

AUTOREN

Wer schreibt für Ökonomenstimme?

ARTIKEL

Alle Artikel, Archiv

THEMEN

nach JEL-Klassifizierung

ÜBER ÖKONOMENSTIMME

Wer wir sind, FAQs



Geldpolitik vor der Krise

Stefan Gerlach und Laura Moretti, 31. Aug. 2011



Viele Beobachter argumentieren, dass die exzessiv expansive Geldpolitik für die jüngste Finanzkrise verantwortlich sei. Besonders Taylor (2007) behauptet, dass die US-Notenbank Fed die Zinsen zu tief gesetzt hätte, tiefer naemlich als die Taylor-Regel dies vorschlage. Die exzessiv tiefen Zinsen hätten die Kreditkosten verringert und verschiedene Finanzinstitutionen wären dazu verleitet worden, ihre Bilanzen fremdzufinanzieren, um ihre Einnahmen zu steigern. Diese Strategie liess Finanzinstitutionen riskante Finanzprodukte, u.a. sog. strukturierte Produkte, halten, die den Anschein erweckten, bei hohem Rating hohe Gewinne zu generieren.^[1]

Die Hypothese von Taylor wurde jedoch auf der Grundlage, dass die Zinsrate der Fed nicht ungewöhnlich tief lag (Bernanke 2010), stark kritisiert. Bernanke (2005) argumentiert stattdessen, dass internationale Ungleichgewichte, mit hohen Sparquoten in manchen Ländern und hohen Investitionen in anderen, zu weltweit sinkenden realen Langfristzinsen geführt hätten und damit auch die nominalen Zinssätze nach unten gedrückt hätten.

Verschiedene andere Autoren haben sich bereits mit dieser Problematik auseinandergesetzt. Caballero et al. (2008) betonen, dass die Unfähigkeit der Schwellenländer, sichere Wertpapiere zur Verfügung zu stellen, eine Rolle gespielt haben könnte, da sie lokale Investoren gezwungen hätten, Papiere in US-Dollar zu akkumulieren. Ausserdem bringen Obstfeld and Rogoff (2009) den anfänglichen Abschwung der realen Langfristzinsen mit dem Ende des Produktivitäts-Booms der 1990er Jahre in Verbindung. Gleichzeitig beschreiben sie, warum die wachsenden Weltersparnisse nach 2003 trotz der geldpolitischen Straffung nach 2004 die realen Langfristzinsrate tief gehalten haben. Alles in allem hat die Niedrigzinspolitik möglicherweise lediglich den Abschwung der realen Zinssätze reflektiert.

In unserer Betrachtung konzentrieren wir uns auf den langen und anhaltenden Rückgang der realen Zinssätze, gemessen an der Effektivverzinsung der „10-Jahres Treasury Inflation-Protected Securities“ (TIPS) in den Jahren vor der Finanzkrise. Dieser Rückgang ist wichtig, weil er, ceteris paribus, den nominalen Zinssatz auch gesenkt hätte. Zudem bestätigen standardisierte makroökonomische Modelle, dass die Geldpolitik lediglich einen temporären Einfluss auf reale Variablen hat und somit den Rückgang der Realzinsen nur schwerlich erklären kann. Deshalb kann eine Senkung der Zinsrate der FED – ein nominaler Tagesgeldsatz – nicht für die Abschwächung des 10-Jahres-Realzinssatzes im letzten Jahrzehnt verantwortlich sein. Dieser Befund lässt vermuten, dass die Geldpolitik – wenn überhaupt – nur eine geringe direkte Rolle im Vorfeld der Krise gespielt hat.

1. Kurze, nominale vs. lange, reale Zinssätze

Als nächstes betrachten wir die Federal Funds Rate und die Rendite der 10-Jahres-TIPS. Wir beginnen im Januar 1999 (Start der TIPS Daten) und enden im Juli 2007, einen Monat vor dem Ausbruch der Krise. Grafik 1 zeigt, dass die US-Notenbank die Federal Funds Rate nach dem „dot-com“-Crash im Jahr 2000 aggressiv senkte und sie bis 2004, als die Zinsen langsam wieder stiegen, sehr tief hielt. Ausserdem brach die Rendite der 10-Jahres-TIPS von etwa 4% im Jahr 2000 auf etwa 2% im Jahr 2005 ein, bevor sie direkt vor der Krise noch einmal kurzfristig stieg. Es ist offensichtlich, dass die Halbierung der realen Langfristzinsen, die wiederum einen direkten Einfluss auf Diskontfaktoren haben, die für die Preisbestimmung von Wertpapieren wichtig sind,

