Michael Altenburg

Zurücknahme überzogener **geldpolitischer** Zielsetzungen

Das Jahr 2016 hat mit erheblichen Kursverlusten an den internationalen Aktienmärkten begonnen. In den ersten sieben Tagen des neuen Jahres verpufften an den globalen Börsen, in US-Dollar gerechnet, mehr als 2 000 Milliarden Marktkapitalisierung. Dabei war das alte Jahr 2015 noch durchaus zuversichtlich zu Ende gegangen. Unter dem Eindruck einer anhaltend ermutigenden Entwicklung der amerikanischen Wirtschaftsentwicklung hatte sich der US Federal Board am 16. Dezember endlich zu einer bis dahin wiederholt aufgeschobenen ersten Zinserhöhung entschlossen. Der Zielkorridor für Fed Funds wurde um moderate 25 Basispunkte von 0 auf 0,25 bis 0,5 Prozent erhöht. Und die Märkte weltweit reagierten positiv.

USA: Auswirkungen auf die Schwellenländer im Blick

Auch die Stimmung im Euroraum hellte sich auf. Der Markt hatte allerdings zunächst enttäuscht auf die Entscheidung der EZB vom 3. Dezember reagiert, den Einlagenzins von minus 0,2 auf minus 0,3 Prozent zu senken und das im Januar zunächst bis September 2016 beschlossene Anleihekaufprogramm um weitere sechs Monate bis März 2017 zu verlängern. Es war deutlich „mehr" erwartet worden. Entsprechende Wetten mussten aufgelöst werden. Die Aktienmärkte sackten ein und der Euro befestigte sich sprunghaft gegenüber dem Dollar. Das war sicher keine von der EZB beabsichtigte Wirkung. Aber einen Tag später glätteten sich die Wogen bereits wieder, wozu eine Lunch Speech von EZB Präsident Draghi an eben diesem 4. Dezember vor dem Economic Club of New York beigetragen haben dürfte.[1)]

Die Rede hatte den Titel „Global and domestic inflation". In ihr rechtfertigte Draghi die am Vortag getroffene Entscheidung und bekräftigte sie in dem Sinne, dass die EZB jeglichen Spielraum, den Willen und die Instrumente zur Verfügung habe, die Zielsetzung einer Preissteigerungsrate von 2 Prozent gegebenenfalls durch zusätzliche Maßnahmen durchzusetzen. Vorerst sei er sich aber sicher, dass die EZB mit ihrem Kurs richtig liege. Denn natürlich habe der starke Ölpreisverfall als Basiseffekt zwar zunächst deflationäre Wirkungen. Sobald dieser Basiseffekt aber volkswirtschaftlich voll absorbiert sei, würden die niedrigeren Energiepreise Nachfrageimpulse auslösen, die sich dann auch wieder in höheren Preissteigerungsraten niederschlagen sollten. Der sich im Laufe des 4. Dezember wieder beruhigende Markt spricht für den intendierten psychologischen Erfolg von Draghis Rede, nachdem am Vortag Zweifel an der Glaubwürdigkeit der EZB-Kommunikationsstrategie aufgekommen waren.

Michael Altenburg, Luzern

Die Wechselwirkungen der global vernetzten Volkswirtschaften konterkarieren aus Sicht des Autors längst die Wirksamkeit jedes nur auf den eigenen Währungsraum bezogenen geldpolitischen Ansatzes. Der Tendenz nach registriert er zumindest in der geldpolitischen Diskussion weltweit eine bessere Wahrnehmung breiter gestreuter globaler Szenarien. So hatte die Fed bei ihrer geldpolitischen Entscheidung Mitte Dezember 2015 nicht nur die Entwicklung von Beschäftigung und Wirtschaftswachstum in den USA im Blick, sondern erstmals auch ausdrücklich die Risiken negativer Auswirkungen einer zu starken Anhebung des Dollarzinses auf die Volkswirtschaften der Schwellenländer einschließlich Chinas. Als Anzeichen für ein in Zukunft international verantwortungsbewussteres Agieren der Zentralbanken der Leitwährungsländer wertet er auch die Besetzung der Spitzenpositionen des Board of Directors bei der BIZ. Er erhofft sich dadurch mittel- und langfristig eine größere Sensibilität der wichtigsten Notenbanken für die resultierenden Ungleichgewichte, Verzerrungen und die enorme Verletzlichkeit der Entwicklungsländer, die aus den Spill-over Effekten einer im Ansatz binnenwirtschaftlich orientierten Geldpolitik der Leitwährungsländer resultieren können. (Red.)

