschaftlichen Umfeld oder im geldpolitischen Ansatz?

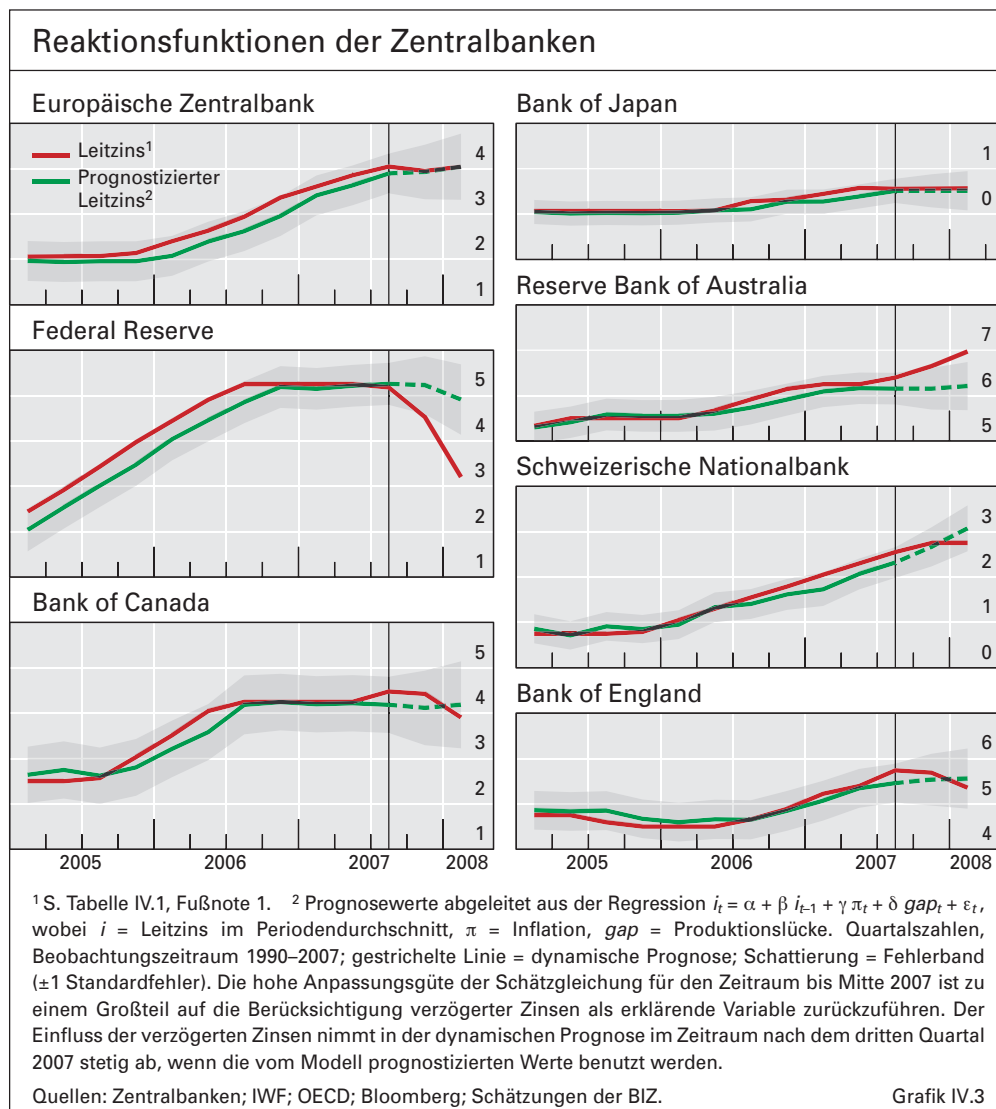
Unterschiedliche
geldpolitische
Reaktionen ...

Die über Länder und Währungsgebiete hinweg variierenden geldpolitischen Reaktionen in der zweiten Jahreshälfte 2007 und Anfang 2008 spiegeln in unterschiedlichem Maße voneinander abweichende wirtschaftliche Rahmenbedingungen, verschieden starke Anspannungen im Finanzsektor sowie

Differenzen im Umgang der Zentralbanken mit Szenarien wider, deren Eintrittswahrscheinlichkeit gering ist, deren Kosten aber hoch wären.

Die weltweite Nachfrageabschwächung und der Preisanstieg bei den Rohstoffen waren zwar in allen Volkswirtschaften zu spüren, doch ihre konkreten Auswirkungen unterschieden sich von Land zu Land merklich. Beispielsweise kurbelten die steigenden Rohstoffpreise in rohstoffproduzierenden Ländern wie Australien, Kanada, Neuseeland und Norwegen die Wirtschaftstätigkeit an, während sie in anderen Ländern den gegenteiligen Effekt hatten. Auch ihre Auswirkungen auf die Inflation hingen u.a. von der Wechselkursentwicklung und der Kapazitätsauslastung ab.

Schätzungen der Reaktionsfunktionen der Zentralbanken zeigen, dass – mit einigen Ausnahmen – die Zentralbanken in der zweiten Hälfte 2007 und Anfang 2008 recht ähnlich auf Änderungen der Wirtschaftslage reagierten wie in den Jahren zuvor. Für den Euro-Raum, Japan, Kanada, die Schweiz und das Vereinigte Königreich lässt sich die Leitzinsentwicklung relativ gut anhand dynamischer Prognosen auf der Grundlage einfacher Gleichungen erklären, welche die Leitzinsen mit der Produktionslücke, der Inflation sowie einer



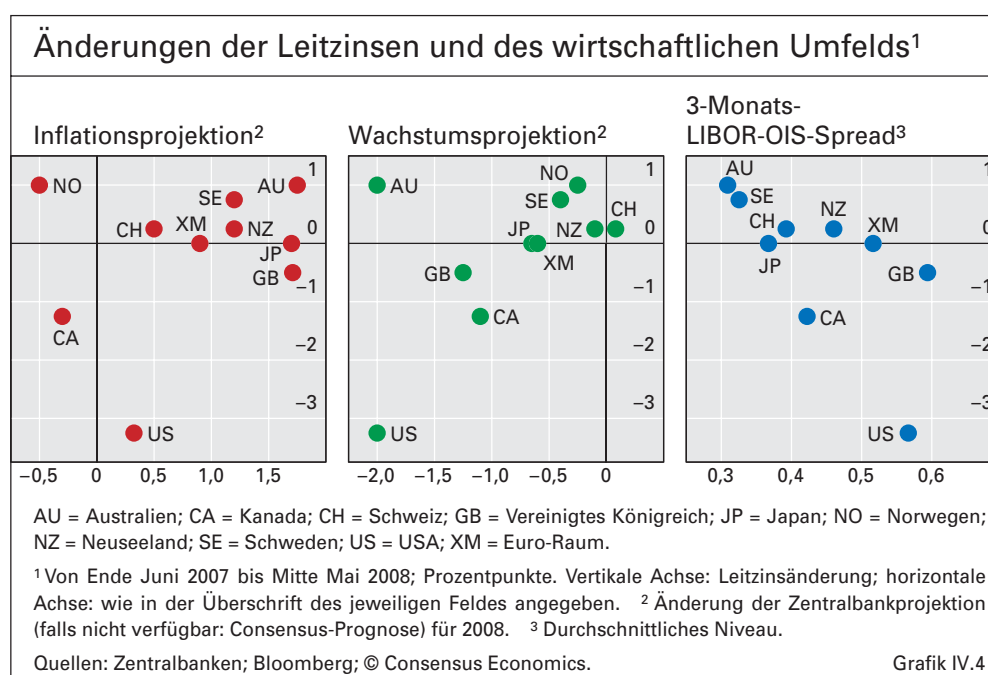
verzögerten Variablen der Leitzinsen (um der Zinsglättung Rechnung zu tragen) in Verbindung setzen (Grafik IV.3). Entsprechend deuten diese Schätzungen darauf hin, dass das Verhalten der betreffenden Zentralbanken weitgehend mit ihrem bisher beobachteten Kurs in Einklang stand. Die Reserve Bank of Australia und die Federal Reserve hingegen erhöhten bzw. senkten ihre Leitzinsen stärker, als dies anhand ihrer vergangenen Reaktionen auf Veränderungen der Produktionslücke und der Inflation zu erwarten gewesen wäre. In diesen beiden Fällen ist die Geldpolitik offenbar entscheidend von Faktoren beeinflusst worden, die in den Gleichungen nicht enthalten sind – z.B. von Veränderungen des wirtschaftlichen Ausblicks, die in der aktuellen Produktionslücke und Inflationsrate nicht zum Ausdruck kommen.