Autoren

Stefan Gerlach



Laura Moretti



Schlagworte

Finanzkrise, Geldpolitik

Weitersagen

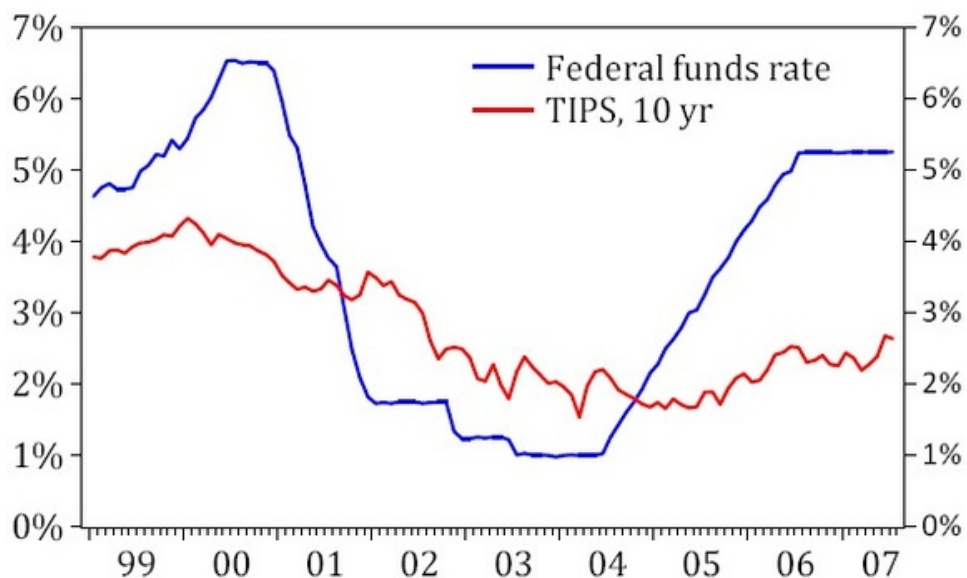
Ähnliche Artikel

- Die Zinspolitik der EZB und die „Null-Prozent-Untergrenze“
- Ursache der weltweiten Handelsungleichgewichte: Ersparnisschwemme oder Preisblasen?
- Internationale Geldpolitik im Zeichen von QE2
- Auf eine Blase folgt eine Blase folgt eine Blase
- Geschwächte EZB - hohe Inflation?

zum generellen Aufschwung der Wertpapierpreise beigetragen haben könnte.

Grafik 1

Figure 1

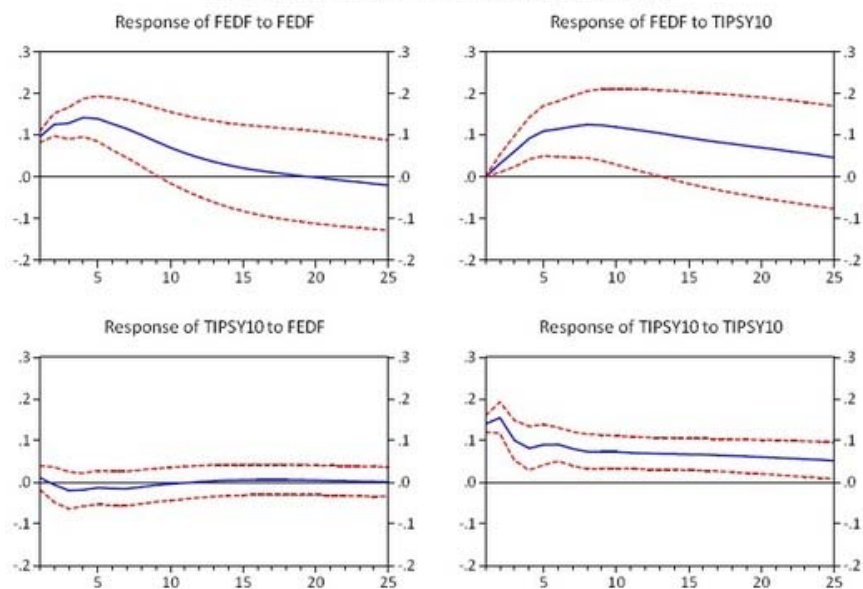


Um die Frage zu beantworten, was den Fall der realen Langfristverzinsung ausgelöst hat, schätzen wir ein VAR-Modell, das einen „Coincident Economic Activity Index“, einen Kernkonsumentenpreisdeflator, die Federal Funds Rate und die Rendite der 10-Jahres-TIPS beinhaltet. Wir können eine Identifizierung vornehmen, indem wir die Schocks in dieser Reihenfolge sortieren. Wir nehmen also an, dass die Federal Funds Rate weder die wirtschaftliche Entwicklung noch die Inflation sofort beeinflusst, und dass die Geldpolitik nicht sofort auf Innovationen bei der realen Rendite reagiert. Diese Annahme maximiert die Rolle der Geldpolitik als Erklärungsvariable für die reale Rendite. Dieses Modell basiert auf monatlichen Daten von Mai 1999 bis Juli 2007.

