Die Ära der Zentralbanken

Im Gefolge der Finanzmarktkrise hat sich das gesellschaftliche Rollenverständnis der Zentralbanken verändert. Das birgt Gefahren: Verlust an Glaubwürdigkeit und zugleich überzogene Erwartungen. **DIRK NIEPELT**

Als die Weltwirtschaft vor über sechs Jahren in die Krise schlitterte, galten Zentralbanken als behäbige und konservative Stabilitätsanker. Die herrschende Theorie empfahl einfache und robuste Regeln zur Festsetzung des kurzfristigen Referenzzinses. Diese Regeln sollten das Verhalten und die Erwartungen der Wirtschaftsakteure so beeinflussen, dass sich in der Folge eine stabile Entwicklung des allgemeinen Preisniveaus und der gesamtwirtschaftlichen Aktivität ergab. Die geldpolitischen Entscheidungsträger befolgten diese Empfehlung weitgehend. Debatten in Zentralbankzirkeln thematisierten zwar die exakte Struktur der Zinsregel. So war beispielsweise umstritten, wie stark bei der Zinssetzung auf Geldmengenaggregate oder die Preisentwicklung von Vermögenswerten wie Aktien oder Immobilien Rücksicht genommen werden sollte. Weitgehend unbestritten hingegen war, dass sich die Geldpolitik an Inflations- und gegebenenfalls Aktivitätszielen auszurichten habe.

Seit Beginn der Finanzmarktkrise im August 2007 wurde dieser Zielkatalog zunehmend freier interpretiert. Obwohl geldpolitische Eingriffe nach wie vor auch mit traditionellen Argumenten zur Preisstabilität und zur gesamtwirtschaftlichen Lage gerechtfertigt wurden, gewannen neue Beweggründe erheblich an Bedeutung. Besonders die Sorge um die Finanzmarktstabilität, die schon bei der Gründung der modernen Zentralbanken Pate gestanden hatte, und Befürchtungen wegen kriselnder Staatsfinanzen rückten neben Konjunktursorgen ins Zentrum des Interesses. Nolens volens reagierten Zentralbanken auf das Austrocknen kurzfristiger privater Finanzierungsquellen und auf drohende Insolvenzen mit Liquiditätsspritzen und grosszügigen Beleihungen. Konventionelle Zinssenkungen zur Stimulierung der Nachfrage wurden um unkonventionelle Massnahmen ergänzt, die auf die Senkung der langfristigen Zinsen zielten. Um die kontraproduktiven Anreizeffekte dieser Interventionen zu begrenzen, unterstützten Zentralbanken regulatorische Initiativen oder gaben selbst den Anstoss dazu und übernahmen entsprechende Verantwortlichkeiten.

Vermehrt der Kritik ausgesetzt

Die Begleiterscheinungen dieser Eingriffe beschränken sich nicht auf die Umverteilung von Steuerzahlern zu Bankgläubigern und von Sparern zu Schuldnern (besonders Staaten) oder auf die regulierungsbedingte Zersplitterung der Finanzmärkte. Vielmehr zeichnen sich darüber hinaus tiefgreifende Veränderungen im gesellschaftlichen Rollenverständnis der Zentralbank ab: Innerhalb weniger Jahre hat sich der behäbige, konservative Stabilitätsanker zum Sondereingriffskommando gemausert, und seine Vertreter geniessen Starstatus.

Diese Entwicklung birgt Gefahren. Zum einen droht der Institution ein Verlust an Glaubwürdigkeit und damit des Kapitals, das sie über Jahrzehnte hinweg durch regelgebundenes Handeln angesammelt hat. Einen Vorgeschmack hierauf geben die skeptischen und nervösen Reaktionen der Anleihenmärkte auf Ankündigungen zum allmählichen Ausstieg aus der sehr expansiven Geldpolitik. Die Glaubwürdigkeit leidet besonders unter der Tatsache, dass die erweiterten Verantwortlichkeiten der Zentralbank Zielkonflikte bescheren und sie auf Kollisionskurs mit anderen Regulatoren bringen. Das neu geweckte und häufig kurzfristig motivierte Interesse der Politik an Geld- und Währungsfragen verstärkt diese Problematik.

Zum anderen besteht die Gefahr, dass sich die Öffentlichkeit aufgrund der erweiterten Verantwortlichkeiten und Kompetenzen der Zentralbank überzogene Hoffnungen auf grössere makroökonomische Stabilität macht. Sollte dies zu Enttäuschungen führen, wären Schuldzuweisungen an die Adresse der Zentralbank die Folge, und ihr Einfluss könnte unabhängig von der Berechtigung dieser Schuldzuweisungen rasch schwinden. Denn wenn die Effektivität des Handelns der Zentralbank erst einmal in Zweifel gezogen wird, dann steht auch die operative Unabhängigkeit der Institution zur Disposition.

Der behäbige, konservative Stabilitätsanker hat sich zum Sondereingriffskommando gemausert.