Allerdings ist unübersehbar, dass der US Federal Board, im Unterschied und Gegensatz zur EZB, sich für seine sorgsam kalibrierten und vorab kommunizierten Zinssteigerungssignale nicht primär an der Zielinflationsrate von 2 Prozent orientierte. Vielmehr war primär von der Entwicklung von Beschäftigung und Wirtschaftswachstum in den USA die Rede sowie, und das ist neu, von den Risiken negativer Auswirkungen einer zu starken Anhebung des Dollarzinses auf die Volkswirtschaften der Schwellenländer, deren größte, diejenige Chinas, im Begriff steht, der amerikanischen den Rang als größter der Welt abzulaufen.

Rückwirkungen einbeziehen

Diese Einbeziehung denkbarer negativer Rückwirkungen einer geldpolitischen Entscheidung des Fed auf die zwar große, aber instabile, da im Übergang von exportgetriebenem Wirtschaftswachstum auf eine stärker durch binnenwirtschaftlichen Konsum getragene Entwicklung sich befindende chinesische Wirtschaft ist besonders hervorzuheben. Denn es handelt sich hier im Kern um eine bewusste Selbstbeschränkung souveräner amerikanischer Entscheidungskompetenz: nicht primär, aber auch im wohlverstandenen Langfristinteresse Chinas.

Wenn das US Fed, die Bank of Japan, die Bank of England und die EZB die Zinsen bislang extrem niedrig hielten und eine

expansive Geldpolitik betrieben, zielte das zwar primär und vordergründig auf eine Stimulierung von Konsum, Investitionen, Beschäftigung und Wirtschaftswachstum des eigenen Währungsraums, schlug aber faktisch sofort auch auf das Anlage- und Verschuldungsverhalten privater wie öffentlicher Akteure weltweit durch. Anlage- wie industrielles Investitionskapital strömte aus den bereits hoch entwickelten Niedrigzinsländern in die Entwicklungsländer mit höheren Wachstumsraten, höheren Anlagezinsen, jedenfalls deutlich höheren Renditeerwartungen. Bei Leitzinsen von null oder nahe bei null konterkarierte dieser Effekt teilweise die eigentlich beabsichtigten binnenwirtschaftlichen Wachstumsimpulse. Gleichzeitig stieg ebenso stark die Inanspruchnahme der nominell niedrig verzinslichen Leitwährungen für Finanzierungen durch Schuldner aus den weniger entwickelten Hochzinsländern.

Spill-over-Effekte einer Geldpolitik mit binnenwirtschaftlicher Orientierung

Schon seit Jahren hat, unter anderen, Raghuram Rajan, als Chefökonom des IWF wie jetzt als Präsident der indischen Zentralbank, vergeblich auf die resultierenden Ungleichgewichte, Verzerrungen und die enorme Verletzlichkeit der Entwicklungsländer hingewiesen, die aus den Spill-over-Effekten einer im Ansatz binnenwirtschaftlich orientierten Geldpolitik der Leitwährungsländer resultiert. Sie induziert, solange der Zinsabwärtstrend anhält, gewaltige Boomeffekte in den Volkswirtschaften der Entwicklungsländer, nicht unähnlich den Preisblasen auf den Aktien- und Grundstücksmärkten der Leitwährungsländer.

Drehen aber der Zinstrend oder auch nur die auf seine Wende gerichtete Erwartung, strömen die Portfolioanlagen mit der gleichen Heftigkeit zurück in die Leitwährungsländer, die nun als „safe haven" plötzlich wieder deutlich attraktiver erscheinen. Dazu kommen dann steigende Ausfälle bei Schuldnern aus den nun unter Druck geratenden Entwicklungsländern, deren Fremdwährungsverbindlichkeiten durch den Anstieg im Außenwert der Leitwährungen eine zusätzliche Belastung darstellen. Ein depressiver Bumerangeffekt auch auf die Exportwirtschaft der Leitwährungsländer ist die Folge. Auf diese manifest globalen Implikationen hatte insbesondere das Leitwährungsland USA in der Vergangenheit nur mit benign neglect reagiert.

Die existenzgefährdenden Engpässe, die sich inzwischen in Kombination mit dem Tiefstand der Ölpreise für einige Entwicklungsländer abzeichnen, sind für die Befürworter einer anhaltend expansiven Geldpolitik wie Larry Summers, Ex-US-Schatzminister und Harvard Ökonom, nur ein weiteres Argument dafür, die Dollarzinsen bloß nicht zu früh und zu stark anzuheben. Dass mit einer weiteren Verzögerung einer Leitzinserhöhung für den Dollar das Risiko eines Platzens von Vermögenspreisblasen bei weiter steigender öffentlicher wie privater Überschuldung auch in den entwickelten Volkswirtschaften weiter steigt, stört Summers nicht. Denn zur Abwendung eines drohenden Zusammenbruchs des Finanzmarktes würde ja wieder, wie zuletzt 2008/2009 geprobt, großzügigste Geldzufuhr helfen, zwar nicht den Entwicklungsländern, aber den USA. Wenn aber bei anhaltend kräftiger Expansion der amerikanischen Wirtschaft zur Abwendung von Inflationsrisiken eine deutliche Leitzinserhöhung am Ende doch unvermeidlich wird, sind weitere Einbrüche in den Entwicklungsländern mit dann turbulenter Bremsrückwirkung auch für die Leitwährungsländer zu erwarten.

Komplexe wie subtile Abwägungen

Vor diesem Hintergrund wird die Komplexität der subtilen Abwägungen deutlich, denen gerecht zu werden der US Federal Board sich offenbar zumindest vorgenommen hat und welche durchzuhalten angesichts starken politischen Druckes von interessierter Seite nicht leicht sein dürfte.

Es ist bemerkenswert, dass sich die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, deren Kapital von 60 Zentralbanken aus aller Welt gehalten wird, im Gegensatz zum IWF und der Weltbank, bei denen aufgrund stark unterschiedlich gewichteter Kapitalanteile noch immer die – ihrerseits vielfach überschuldeten – Reservewährungsländer das Sagen haben, als einzige supranationale Organisation mit Gewicht und Autorität schon sehr früh gegen Niedrigstzinsen und anhaltend expansive Geldpolitik ausgesprochen hat. Der Umstand, dass Bundesbankpräsident Jens Weidmann mit seiner EZB-kritischen Einstellung per Beginn 2016 zum Chairman des Board of Directors der BIZ und Raghuram Rajan zum Vice-Chairman gewählt wurden, ist daher hoffentlich als Anzeichen für ein in Zukunft international verantwortungsbewussteres Agieren der Zentralbanken der Leitwährungsländer zu werten.

Antifragile Strategie

Im Selbstverständnis der Bank of England und der Europäischen Zentralbank scheinen allerdings noch immer Politik- und Ökonomiekonzepte im Vordergrund zu stehen, die auf hoheitlicher Souveränität basieren, das heißt also auf Ordnungs-, Gewährungs-, Umsetzungs- und Sanktionsvorstellungen, für die uneingeschränkte staatliche Souveränität notwendige wie unhinterfragte Erfolgsvoraussetzung ist. Dass derartige Konzepte, und zwar gleich ob sie sich nun als monetaristisch oder keynesianisch verstehen, der Wirklichkeit einer sich in den letzten Jahrzehnten immer stärker durchsetzenden Globalisierung nicht mehr angemessen sind, scheint deren Verfechter nicht zu stören. Dabei zeigen sich Waren, Kapital, Menschen, Informationen, Konsumgewohnheiten und deren Austausch, aber auch Umwelt- und Klimaentwicklungen in einer nie zuvor dagewesenen Weise international vernetzt und zugleich durch digitale Kommunikationstechnologien miteinander synchronisiert.

Die resultierende Realität ist aufgrund ihrer nichtlinearen Komplexität anhand der verfügbaren ökonomischen Modelle nicht mehr angemessen analysierbar und systemtheoretisch nicht mehr beherrschbar. Die Wechselwirkungen der miteinander global vernetzten Volkswirtschaften konterkarieren daher längst die Wirksamkeit jedes sich nur auf den eigenen Währungsraum beziehenden geldpolitischen Ansatzes. In Kategorien der Systemrisikoanalysen von Nassim Taleb ist daher ein anmaßend vermessener, gar souveräner Systemanspruch als fragil abzulehnen gegenüber einem Ansatz mehr umsichtig tastender Trade-offs. Letzterer ist nicht deswegen vorzugswürdig, weil er gegenüber Ersterem fehlerfrei wäre, sondern weil der Verzicht auf einen systematischen Anspruch zugunsten eines vorsichtigeren Manövrierens auf Sichtweite eher die Korrektur nur kleinerer unterlaufender Fehler erlauben sollte. Daher nennt Taleb diese Strategie antifragil.[2)]

Immerhin ist erkennbar, dass die von EZB-Präsident Draghi in seiner New Yorker

Nettokapitalbilanz der Schwellenländer inklusive des Saldos statistisch nicht aufgegliederter Restposten

Quelle: Institute of International Finance: Capital Flows to International Markets; 19. Januar 2016; https://images.magnetmail.net/images/clients/IIF_2/attach/CF_0116_Press%283%29.pdf

Rede vom 4. Dezember geradezu trotzig vertretene Linie eines „clear framework of monetary dominance", die er in seiner Frankfurter Keynote Speech zum Neujahrsempfang der Deutsche Börse Gruppe am 25. Januar noch einmal zu bekräftigen und zu rechtfertigen versuchte,[3] keineswegs mehr von allen Mitgliedern des EZB-Rates vertreten wird. Die deutschen Vertreter dort haben innerhalb des geldpolitischen Diskurses ohnehin schon häufig ein von der Linie Draghis abweichendes Minderheitenvotum abgegeben. Bemerkenswert darüber hinaus ist, dass Benoît Cœuré, französisches Mitglied des sechsköpfigen EZB-Direktoriums, in einer Rede vor dem Clausen Center for International Business and Policy in Berkeley am 21. November eine konzeptionelle Abkehr des Wachstum-Narrativs von eng verstandener competitiveness hin zu einem deutlich erweiterten Verständnis von productivity im realwirtschaftlichen Sinne forderte.[4]

Kontinuierliche Innovations- und Produktivitätsfortschritte

Bei der Wettbewerbsfähigkeit von Volkswirtschaften verhilft zwar ein schwacher Außenwert der eigenen Währung zu Preisvorteilen im Export. Ein diesbezüglicher Wettlauf der Zentralbanken kann jedoch leicht in einer Negativspirale enden. Die einem zunehmend globalen Wettbewerb ausgesetzte Realwirtschaft kann also durch temporäre Abwertungsvorteile nur vorübergehend geschützt werden. Nachhaltig gestärkt wird sie durch kontinuierliche Innovations- und Produktivitätsfortschritte, die durch bloß monetäre Maßnahmen eher behindert und nicht befördert werden können. Denn eine Niedrig- oder Negativzinspolitik unter Auspizien sich kurzfristig unabsehbar ändernder Maßnahmen entzieht Investitionen in die Realwirtschaft den erforderlichen Planungshorizont. Wie Benoît Cœuré ebenfalls kritisch hervorhebt, provoziert eine nicht gezielt stärker global und realwirtschaftlich maßhaltende Geldpolitik auch kompensatorische Ströme bei Portfolioinvestments in einem Umfang, der nicht nur die geldpolitischen Einzelmaßnahmen einzelner Zentralbanken komplett aushebeln, sondern auch den globalen Finanzmarkt systemisch destabilisieren kann.

Die von China seit Jahresanfang 2016 ausstrahlende Verunsicherung ist durch gleich welche geldpolitischen Maßnahmen des Fed, der Bank of England oder der EZB nicht zu korrigieren. Die Schwierigkeiten des Übergangs zu einem deutlich niedrigeren Wachstumspfad als in den vergangenen Jahren könnten auch von der chinesischen Führung unterschätzt worden sein, die sich schwer damit tut, marktbasiert überfälligen Anpassungen Raum zu geben. Andererseits verfügt die Chinesische Volksbank über ausreichende Währungsreserven, um weiter reichenden Ansteckungen der gegenwärtig drohenden Krisenmentalität Herr zu werden.

Bessere Wahrnehmung breiter gestreuter globaler Szenarien

Auch von der Ölpreisbaisse werden weitere deflationäre Risiken ausgehen. Bei einem Barrelpreis unter 35 US-Dollar werden Investitionsvorhaben im bis zu dreistelligen Milliardenbereich unrealisiert bleiben. Von der durch die Ölpreissenkungen ebenfalls ausgelösten abrupten Schrumpfung des Offshoredollarsektors strahlen zusätzliche Zins- und Liquiditätsrisiken in alle anderen Währungsräume aus, die sich in der Nettokapitalbilanz der Schwellenländer spiegeln (vgl. Abbildung). Eine marktbasierte Rückkehr zu einem nachhaltigen Preisgleichgewicht ist vorerst allerdings kaum absehbar, da ökonomisch nicht auslotbare machtpolitische Zielsetzungen des Marktführers Saudi-Arabien ein großes Gewicht bei der weiteren Ölpreisentwicklung haben dürften. Die im Hintergrund schon lange schwelende, zuletzt scharf eskalierende Rivalität mit dem Iran birgt zusätzliche politische Risiken.

Aus diesen Gründen dürfte die Phase beendet sein, in der sich die Finanzmärkte in ihrer Einschätzung zur weiteren Entwicklung meinten, primär an den beschwichtigenden Verlautbarungen und Entscheidungen der Zentralbanken orientieren zu dürfen und in dieser Erwartungshaltung durch entsprechende „Alles-im-Griff"-Forward-Guidance auch noch bestärkt wurden. Wenn sich aufgrund stärker hervortretender politischer wie wirtschaftlicher Risiken jetzt wieder eine Wahrnehmung breiter gestreuter globaler Szenarien entwickelt, zu deren erfolgreicher Bewältigung klar erkennbar weniger die Zentralbanken als verantwortliches politisches Handeln gefordert sind, ist das für alle Beteiligten womöglich zunächst beunruhigend, aber auf Dauer sicher von Gewinn.

Fußnoten

1) https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151204.en.html
2) Nassim Nicholas Taleb: Antifragile/Things That Gain From Disorder; New York, 2012.
3) „How domestic economic strength can prevail over global weakness"; https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160125_1.en.html
4) „Paradigm lost: Rethinking international adjustments", https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp151121.en.html