Grafik 2 zeigt Impuls-Reaktionen auf die Federal Funds Rate und die Rendite der 10-Jahres-TIPS auf geldpolitische Schocks und Schocks auf den realen Langfristzins. Im linken unteren Feld sehen wir, dass die Rendite der 10-Jahres-TIPS überhaupt nicht auf die Geldpolitik reagiert – was die Annahme, dass die Geldpolitik, wenn überhaupt, nur einen temporären Einfluss auf reale Variablen hat, bestätigt. Das obere rechte Feld der Grafik zeigt ausserdem, dass nach Schocks auf die Rendite der 10-Jahres-TIPS die Federal Funds Rate kontinuierlich steigt und nach zehn Monaten etwa 10 Basispunkte erreicht. Anschliessend fällt sie allmählich und erreicht ein Level, das sich ca. 5 Basispunkten über dem Anfangswert befindet.

Grafik 2

Figure 2
Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Allgemein zeigen diese Resultate, dass Schocks in der Geldpolitik keinen Einfluss auf reale Langfristzinsen haben, aber dass Bewegungen bei den realen Langfristzinsen eins-zu-eins eine Reaktion seitens der Federal Funds Rate provozieren.

2. Theorie

Gerlach and Moretti (2011) analysieren diese Resultate mit einem Standard Neu-Keynesianischen Modell, aber man kann dies auch intuitiv belegen. Um die Inflationsrate zu stabilisieren, muss die Zentralbank den kurzfristigen Zinssatz (i) so festlegen, dass der erwartete kurzfristige Realzins ($i - E\pi$) dem Wicksellschen, oder *neutralen*, kurzfristigen Realzins (r^*) entspricht.

In diesen Modellen ist der Wicksellsche Zinssatz von der Geldpolitik unabhängig, kann sich aber im Hinblick auf reale ökonomische Störungen, wie z.B. Veränderungen im Wirtschaftswachstum, verändern. Da Abweichungen des Realzinssatzes vom Wicksellschen Zinssatz nur temporär sind, sind reale Langfristzinssätze, repräsentiert durch die Rendite der 10-Jahres-TIPS im oben erwähnten empirischen Modell, stark von den Erwartungen an die Wicksellsche Rate abhängig.

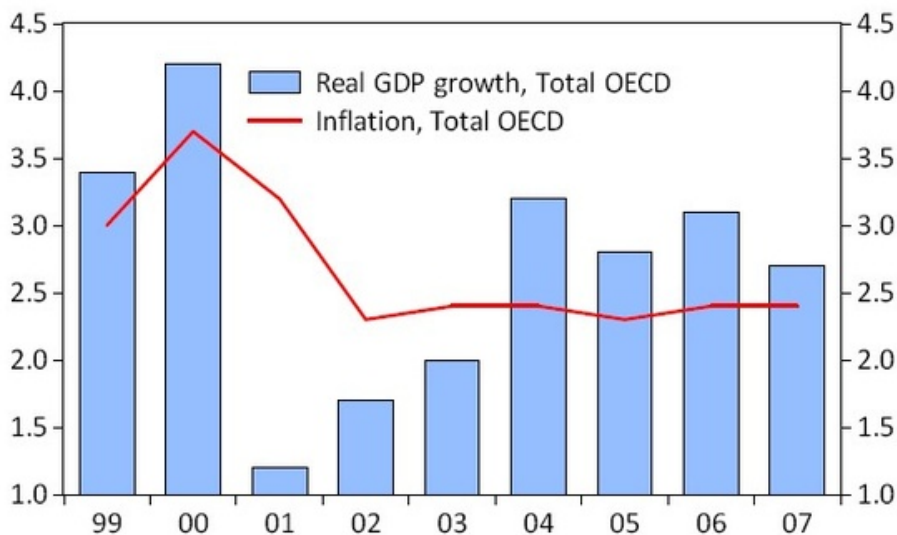
Nehmen wir an, dass die Politik zu expansiv ist, d.h. $(i - E\pi) < r^*$. Wenn das der Fall ist, steigt die aggregierte Nachfrage, dadurch steigt wiederum der Output über das flexible Preislevel und somit erhöht sich letztlich die Inflation. Wenn die Zentralbank die Inflation zu kontrollieren versucht, sieht sie sich bald dazu gezwungen, die Geldpolitik zu straffen. Die Tatsache, dass die Inflation anfangs der 2000er Jahre eher schwach war, scheint mit dieser Erklärung nicht kompatibel.