Direkt oder indirekt könnte sich auf die Stellung der Zentralbank auch die grundsätzliche Kritik am Währungs- und Finanzsystem auswirken, die zunehmend artikuliert wird. Eine erste derartige Kritik betrifft die Aufgabenteilung zwischen Staat und Privaten bei der Bereitstellung und der Absicherung finanzieller Netzwerke. Zahlungsverkehrs- und Settlement-Systeme stellen ebenso wie Netzwerke im Energie-, im Verkehrs- oder im Kommunikationsbereich natürliche Monopole dar, die aus Effizienzgründen sinnvollerweise staatlich betrieben oder aber privat betrieben und staatlich reguliert werden. Welches der beiden Arrangements vorteilhafter ist, hängt davon ab, ob staatliche und private Betreiber gleichermassen in der Lage sind, Produktivitätsfortschritte zu realisieren, und ob private Anbieter die Systemstabilität auch in Krisenzeiten uneingeschränkt gewährleisten können. Eine skeptischere Einschätzung der Öffentlichkeit bezüglich der Vorteile des privaten Betriebs könnte zur Folge haben, dass sich für die Zentralbank ein neues Aufgabengebiet erschliesst.

Eine zweite, für die Institution bedrohlichere Kritik betrifft die Monopolstellung der Zentralbank. Diese Kritik spiegelt Zweifel am Willen und an der Fähigkeit der geldpolitischen Entscheidungsträger, der Preisstabilität angesichts der oben beschriebenen Zielkonflikte oberste Priorität einzuräumen. In Ländern wie der Schweiz mag die-

→

ser Zweifel unbegründet erscheinen, obwohl selbst hier vereinzelt eine stärkere Bindung der Nationalbank verlangt wird. In anderen Währungsräumen hingegen ist die Diskussion über Parallelwährungen bereits entbrannt und setzt die betreffenden Notenbanken unter Erfolgsdruck. Besonders in der Eurozone dürfte ein als Scheitern empfundener Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik der letzten Jahre die Diskussion weiter anheizen.

Eine dritte Kritik schliesslich betrifft die Giralgeldschöpfung der Geschäftsbanken. Sie könnte die Stellung der Zentralbank in letzter Konsequenz sowohl stärken als auch schwächen. Viele Bankkunden betrachten ihre Sichteinlagen als faktisch gleichwertig zu Notenbankgeld, unabhängig davon, ob diese Einlagen durch Reserven bei der Zentralbank gedeckt sind oder aber durch das Geschäftsbankensystem geschaffen wurden. Regulatorische Massnahmen und das Konstrukt der Einlagensicherung bestärken das Publikum in dieser Sichtweise.

Verbot von Giralgeldschöpfung denkbar

Gewährleisten lässt sich die jederzeitige Einlösbarkeit von Sichteinlagen jedoch nur dadurch, dass die Zentralbank das Geldangebot in Zeiten sprunghaft steigender Nachfrage nach Notenbankgeld entsprechend erhöht und Sicherheiten der Geschäftsbanken zum Tausch akzeptiert. Im Ergebnis resultiert ein Gleichgewicht sich selbst erfüllender Erwartungen, in dem die Gefahr besteht, dass Gewinne privatisiert und Verluste sozialisiert werden. Zudem erhöht sich das Risiko ungebremster und exzessiver Kreditvergabe, die den Keim für neue Finanzkrisen legt.

Als Ausweg aus dieser Situation bietet sich ein Verbot der Giralgeldschöpfung an, zum Beispiel mit einer gesetzlichen Pflicht zur vollständigen Deckung von Sichteinlagen durch Notenbankgeld, wie sie derzeit in der Schweiz diskutiert wird. Ein derartiger Schritt hätte weitreichende Auswirkungen auf die Geldpolitik der Zentralbank und die Bankenaufsicht. Doch auch weniger einschneidende Massnahmen sind denkbar. So könnte klar und unmissverständlich kommuniziert werden, dass Staat und Zentralbank alle Sichteinlagen bei Geschäftsbanken als gewöhnliche privatwirtschaftliche Forderungen betrachten und sie nicht garantieren. Die Auswirkungen auf die Geldpolitik hielten sich in diesem Fall zunächst im Rahmen. Um dem Bekenntnis zur Abkehr von (impliziten) Garantien aber Glaubwürdigkeit zu verleihen, müsste es institutionell stark abgesichert werden, um im Zweifelsfall auch angesichts von enormem politischem Druck aufrechterhalten werden zu können. Diesen Druck bekämen in erster Linie die Bankenaufsicht und die Zentralbank zu spüren. Er könnte sie überfordern und das Ende einer Ära einläuten – der Ära der unabhängigen Zentralbank.

Dirk Niepelt ist Direktor des Studienzentrums Gerzensee, Stiftung der Schweizerischen Nationalbank, und Professor für Volkswirtschaftslehre an der Universität Bern.