... aufgrund von unterschiedlichen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ...

Die unterschiedlichen Reaktionen der Zentralbanken scheinen teilweise mit Veränderungen der jeweiligen Wirtschaftslage zusammenzuhängen (Grafik IV.4). Die meisten Zentralbanken, die ihre Leitzinsen erhöhten oder unverändert ließen, hoben auch ihre Inflationsprognosen stärker an als diejenigen, die Zinssenkungen vornahmen. Entsprechend gingen umfangreichere Abwärtskorrekturen der Wachstumsaussichten in der Regel mit einer vergleichsweise stärkeren geldpolitischen Lockerung einher. Dies gilt jedoch nicht uneingeschränkt. Obwohl die Reserve Bank of Australia ihre Konjunkturprognose deutlich nach unten revidierte und die Zentralbank Norwegens ihre Inflationsprognose reduzierte, hoben beide Zentralbanken ihre Leitzinsen an. Darin könnte teilweise eine gewisse Endogenität zum Ausdruck kommen, da die Prognosekorrekturen möglicherweise auch den dämpfenden Effekt der höheren Leitzinsen widerspiegeln.

... unterschiedlich starken Verwerfungen an den Finanzmärkten ...

Ein weiterer Grund für die unterschiedlichen geldpolitischen Reaktionen lag darin, dass nicht alle Länder in gleichem Maße von den Finanzmarktstörungen betroffen waren. Nimmt man als Messgröße für das Ausmaß der Marktstörungen den durchschnittlichen Spread zwischen dem 3-Monats-LIBOR



und Overnight-Index-Swaps (OIS) mit derselben Laufzeit in einer bestimmten Währung, scheint es eine enge Beziehung zwischen Leitzinsänderungen und dem Grad der Verwerfungen an den Geldmärkten zu geben. Beispielsweise wurden der australische und der schwedische Geldmarkt weniger stark von den Turbulenzen in Mitleidenschaft gezogen als der US-Dollar- und der Pfund-Sterling-Markt. Entsprechend erhöhten die australische und die schwedische Zentralbank ihre Leitzinsen, während die Federal Reserve und die Bank of England Zinssenkungen vornahmen. Die Korrelation zwischen dem Ausmaß der Verwerfungen und der jeweiligen Lockerung der geldpolitischen Zügel bleibt auch dann noch erkennbar, wenn die Revisionen der Wachstums- und Inflationsprognosen mitberücksichtigt werden (nicht dargestellt).

Dass sich Zinsänderungen sogar unter Einbezug von Prognosekorrekturen teilweise anhand einer Messgröße der Spannungen am Geldmarkt erklären lassen, könnte ein Indiz dafür sein, dass die Zentralbanken auch auf die wahrgenommenen Risiken für diese Prognosen reagiert haben. Alle Zentralbanken berücksichtigen bei ihren geldpolitischen Entscheidungen in gewissem Maße die Risiken, mit denen ihre Prognosen behaftet sind. Allerdings gab es im Berichtszeitraum erhebliche Unterschiede, was die von den einzelnen Zentralbanken in Betracht gezogenen Risiken und ihren jeweiligen Einfluss auf die Geldpolitik betraf. Während sich einige Zentralbanken vorwiegend darauf konzentrierten, das Risiko eines gravierenden Konjunkturabschwungs in unmittelbarer Zukunft abzuwenden, sorgten sich andere vor allem um die möglichen Implikationen einer geldpolitischen Lockerung für die künftige gesamtwirtschaftliche Entwicklung.

Betrachtet man die Zentralbanken der wichtigsten fortgeschrittenen Industrieländer, dann dürfte die Federal Reserve am deutlichsten in die Kategorie der Zentralbanken fallen, die vorwiegend auf die Vermeidung einer möglichen starken Konjunkturflaute abzielten. So wurde in den Sitzungsprotokollen des FOMC und in den Erklärungen von Ausschussmitgliedern mehrfach unterstrichen, dass das Risikomanagement bei den Zinssenkungen der Federal Reserve im Berichtszeitraum eine wichtige Rolle spielte.

Die Bank of Japan betont vermutlich am stärksten die möglichen längerfristigen Implikationen ihrer geldpolitischen Entscheidungen. Die zweite Sichtweise ihres „Ansatzes der zwei Perspektiven“ zur Bestimmung des geldpolitischen Kurses bezieht sich auf Risiken, die über den Zweijahreshorizont hinausgehen. Ende 2007 war der Policy Board zu dem Schluss gekommen, dass die zweite Perspektive für sich betrachtet eine geldpolitische Straffung nahelege, da es zu übermäßigen Kreditaufnahmen und Anlageinvestitionen kommen könne, wenn die Marktteilnehmer davon ausgingen, dass die Zinssätze über längere Zeit niedrig blieben. Bis März 2008 war jedoch mindestens ein Mitglied des Policy Board zu der Auffassung gelangt, dass die zweite Perspektive auf Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum und die Inflation hindeute und daher eine geldpolitische Lockerung angebracht sei, um eine erneute Deflation zu vermeiden.

Die meisten anderen Zentralbanken schienen weniger Gewicht auf das Risiko möglicher extremer Entwicklungen zu legen. Gleichwohl mussten auch sie Befürchtungen eines unerwartet starken Inflationsanstiegs – verbunden mit

... und unterschiedlicher Risikoeinschätzung

Risikomanagementansatz der Federal Reserve

Japanischer „Ansatz der zwei Perspektiven“ mit Betonung der längerfristigen Risiken

Unterschiedliche
Mandate

einer möglichen Zunahme der Inflationserwartungen – gegen das Risiko einer unerwartet starken Dämpfung des Wirtschaftswachstums abwägen.

Die aktuelle und projizierte Wirtschaftslage sowie die Risiken, mit denen Vorhersagen behaftet sind, spielen bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung zweifelsohne eine wichtige Rolle. Aber auch verschiedene Auffassungen über die Funktionsweise der Wirtschaft und unterschiedliche Mandate dürften in dieser Hinsicht von Bedeutung sein. Beispielsweise scheint das doppelte Mandat der Federal Reserve mit seiner gleichwertigen Betonung von Wachstum und Inflation eine stärkere Lockerung angesichts der Marktstörungen zu rechtfertigen als ein Mandat ohne die explizite Vorgabe, das Wirtschaftswachstum zu fördern. Die Politik der EZB, ihre Leitzinsen trotz der konjunkturellen Abschwächung unverändert zu belassen, steht hingegen im Einklang mit der vorrangigen Rolle, die ihr Mandat der Gewährleistung der Preisstabilität zuweist.

Zentralbankkommunikation im Wandel

Herausforderungen
im Bereich
Kommunikation

Die Unsicherheit im Zusammenhang mit den Finanzmarkturbulenzen und ihren weltwirtschaftlichen Auswirkungen stellte die Kommunikationsstrategien der Zentralbanken vor große Herausforderungen. Sie mussten vor allem sicherstellen, dass eine geldpolitische Lockerung nicht als Zeichen nachlassender Entschlossenheit zur Inflationseindämmung oder als Rettungsring für in Not geratene Banken gewertet würde. Außerdem galt es zu berücksichtigen, dass auch die Zentralbankkommunikation selbst den Verlauf der Finanzmarkturbulenzen beeinflussen könnte, da dieser entscheidend vom Vertrauen der Marktteilnehmer abhing. Nachfolgend wird zunächst auf eine Reihe allgemeiner Änderungen der Kommunikationsstrategien etlicher Zentralbanken im vergangenen Jahr eingegangen. Anschließend wird die Kommunikation im Zusammenhang mit der Bereitstellung von Liquidität während der Turbulenzen erörtert.

Änderung der geldpolitischen Kommunikationsstrategie

Mehrere Zentralbanken passten ihre Kommunikationsstrategie im Berichtsjahr an, um das Verständnis der Öffentlichkeit für die ihren geldpolitischen Beschlüssen zugrundeliegenden Überlegungen zu fördern. Dies stand im Einklang mit dem seit einem Jahrzehnt beobachteten Trend der Zentralbanken in Richtung größerer Transparenz.

Änderung der
Kommunikations-
strategie
der Sveriges
Riksbank ...

Im Mai 2007, also einige Zeit vor den Anspannungen am Geldmarkt, kündigte die schwedische Zentralbank an, ihre geldpolitischen Entscheidungen in Zukunft umfassender zu erläutern. Dazu werde sie nach jeder geldpolitischen Sitzung – und nicht wie bisher nur nach Zinsänderungen und der Veröffentlichung ihrer geldpolitischen Berichte – eine Pressekonferenz abhalten. Außerdem wolle sie Kommentare in den Sitzungsprotokollen klar den betreffenden Direktoriumsmitgliedern zuordnen. Im Februar, also nur wenige Monate zuvor, hatte die Riksbank beschlossen, künftig die Projektionen des Direktoriums zur weiteren Leitzinsentwicklung zu veröffentlichen (*77. BIZ-Jahresbericht*). Im Rahmen ihrer neuen Kommunikationsstrategie entschied

sie zudem, in Verlautbarungen und Pressemitteilungen zwischen den geldpolitischen Sitzungen keine Hinweise mehr über bevorstehende Zinsschritte zu geben, da dies angesichts der Ausweitung der bereitgestellten Informationen nicht mehr als erforderlich erachtet wurde. Diese letzte Änderung wurde allerdings im Mai 2008 aufgrund der Reaktionen der Marktteilnehmer teilweise rückgängig gemacht: Die Riksbank erklärte, sie wolle ihre künftigen Zinsschritte zwar nicht im Voraus ankündigen, halte es aber für nützlich, neue wirtschaftliche Entwicklungen und Datenveröffentlichungen dahingehend zu kommentieren, wie sie ihre Projektionen beeinflussen.

Zwei weitere Zentralbanken – die Federal Reserve und die Reserve Bank of Australia – hatten ebenfalls grundlegende Veränderungen ihrer Kommunikationskonzepte in die Wege geleitet, bevor die Finanzmarkturbulenzen einsetzten. Ein wesentliches Merkmal der Mitte November 2007 verkündeten neuen Kommunikationsstrategie der Federal Reserve besteht darin, dass die von den einzelnen FOMC-Mitgliedern unabhängig erstellten wirtschaftlichen Projektionen nun viermal statt zweimal jährlich veröffentlicht werden. Die Projektionen werden weiterhin unter der Annahme einer „angemessenen“ Geldpolitik erstellt. Die Federal Reserve veröffentlicht die Spannbreite und zentrale Tendenz der Projektionen sowie einige Erläuterungen der ihnen zugrundeliegenden Überlegungen. Außerdem wurde der Projektionszeitraum auf drei Kalenderjahre ausgedehnt, um der Öffentlichkeit die Einschätzung der FOMC-Mitglieder hinsichtlich der langfristigen Entwicklung der US-Wirtschaft darzulegen. Der verlängerte Horizont könnte vor allem verdeutlichen, welches Inflationsniveau die Mitglieder des FOMC als mit dem doppelten Ziel der Beschäftigungsmaximierung und der Preisstabilität vereinbar empfinden. Dabei ergab die zentrale Tendenz der Oktoberprognosen für das Jahr 2010 eine Spanne von 1,6–1,9% für die am Deflator der privaten Konsumausgaben (PCE) gemessene Inflation, was weitgehend der bisherigen Einschätzung der Inflationsziele des FOMC seitens der Marktteilnehmer entsprach.

Die australische Zentralbank gab im Dezember 2007 eine neue Kommunikationsstrategie bekannt, die die Veröffentlichung von Erklärungen zu allen Zinsentscheidungen vorsah, und zwar auch dann, wenn die Leitzinsen nicht verändert wurden. Außerdem wurde beschlossen, künftig die Protokolle zu den geldpolitischen Sitzungen des Direktoriums zu veröffentlichen. Zuvor hatte die Reserve Bank auf eine Erläuterung von Beschlüssen zur Beibehaltung des aktuellen Zinsniveaus verzichtet, da diese häufig (aber nicht immer) bedeuteten, dass die Bank keine neuen Informationen weiterzugeben hatte. Angesichts der Erfahrungen anderer Zentralbanken entschied sie jedoch, dass der Nutzen solcher Veröffentlichungen ihre Risiken überwiege.

Die zunehmende Unsicherheit hinsichtlich der Inflations- und Wachstumsaussichten im Berichtszeitraum hatte ebenfalls zur Folge, dass einige wichtige Zentralbanken ihre Taktik, die Öffentlichkeit auf zukünftige Beschlüsse vorzubereiten, änderten. Angesichts der erhöhten Unsicherheit erschien es den Zentralbanken schwieriger oder weniger wünschenswert, Hinweise auf die wahrscheinliche Richtung ihrer bevorstehenden Zinsbeschlüsse zu geben. Beispielsweise ließ der EZB-Rat die Leitzinsen in seiner

... Federal Reserve ...

... und Reserve Bank of Australia

Weniger klare Signalisierung anstehender Zinsentscheidungen

Sitzung vom September 2007 unverändert, obwohl der Präsident in der Pressekonferenz zur vorangegangenen Sitzung von „großer Wachsamkeit“ gesprochen hatte. Dieser Begriff war seit 2005 grundsätzlich vor jeder Zinsanhebung verwendet worden. In den USA lieferte die Federal Reserve in ihrer Erklärung im Anschluss an die FOMC-Sitzung vom Dezember 2007 aufgrund der hohen Unsicherheit, mit der die wirtschaftlichen Aussichten behaftet waren, nunmehr keine explizite Beurteilung des Verhältnisses der vorherrschenden Risiken und tat dies auch in den Erklärungen zu den darauffolgenden Sitzungen nicht.

Kommunikation in Zeiten von Finanzkrisen

Beruhigung der Öffentlichkeit ...

Wie in vorangegangenen Krisensituationen bestand die erste Reaktion etlicher Zentralbanken auf die jüngsten Marktstörungen darin, der Öffentlichkeit zu versichern, dass sie die Lage genau beobachteten und angemessene Maßnahmen ergreifen würden. Entsprechende Erklärungen wurden z.B. am 9. August von der EZB und der Bank of Canada abgegeben. Wenn solche Mitteilungen das Vertrauen der Marktteilnehmer bestärken, dass die Situation unter Kontrolle ist, können sie von größerem Nutzen sein als eine tatsächliche Bereitstellung von Finanzmitteln.

... durch gemeinsame Erklärungen

Die gemeinsamen Erklärungen einer Reihe von Zentralbanken im Dezember 2007 sowie im März und Mai 2008 riefen eine positive, wenn auch kurzlebige Marktreaktion hervor. Diese Erklärungen erläuterten nicht nur die Maßnahmen, die die einzelnen Zentralbanken zu ergreifen beabsichtigten, sondern demonstrierten auch die Bereitschaft und Fähigkeit der Zentralbanken zu konzertierten Reaktionen auf die Turbulenzen. Die Zentralbankkommunikation angesichts von Finanzkrisen gestaltet sich u.a. deshalb so schwierig, weil außergewöhnliche Maßnahmen von der Öffentlichkeit als Anzeichen dafür aufgefasst werden können, dass die Lage im betreffenden Land bedrohlicher ist als befürchtet. Durch die Veröffentlichung gemeinsamer Erklärungen dürften die Zentralbanken dieses Risiko der negativen Signalwirkung verringert haben, da bei konzertierten Reaktionen nicht die spezielle Situation in einem bestimmten Währungsgebiet im Vordergrund steht.

Erläuterung von Zentralbankoperationen

Teilweise war die Kommunikation auch durch die Notwendigkeit motiviert, die operativen Verfahren der Zentralbanken zu erläutern, besonders wenn innovative Fazilitäten eingeführt wurden. Außerdem galt es die Öffentlichkeit zu überzeugen, dass außergewöhnliche Operationen zur Liquiditätssteuerung an sich keine Änderungen des geldpolitischen Kurses bedeuteten. Vielmehr gaben sich alle betroffenen Zentralbanken große Mühe, klar zwischen Leitzinsbeschlüssen einerseits und Maßnahmen zur Umverteilung der Zentralbankguthaben bzw. Erhöhung der Marktliquidität andererseits zu trennen. Diese Maßnahmen sind Thema des nächsten Abschnitts.

Zentralbankoperationen als Reaktion auf die Finanzmarkturbulenzen

Turbulenzen erfordern Anpassung der Zentralbankoperationen

Die Zentralbanken passten als Reaktion auf die Turbulenzen, die im August 2007 an den Finanzmärkten einsetzten, ihre geldpolitischen Geschäfte mittels einer Reihe außergewöhnlicher, neuartiger Maßnahmen an (Tabelle IV.2). Als

Maßnahmen während der Finanzmarkturbulenzen							
	EZB	BoJ	Fed	RBA	BoC	SNB	BoE
Außerordentliche Feinsteuerungsoperationen (Häufigkeit, Konditionen)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Außerordentliche langfristige Offenmarktgeschäfte	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Vorziehen der Reservehaltung in der Erfüllungsperiode	✓			•	•	✓	
Änderung der ständigen Kreditfazilität			✓				
Ausweitung der notenbankfähigen Sicherheiten			✓	✓	✓	✓ ¹	✓
Änderung der Reserveanforderungen/Zielguthaben der Banken				•	•		✓
Ausweitung des Kontrahentenkreises			✓				✓ ²
Ausweitung oder Einführung der Wertpapierleihe			✓				✓

EZB = Europäische Zentralbank; BoJ = Bank of Japan; Fed = Federal Reserve; RBA = Reserve Bank of Australia; BoC = Bank of Canada; SNB = Schweizerische Nationalbank; BoE = Bank of England. ✓ = ja; Leerzeichen = nein; • = nicht anwendbar.

¹ Am 1. Oktober in Kraft getreten, aber nicht im Zusammenhang mit den Turbulenzen. ² Nur für vier Termingeldauktionen, die im September 2007 angekündigt wurden, für die es aber keine Gebote gab.

Quelle: Zentralbanken. Tabelle IV.2

die Spannungen gegen Monatsmitte auf den Interbankgeldmarkt übergriffen, wurde die Nachfrage nach Zentralbankguthaben in den betroffenen Volkswirtschaften volatiler und schwieriger vorauszusagen. Dies erschwerte es den Zentralbanken erheblich, ihren geldpolitischen Kurs mithilfe der üblichen Offenmarktgeschäfte und ständigen Fazilitäten – der Hauptinstrumente bei der Durchführung der Geldpolitik – umzusetzen. Außerdem gerieten auch die Interbankmärkte für Termingeld, die eine Schlüsselrolle im Finanzsystem und im monetären Transmissionsmechanismus einnehmen, unter Druck, da die Anleger zunehmend zögerten, außerhalb des kürzesten Laufzeitenbereichs an den unbesicherten Geldmärkten zu investieren. Schließlich verschlechterte sich die Liquiditätslage sogar an vielen besicherten Märkten. Betroffen waren hiervon im März 2008 auch die in Dollar denominierten kurzfristigen Repo-Geschäfte. Dadurch hatten die Finanzinstitute Mühe, ihre Bestände an zwischenzeitlich sehr illiquide gewordenen Aktiva zu finanzieren. Vor diesem Hintergrund wurden Zentralbankinterventionen erforderlich, die einen gewissen Einfluss auf diese Entwicklungen nehmen konnten. Nachfolgend wird darauf eingegangen, wie die Zentralbanken ihre Operationen zur Steuerung der Reserveguthaben anpassten, um die Kontrolle über die Tagesgeldsätze zu wahren. Danach werden die Schritte erörtert, mit denen sie versiegende Finanzierungsquellen zu ersetzen suchten. Abschließend stehen einige Fragestellungen im Blickpunkt, die im Zusammenhang mit den Reaktionen der Zentralbanken auf die Turbulenzen aufkamen.

Steuerung der Reserveguthaben

Wie in Kapitel VII erörtert, konnten die Banken aufgrund der Finanzmarktstörungen ihren künftigen Finanzierungsbedarf nur sehr schwer abschätzen. Angesichts der Illiquidität an den Geldmärkten waren sie auch deutlich weniger zuversichtlich, aufkommenden Bedarf schnell decken zu können. Daher wurden sie im Hinblick auf die Liquiditätssteuerung viel vorsichtiger, wodurch die Nachfrage nach Zentralbankguthaben volatiler wurde und schwieriger vorauszusagen war.

Instabile Nachfrage
nach Reserven ...

Die Zentralbanken führen zur Umsetzung ihrer Geldpolitik regelmäßige kurzfristige Offenmarktgeschäfte durch. Diese sind so angelegt, dass das Angebot an Reserveguthaben (Einlagen der Banken bei der Zentralbank) in etwa der Nachfrage der Banken entspricht, wodurch der Referenzsatz am Geldmarkt in der Nähe des Leitzinses gehalten wird. Als es aufgrund der instabilen Nachfrage nach Reserveguthaben schwieriger wurde, den Bedarf genau einzuschätzen, passten die Zentralbanken ihre liquiditätszuführenden Geschäfte entsprechend an. Die Reserve Bank of Australia, die Bank of Canada, die EZB, die Bank of Japan, die Schweizerische Nationalbank, die Federal Reserve und ab September auch die Bank of England entschlossen sich zu Marktoperationen, die nicht Bestandteil ihres regulären Kalenders waren oder aber umfangreicher ausfielen als gewöhnlich, sowie zu anderen Schritten, um das Gleichgewicht zwischen der Nachfrage nach und dem Angebot an Zentralbankguthaben zum Leitzins wiederherzustellen. So passten die EZB und die Federal Reserve zu Beginn der Turbulenzen ihre Offenmarktgeschäfte an, da der Tagesgeldsatz vor dem Hintergrund erheblicher Unsicherheit über die Nachfrage nach Zentralbankguthaben einem starken Aufwärtsdruck ausgesetzt war. In ihrem ersten Offenmarktgeschäft nach dem Einsetzen der Turbulenzen ergriff die EZB am 9. August die ungewöhnliche Maßnahme, die gesamte Nachfrage zu ihrem Leitzins von 4% zu befriedigen. Am 10. August führte die Federal Reserve drei separate Tendersverfahren für eintägige Repos durch, wobei der letzte Tender am frühen Nachmittag und damit deutlich später als üblich abgehalten wurde.

... hat häufigere
und umfangreichere
Marktoperationen
zur Folge

Rolle der
Guthaben-
verzinsung

In den meisten Fällen stellten die Zentralbanken nicht mehr Reserveguthaben bereit als erforderlich, um die Referenzsätze nahe am Leitzins zu halten. In allen Regionen, die spürbar von den Turbulenzen betroffen waren, fragten Banken aus Vorsichtsgründen allgemein verstärkt *liquide Instrumente* nach. Inwiefern dies die Nachfrage nach *Zentralbankguthaben* ankurbelte, hing jedoch konkret von den Opportunitätskosten der betreffenden Guthaben ab. In den USA, wo Zentralbankguthaben nicht verzinst werden, und im Euro-Raum, wo Überschussreserven 100 Basispunkte unter dem Leitzins vergütet werden, stieg die Nachfrage nach Reserveguthaben nicht nennenswert an, und die per saldo zugeführten Mittel wurden in fast allen Fällen recht schnell wieder abgezogen. Eine bedeutende Ausnahme stellte in den USA die Erfüllungsperiode Anfang August dar, in der die Reserven einige Tage nicht abgeschöpft wurden und der Tagesgeldsatz infolgedessen deutlich unter dem Zielsatz der Federal Reserve lag. Bei der Bank of England hingegen, wo der Betrag der Reserveguthaben von den einzelnen Banken im Voraus festgelegt wird und die

Vergütung zum Leitzins erfolgt, erhöhten sich die Zentralbankguthaben ab der Erfüllungsperiode vom September erheblich. In Australien und Kanada, wo die Einlagenzinssätze der Zentralbanken lediglich 25 Basispunkte unter dem Leitzins liegen, stiegen die Zentralbankguthaben ebenfalls an, wenngleich nur verhalten.

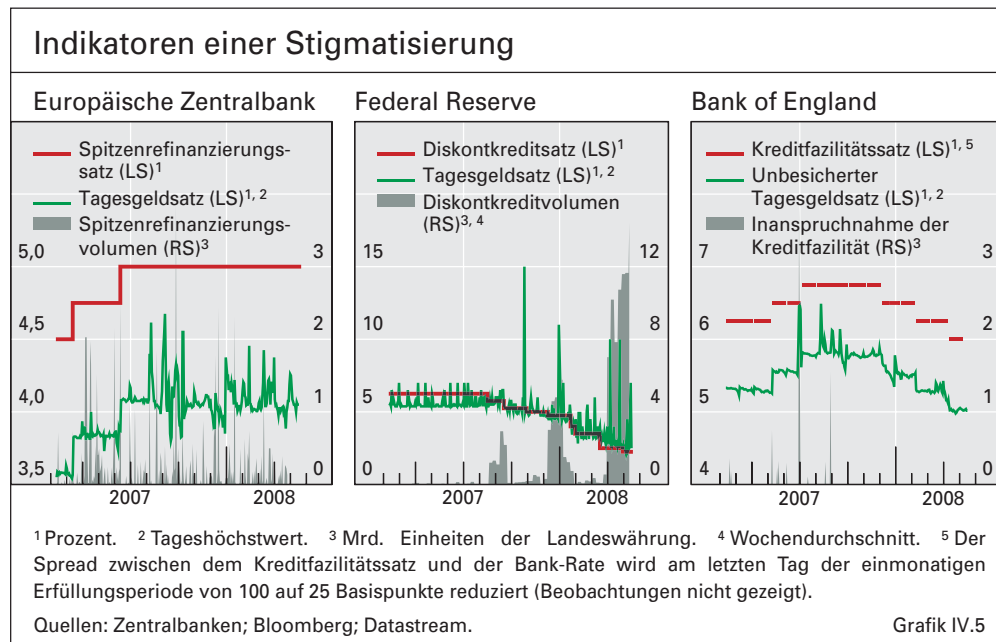
Fast alle Zentralbanken verfügen über ständige Kreditfazilitäten, in deren Rahmen den Banken besicherte Kredite zu einem über dem Leitzins liegenden Zinssatz gewährt werden. Diese Fazilitäten können mehreren Zwecken dienen. Erstens können sie bei der Umsetzung der Geldpolitik als Auffangfazilität für Offenmarktgeschäfte verwendet werden. Da durch die Mittelaufnahme über ständige Fazilitäten auf Nachfrage zusätzliche Reserveguthaben zugeführt werden, bildet ihr Zinssatz in der Regel die Obergrenze für den Interbank-Tagesgeldsatz. Zweitens werden über diese Fazilitäten Finanzmittel für Institute bereitgestellt, die mit spezifischen Kontoführungsproblemen zu kämpfen haben. Drittens lassen sich auf diese Weise Institute mit Liquidität versorgen, deren Zugang zu Finanzmitteln vorübergehend beeinträchtigt ist, die aber ansonsten solide sind. Viertens schließlich können über ständige Fazilitäten Mittel zur Rettung in Not geratener Institute bereitgestellt werden; dies erfolgt in der Regel über eine separate Fazilität.

Ständige Fazilitäten
als Auffang-
liquiditäts-
fazilitäten ...

Letztlich lockerte einzig die Federal Reserve die Bedingungen ihrer ständigen Kreditfazilität (der Primary Credit Facility) als Reaktion auf die Finanzmarkturbulenzen. Im August verringerte sie die Differenz zwischen dem Zinssatz der Fazilität – dem Diskontsatz – und ihrem Leitzins von 100 auf 50 Basispunkte und anschließend im März 2008 weiter auf 25 Basispunkte. Darüber hinaus verlängerte sie die zulässige Laufzeit der betreffenden Kredite von einem Tag auf 30 Tage und danach auf 90 Tage. Diese Anpassungen sollten den Banken größere Gewissheit über Kosten und Verfügbarkeit von Finanzmitteln geben. Der engere Spread sollte das Ausmaß reduzieren, in dem eventuelle vorübergehende Anspannungen am Interbankmarkt den Tagesgeldsatz nach oben treiben. Die längere zulässige Laufzeit machte die ständige Fazilität zu einem annähernden Ersatz für die Mittelaufnahme am Termingeldmarkt, die immer seltener geworden war.

Allerdings wurde die Wirksamkeit der ständigen Kreditfazilität der Federal Reserve als Instrument zur Deckelung des Tagesgeldsatzes wie auch zur Drucklinderung am Termingeldmarkt erheblich dadurch gemindert, dass die Banken sie nicht in Anspruch nehmen wollten. Obwohl keine Informationen über die Inanspruchnahme durch einzelne Banken veröffentlicht werden, schienen diese zu befürchten, dass ihre Kreditaufnahme an die Öffentlichkeit geraten und als Zeichen finanzieller Schwierigkeiten gewertet werden könnte. Bisweilen gaben die Banken für eintägige Interbankkredite und 30-tägige Eurodollareinlagen Gebote ab, die viele Prozentpunkte über dem Diskontsatz lagen (Grafik IV.5). Auch im Vereinigten Königreich wurden vereinzelt Berichten zufolge bilaterale Geschäfte zu erhöhten Zinssätzen abgewickelt, vor allem nach der Gewährung von Notfallliquidität an die in Schieflage geratene Hypothekenbank Northern Rock im September (Kapitel VII). Im Euro-Raum dagegen war das Thema Stigmatisierung weniger relevant, vielleicht weil die Mittelaufnahme über die Spitzenrefinanzierungsfazilität der EZB nie als

... aber mit Stigma
behaftet



Ausnahme galt. Daher wurden im Euro-Raum keine Interbankgeschäfte zu erhöhten Zinssätzen verzeichnet.

Ersatz für versiegende Finanzierungsquellen

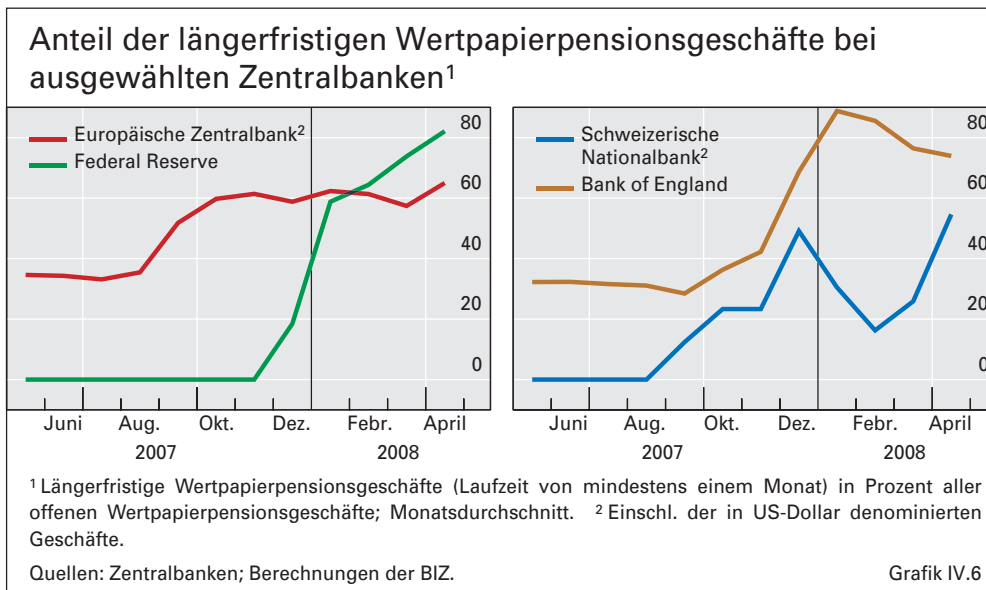
Druck auf Termingeldmärkte ...

Die Schritte, die unternommen wurden, um die Tagesgeldsätze in Leitzinnsnähe zu halten, dienten teilweise nicht nur der Implementierung des geldpolitischen Kurses, sondern auch der Linderung des relativen Angebotsengpasses an den Termingeldmärkten. Insbesondere wären die Finanzinstitute möglicherweise eher zur Vergabe von Terminkrediten bereit, wenn sie sicher wären, ihre Ausleihungen zu angemessenen Zinssätzen am Tagesgeldmarkt refinanzieren zu können. Außerdem wäre die Nachfrage der Institute nach Terminkrediten nicht so rege, wenn sie die Aufnahme von Tagesgeld als zuverlässiges Substitut erachteten.

... bewirkt Verschiebung in Richtung längerfristiger Operationen ...

Als sich jedoch die Turbulenzen ausweiteten, verschoben sich die Zentralbankbemühungen zur Drucklinderung an den Termingeldmärkten schwerpunktmäßig in Richtung einer direkten Bereitstellung von Termingeld. So führten die EZB und die Schweizerische Nationalbank ab August bzw. September zusätzliche 3-monatige Refinanzierungsgeschäfte durch, und die EZB nahm ab April auch 6-monatige Tender ins Programm. Im Dezember begann die Bank of England, 3-monatige Tender mit außergewöhnlich hohen Volumen abzuwickeln, und die Federal Reserve gewährte soliden Instituten im Rahmen ihrer neuen Term Auction Facility (TAF) einmonatige Kredite. Durch diese Geschäfte erhöhte sich der Anteil der Wertpapierpensionsgeschäfte mit längerer Laufzeit am Gesamtvolumen der Offenmarktgeschäfte dieser Zentralbanken erheblich (Grafik IV.6).

Durch die Zentralbankoperationen gelang es, die Referenzzinssätze wieder in den Griff zu bekommen. Zudem halfen sie, den Druck am Termingeldmarkt zu lindern, vor allem indem sie der ungünstigen Verteilung der Zentralbankguthaben aufgrund der Beeinträchtigung des Interbankmarktes



entgegenwirkten. Mehrere Zentralbanken erweiterten ihre Palette von notenbankfähigen Sicherheiten und teilweise auch den Kreis zugelassener Kontrahenten, was den Marktteilnehmern die Finanzierung von Instrumenten ermöglichte, deren Märkte starken Verwerfungen unterlagen. Die kanadische Zentralbank beschloss im August, bei ihren Offenmarktgeschäften vorübergehend alle Wertpapiere als Sicherheiten zu akzeptieren, die schon für ihre ständige Liquiditätsfazilität zugelassen waren. Im September und Oktober erweiterte die Reserve Bank of Australia die Liste der notenbankfähigen Sicherheiten für ihre regulären Operationen wie auch für ihre Tages-Repo-Fazilität um eine Reihe von Banktiteln, durch Wohnimmobilien besicherte Anleihen und forderungsunterlegte Geldmarktpapiere (Asset-backed Commercial Paper). Die Bank of England führte ab September insgesamt vier außerordentliche 3-monatige Tender durch, bei denen mehr Sicherheiten und Geschäftspartner zugelassen waren als bei ihren regulären Operationen. Im Dezember beschloss sie außerdem, auch bei ihren regelmäßigen 3-monatigen Offenmarktgeschäften eine größere Auswahl an Sicherheiten anzuerkennen. Ebenfalls im Dezember stellte die Federal Reserve den Kreditinstituten mit Einlagengeschäft im Rahmen ihrer TAF Finanzmittel zu Marktpreisen bereit und akzeptierte dabei alle für ihr Diskontfenster zulässigen Sicherheiten. Damit ließ sie bei diesen Operationen deutlich mehr Geschäftspartner und Sicherheiten zu als bei ihren anderen Offenmarktgeschäften.

Die TAF war eine von vielen Maßnahmen, die fünf Zentralbanken (Bank of Canada, EZB, Schweizerische Nationalbank, Federal Reserve und Bank of England) im Anschluss an die gemeinsame Erklärung am 12. Dezember ergriffen. Außerdem wurden Kreditlinien für Devisenswaps zwischen der Federal Reserve einerseits sowie der EZB und der Schweizerischen Nationalbank andererseits eingerichtet. Die Kreditlinien wurden von der EZB und der Schweizerischen Nationalbank genutzt, um in ihren jeweiligen Währungsbereichen regelmäßige Tender für Dollar-Termingeld zu finanzieren. Die Mittel halfen den Banken im Euro-Raum und in der Schweiz, ihren Finanzierungs-

... und Ausweitung der notenbankfähigen Sicherheiten

Länderübergreifende gemeinsame Initiativen im Dezember 2007 ...

bedarf in Dollar zu decken, was aufgrund einer Verwerfung am Devisen-swapmarkt schwieriger geworden war (Kapitel V). Das Bestreben der europäischen Banken, sich vor Beginn des US-Handelstags Dollar-Finanzmittel zu sichern, hatte in den Morgenstunden einen erheblichen Aufwärtsdruck auf den Tagesgeldsatz bewirkt, was die Bemühungen der Federal Reserve zur Umsetzung ihres geldpolitischen Kurses erschwerte. Nach der Einführung der Dollar-Tender ließ dieser Druck eine Zeitlang nach. Die Tender der europäischen Zentralbanken für Dollar-Termingeld wurden bis Januar fortgeführt. Als sich die Marktlage im Februar zu beruhigen schien, wurden sie ausgesetzt.

... und erneut im
März 2008

Die Erholung war jedoch nur von kurzer Dauer. Mitte März verschärfte sich die Situation an den Finanzmärkten erneut, und die Zentralbanken unternahmen zusätzliche Schritte zur Finanzierung illiquider Aktiva in den Portfolios der Finanzinstitute. Die Federal Reserve erhöhte das über die TAF bereitgestellte Finanzierungsvolumen erheblich und verlängerte die maximale Laufzeit ihrer Repo-Geschäfte von zwei Wochen auf einen Monat. Außerdem gaben die Zentralbanken, die sich bereits im Dezember zu konzertierten Maßnahmen zusammengeschlossen hatten, eine gemeinsame Erklärung über zusätzlich geplante Initiativen ab. Das Volumen der transatlantischen Swaplinien wurde ausgeweitet, und die EZB sowie die Schweizerische Nationalbank setzten ihre Dollar-Tender wieder ein. Darüber hinaus führte die Federal Reserve eine neue Term Securities Lending Facility (TSLF) ein, über die Primary Dealer, d.h. die etwa 20 großen Wertpapierhäuser, die an den Offenmarktgeschäften teilnehmen, von der Federal Reserve Bank of New York US-Staatspapiere leihen konnten – im Austausch gegen bestimmte weniger liquide Wertpapiere, darunter einige private mit Hypotheken unterlegte Wertpapiere mit erstklassigem Rating, die nicht für Offenmarktgeschäfte zugelassen waren.

Kreditvergabe der
Fed an Banken
ohne Einlagen-
geschäft

In den folgenden Tagen nutzte die Federal Reserve ihre Befugnis, um erstmals seit den 1930er Jahren Kredite an Banken ohne Einlagengeschäft zu vergeben. Am 14. März stellte sie Finanzmittel bereit, um die Übernahme der konkursgefährdeten Investmentbank Bear Stearns durch JPMorgan Chase zu ermöglichen. Am Sonntag, den 16. März führte sie die Primary Dealer Credit Facility (PDCF) ein, über die die Primary Dealer gegen eine Reihe von privaten und staatlichen Wertpapieren mit erstklassigem Rating Tagesgeld zum Diskontsatz aufnehmen konnten. Die Fazilität sollte den Primary Dealer die Bereitstellung von Finanzmitteln (über Repo-Geschäfte) an den Märkten für forderungsunterlegte Anleihen erleichtern. Während die TAF eine Art Offenmarktgeschäft für Institute mit Zugang zum Diskontfenster darstellte, wurde durch die PDCF eine ständige Kreditfazilität für die Institute eingerichtet, die an den Offenmarktgeschäften teilnehmen. Im Ergebnis veränderte sich der operative Handlungsrahmen der Federal Reserve durch diese beiden neuen Fazilitäten tendenziell dahingehend, sowohl Offenmarktgeschäfte als auch ständige Fazilitäten demselben erweiterten Kreis von Instituten gegen eine einheitlichere Palette von Sicherheiten zur Verfügung zu stellen.

Bank of England
mit Wertpapier-
Swap-Arrangement

Die Bank of England führte Mitte April ebenfalls ein Wertpapier-Swap-Arrangement ein, um die Liquidität der Banken zu verbessern, die einen Überhang an illiquide gewordenen Vermögenswerten aufwiesen. Dazu lancierte sie ein besonderes Liquiditätsprogramm (Special Liquidity Scheme) – eine

Fazilität, über die die Banken erstklassige, aber vorübergehend illiquide Aktiva gegen britische Schatzwechsel tauschen konnten. Die Swaps können zu jedem Zeitpunkt innerhalb eines 6-monatigen Zeitfensters eingegangen werden, mit einer Laufzeit von bis zu 3 Jahren. Anfang Mai gaben die wichtigsten Zentralbanken eine weitere gemeinsame Erklärung ab. Das Volumen der transatlantischen Swap-Kreditlinien und der damit verbundenen Dollar-Tender wurde erneut heraufgesetzt, und die Federal Reserve erweiterte die Liste der für die TSLF akzeptierten Wertpapiere um andere Arten erstklassiger forderungsunterlegter Wertpapiere.

Gegenwärtig lässt sich die Wirksamkeit der Zentralbankoperationen als Reaktion auf die Finanzmarkturbulenzen nur schwer abschätzen. Trotz der geringeren Berechenbarkeit der Nachfrage nach Reserveguthaben und der gesunkenen Effektivität einiger ständiger Kreditfazilitäten als Instrument zur Deckelung der Tagesgeldsätze ist es den Zentralbanken gelungen, den Volatilitätsanstieg bei den Referenzzinssätzen im Zaum zu halten. Die Spreads am Termingeldmarkt sind jedoch im historischen Vergleich weiterhin sehr hoch, selbst wenn man eine gewisse Korrektur des zu niedrigen Niveaus vor den Turbulenzen berücksichtigt. Das nach wie vor erhöhte Niveau der Spreads hängt sicherlich zum Teil mit Befürchtungen hinsichtlich des Kontrahentenrisikos zusammen, die sich nur bedingt durch Zentralbankinterventionen zerstreuen lassen. Allerdings sind die Laufzeitprämien weiterhin hoch, obwohl sich die Kreditspreads für Finanzinstitute verringert haben. Dies deutet darauf hin, dass die Bedenken bezüglich der Liquidität selbst durch die bisherigen beispiellosen Maßnahmen der Zentralbanken nicht vollständig ausgeräumt werden konnten.

Fragestellungen im Zusammenhang mit den Reaktionen der Zentralbanken auf die Finanzmarkturbulenzen

Die Entscheidung, ob als Reaktion auf eine Finanzkrise Interventionen angebracht sind, stellt die Zentralbanken zwangsläufig vor ein Dilemma, da Interventionen nicht nur Nutzen bringen, sondern auch Kosten verursachen. Dabei handelt es sich teilweise um direkte finanzielle Kosten, die z.B. aus nachträglichen Garantien an Institute oder Investoren entstehen können. Weitere Kosten, die auf längere Sicht eine größere Rolle spielen dürften, betreffen die mit Interventionen verbundene Moral-Hazard-Problematik, d.h. die Möglichkeit, dass die Marktteilnehmer auf die unterstützenden Eingriffe der Zentralbanken bauen und verstärkt Risiken eingehen, was wiederum die Wahrscheinlichkeit und die eventuellen Kosten künftiger Interventionen erhöht.

Je nach Art der Zentralbankmaßnahmen sind Moral Hazard und finanzielle Kosten unterschiedlich hoch. Betrachtet man die während der jüngsten Turbulenzen ergriffenen Maßnahmen, so verursachte die aktivere Steuerung der Reserveguthaben innerhalb der bestehenden geldpolitischen Handlungsrahmen mit dem Ziel, die Referenzzinssätze am Markt nahe am Leitzins zu halten, sehr wahrscheinlich den geringsten Anreiz zu unverantwortlichem Handeln. Im Zusammenhang mit der Ausweitung der notenbankfähigen Sicherheiten und zugelassenen Geschäftspartner gab es einige finanzielle Risiken, und das Moral-Hazard-Problem dürfte von vergleichsweise größerer

Interventionen
verbunden mit
Kosten ...

Bedeutung gewesen sein. Allerdings sollte Moral Hazard eigentlich dadurch in gewissem Maße eingedämmt worden sein, dass die entsprechenden Operationen zumeist als Offenmarktgeschäfte durchgeführt wurden, bei denen der Preis in Tenderverfahren bestimmt wird. Im Hinblick auf die finanziellen Risiken wurde das Portfolio an Sicherheiten, die bei den Zentralbanken hinterlegt wurden, zwar etwas risikoreicher und weniger liquide, ein eventueller Risikoanstieg für die Zentralbanken hielt sich aber vermutlich in engen Grenzen. Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass im Falle risikoreicherer oder weniger liquider Sicherheiten ein größerer Abschlag bei der Kredithöhe vorgenommen wird, die die Zentralbanken im Gegenzug zu gewähren bereit sind. Die Kreditvergabe zur Rettung in Not geratener Institute dürfte das größte Moral-Hazard-Problem darstellen. In solchen Fällen bemühen sich die Zentralbanken zwar, einen möglichst großen Teil der Kosten auf Aktionäre, Gläubiger und Management abzuwälzen, ohne dass das Institut geschlossen werden muss. Dabei fallen die Kosten der Aktionäre und Gläubiger jedoch notgedrungen niedriger aus, als dies bei einer unregelmäßigen Insolvenz der Fall gewesen wäre.

... aber auch mit Nutzen ...

Der Nutzen von Interventionen besteht in erster Linie in der möglichen Vermeidung einer Finanzkrise oder ihrer Abschwächung, wenn sie sich bereits entfaltet. Finanzkrisen können die Verfügbarkeit von Krediten erheblich beeinträchtigen und das Vertrauen der Unternehmen und privaten Haushalte untergraben. Der sich daraus ergebende Rückgang der Wirtschaftstätigkeit, der Beschäftigung und des Vermögens schmälert die gesellschaftliche Wohlfahrt beträchtlich. Um hier den Nutzen von Interventionen zu ermitteln, müssen nicht nur die vermiedenen potenziellen Kosten geschätzt werden, sondern auch die Wahrscheinlichkeit, dass die etwaigen Interventionsstrategien Früchte tragen.

... wie der Vermeidung kostspieliger Interventionen zu späterem Zeitpunkt

Darüber hinaus lässt sich durch bestimmte Arten von Zentralbankmaßnahmen zur Bewältigung von Finanzkrisen eventuell verhindern, dass im weiteren Verlauf andere Interventionen erforderlich werden, die ein noch größeres Ausmaß an Moral Hazard oder finanziellen Kosten nach sich ziehen. Beispielsweise können frühzeitige und energische Maßnahmen zur Liquiditätsversorgung über Offenmarktgeschäfte eine spätere Nothilfe in Form von Krediten überflüssig machen.

Kosten und Nutzen ex ante schwer abzuwägen ...

Die wahrscheinlichen Kosten und den voraussichtlichen Nutzen bestimmter Maßnahmen als Reaktion auf eine häufig sehr volatile Situation präzise ex ante abzuschätzen, ist kaum möglich. Letztlich sind Entscheidungen dieser Art immer weitgehend Ermessenssache. Gleichwohl sollten im Vorfeld klare Zielvorgaben definiert und die voraussichtlichen Kosten wie auch der erwartete Nutzen abgewogen werden, da dies helfen kann, selbst äußerst rasche Entscheidungsprozesse zu strukturieren und zu erleichtern.

... aber klare Zielsetzung kann schleichende Ausuferung verhindern

Die jüngsten Interventionen zur Unterstützung des reibungslosen Funktionierens der Termingeld- und Repo-Märkte könnten zu der Annahme verleiten, dass die Zentralbanken künftig bei vergleichbaren finanziellen Anspannungen auch zur Unterstützung anderer Märkte oder Institute intervenieren würden. Diese Auffassung könnte die Moral-Hazard-Problematik noch verschärfen. Die öffentliche Klarstellung der Ziele und Grundsätze, die die

Zentralbanken bei ihrer Reaktion auf Finanzmarktverwerfungen verfolgen, könnte dazu beitragen, ein schleichendes Ausufernd ihrer Aufgaben zu verhindern. Die frühzeitige Erarbeitung von Strategien zur Rückführung außerordentlicher Maßnahmen wäre ebenfalls hilfreich.

Die nächste Finanzkrise wird mit Sicherheit unerwartete Merkmale aufweisen und von den Zentralbanken Reaktionen erfordern, die sich nicht vorausplanen lassen. Daher wird es wahrscheinlich unmöglich sein, Handlungsrahmen zu entwickeln, die ein umfassendes Notfallpaket beinhalten. Die erfolgreiche Bewältigung von Finanzkrisen wird in gewissem Maße davon abhängen, dass die Zentralbanken ihre Innovationsfähigkeit bewahren. Dazu sind enge Kontakte zu den Marktteilnehmern, funktionierende Kommunikationskanäle zu anderen Finanzbehörden und Zentralbanken sowie gut unterrichtete Mitarbeiter vonnöten, um sicherzustellen, dass Informationen über neue Situationen schnell gesammelt, ausgetauscht und verstanden werden können.

Reaktion erfordert
immer innovative
Ideen