Nehmen wir stattdessen an, dass der Wicksellsche Zinssatz fällt und die Zentralbank dies nicht sofort bemerkt. In diesem Fall liegt der erwartete Realzins über dem Wicksellschen Realzins, $(i - E\pi) > r^*$. Die Output-Lücke wird in der Folge negativ und die Inflation schwächt sich ab. Die Zentralbank stuft die Wirtschaftsentwicklung als unerwartet schwach ein und senkt die Zinsen, um die Inflation wieder zu dem Inflationsziel anzunähern.

Grafik 3 zeigt das reale BIP Wachstum und die Inflation für die gesamte OECD zwischen 1997 und 2007. Während die Kombination von langsamem Wachstum, tiefer Inflation und tiefen Zinssätzen in den ersten 2000er Jahren nach der "dot com"-Blase mit unserer Analyse kompatibel ist, scheint es viel schwieriger, dies mit der Annahme zu verbinden, die Geldpolitik vor der Krise sei zu expansiv gewesen - diese Hypothese suggeriert, dass sowohl die Inflation als auch der Output ungewöhnlich hoch hätten sein müssen.

Grafik 3

Figure 3



Inflation is measured using the consumption deflator. Source: OECD data.

3. Fazit

Viele Beobachter machten eine zu expansive Geldpolitik für die globale Finanzkrise verantwortlich. Diese Hypothese beruht auf der Annahme, dass Inflation und Output in den Jahren vor der Krise ungewöhnlich hoch waren. Hier sprechen wir uns für eine alternative Erklärung aus, die mit den Argumenten von Bernanke (2005, 2010) übereinstimmt. Diese besagt, dass der Rückgang des Realzinses nicht direkt mit der Geldpolitik zusammenhängt, sondern Zentralbanken dazu veranlasst hat, Zinssenkungen vorzunehmen, um die Makroökonomie zu stärken – diese Ansicht ist mit den verfügbaren Daten kompatibel.

Natürlich haben in der Krise tiefe Zinsen eine Rolle gespielt, da sie die Aktivitäten auf dem Finanzmarkt haben explodieren lassen (Rajan 2005). Unglücklicherweise scheinen die Zentralbanken und andere regulative Institutionen die Risiken für die Finanzstabilität, die durch tiefe Kurzfristzinsen geschaffen wurden, massiv unterschätzt zu haben, auch wenn die tiefen Zinsen aus makroökonomischer Perspektive gerechtfertigt waren.

Literatur

Bernanke, Ben S. (2005): "Remarks by Governor Ben S. Bernanke: The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit", The Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, VA, March 10.

Bernanke, Ben S. (2010), "Monetary Policy and the Housing Bubble," Lecture given at the annual meeting of the American Economic Association, Atlanta, January 3.

Boeri, Tito and Luigo Guiso (2007), "Subprime crisis: Greenspan's legacy," Vox, 23 August.

Caballero, Ricardo, Emmanuel Fahri and Pierre-Olivier Gourinchas (2008): "An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates." American Economic Review, 98(1): 358-393.

Gerlach, Stefan and Laura Moretti (2011), "Monetary Policy and TIPS Yields before the Crisis," Forthcoming CEPR Discussion Paper.

Mees, Heleen (2011), "US monetary policy and the saving glut," Vox, 24 March.

Obstfeld, Maurice and Kenneth Rogoff (2009): "Global Imbalances and the Financial Crisis: Product of Common Causes", CEPR Discussion Paper No. 7606.

Taylor, John B. (2007). "Housing and Monetary Policy," NBER Working Paper Series 13682. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.

Sá, Felipa, Pascal Towbin and Thomasz Wieladek (2011), "Low interest rates and housing booms: The role of capital inflows, monetary policy, and financial innovation," Vox, 10 March.

Rajan, Raguram G (2005), "Has Financial Development Made the World Riskier?" paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium on "The Greenspan Era: Lessons for the Future," Jackson Hole, 25-27 August 2005.

Suominen, Kati (2010), "Did global imbalances cause the crisis?" Vox, 14 June.

¹ Dieser Beitrag ist am 26. August erstmals auf Englisch bei unserem Partner [Vox](#) erschienen.

©KOF ETH Zürich, 31. Aug. 2011



Kommentare

Dieser Artikel hat noch keine Kommentare.

Sie müssen sich [anmelden](#) um Kommentare zu schreiben.

[Home](#) | [Autoren](#) | [Themen](#) | [Archiv](#) | [Über Ökonomenstimme](#)

Partner: [Vox \(UK\)](#) | [Telos \(Frankreich\)](#) | [Me Judice \(Niederlande\)](#) | [LaVoce \(Italien\)](#) | [Nada es Gratis \(Spanien\)](#)

[Impressum](#) | [Rechtliche Hinweise](#)



Ökonomenstimme ist ein Angebot der
KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich