

**Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel** lehrt Volkswirtschaftslehre an der Georg-Simon-Ohm-Hochschule Nürnberg, Fakultät Betriebswirtschaft. Seine Arbeitsschwerpunkte liegen auf dem Gebiet der Makroökonomik, insbesondere Geld- und Währungspolitik und auf dem Gebiet der Glücksforschung und der Psychologischen Ökonomie (Behavioral Economics). Bis 1995 war er in der volkswirtschaftlichen Abteilung der Deutschen Bundesbank tätig. Karlheinz Ruckriegel ist Mitverfasser zweier Lehrbücher (Makroökonomik, Europäische Geldpolitik – Theorie, Empirie, Praxis, beide bei UTB, Stuttgart) und Autor einer Vielzahl von Artikeln zu makroökonomischen und geldpolitischen Fragestellungen sowie zur Glücksforschung und zur Psychologischen Ökonomie ([www.ruckriegel.org](http://www.ruckriegel.org)).



## Das Verhalten der EZB während der Finanzmarktkrise(n)

### Einleitung

Die Finanzmarktkrise begann für die EZB am 9. August 2007 mit Turbulenzen auf dem Geldmarkt, als es, infolge der ersten Nachwirkungen der „Subprime-Krise“ in den USA (Probleme der IKB-Bank etc.), weltweit, aufgrund einer „plötzlich“ um sich greifenden Panik und - als Folge - zu einem Austrocknen der Interbankengeldmärkte kam. Die EZB griff massiv mit Feinsteuermassnahmen ein, um den Banken „beizustehen“ und stellte in einem - vorher noch nie gekannten Ausmaß - kurzfristig zusätzliche Liquidität bereit. Während damals andere Zentralbanken noch zögerten und den „Ernst“ der Lage erst langsam zu begreifen begannen, hat die EZB rasch gehandelt. Dies war aber nur der Anfang. Richtig „los“ ging es 2008.

### 1. Zinserhöhung im Juli 2008 – eine problematische Maßnahme

Die EZB strebt an, den Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) bei „knapp unter 2% zu halten“. Dies soll auch die Orientierungsmarke für die Inflationserwartungen sein. Mit ihren Zinserhöhungen im Juli 2008 wollte sie den Märkten signalisieren, dass sie nicht bereit ist, durch höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise bedingte, breit angelegte Zweitrundeneffekte auf das Lohn- und Preissetzungsverhalten zu akzeptieren. Die Verschiebung der relativen Preise und der damit verbundene Einkommen-

transfer müsse vielmehr hingenommen werden, so die EZB. Diese Entschlossenheit sollte auch klar signalisieren, dass die EZB mittelfristig den Anstieg des HVPI wieder auf etwa 2% zurückführen will. Damit sollte auch erreicht werden, dass die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen bei 2% verankert bleiben.

„It is paramount, that medium and long-term inflation expectations remain firmly anchored in line with price stability. Reflecting its mandate, such anchoring is of the highest priority to the Governing Council.“ so Jean-Claude Trichet, Präsident der EZB, im Februar 2008.

Der nationale Verbraucherpreisindex

Position	Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %			
	2008			
	1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
HVPI insgesamt	3,4	3,6	3,8	2,3
darunter:				
Energie	10,8	13,6	15,1	2,1
Unverarbeitete Nahrungsmittel	3,5	3,7	3,9	3,0
HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel	2,5	2,5	2,5	2,2
davon:				
Verarbeitete Nahrungsmittel	6,4	6,9	6,7	4,3
Gewerbliche Waren	0,8	0,8	0,7	0,9
Dienstleistungen	2,6	2,4	2,6	2,6

Abb. 1: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Februar 2009, S. 21

stieg in Deutschland im Juli 2008 um 3,3% gegenüber dem Vorjahr an (der harmonisierte Verbraucherpreisindex nahm in Deutschland um 3,5% zu). Inflationstreiber waren die Nahrungsmittel (8,0%), insbesondere aber der Anstieg der Energiepreise (Haushaltsenergie 15,1%; Kraftstoffe 15,2%). Im Eurogebiet lag der Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Juni und Juli 2008 bei jeweils 4,0%. Die Kerninflation (ohne Energieträger und unverarbeitete Nahrungsmittel) lag in beiden Monaten bei 2,5%.

Folgende Ursachen wurden für den weltweiten Anstieg der Nahrungsmittel- und Energiepreise genannt:

Nahrungsmittel:

- Nutzung landwirtschaftlicher Nutzflächen zur Gewinnung von Biosprit;
- zunehmende Nahrungsmittelnachfrage aus den Schwellenländern;
- Vernachlässigung der bäuerlichen Landwirtschaft in den Entwicklungsländern;
- Einsteigen von Finanzinvestoren (Hedgefonds, Pensionsfonds) - „Spekulation“ über die Derivatmärkte.

Energie:

- Zunahme der Nachfrage aus den Schwellenländern bei begrenztem Angebot;
- Einsteigen von Finanzinvestoren (Hedgefonds, Pensionsfonds) - „Spekulation“ über die Derivatmärkte.

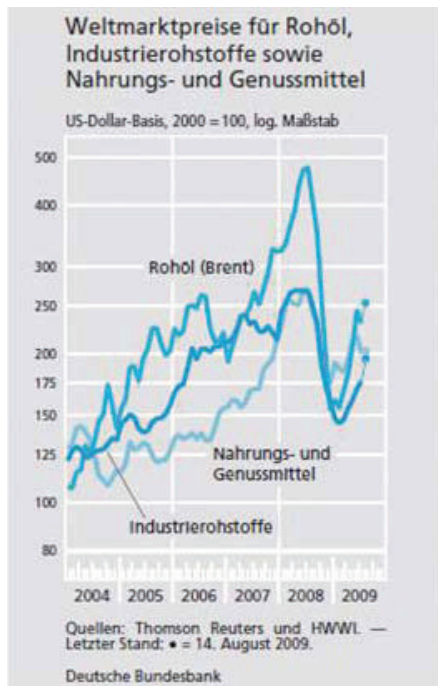


Abb. 2: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht August 2009, S. 14

Wie sich anhand Abb. 2 erkennen lässt, kam es ab Ende 2007 zu einem drastischen Anstieg bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen, der sich aufgrund seines abrupten Auftretens nur noch spekulativ, nicht aber realwirtschaftlich (Zunahme der Knappheit) erklären lässt. Genauso „über Nacht“, wie die Preise innerhalb kürzester Zeit spekulationsbedingt explodiert waren, sind sie ab August 2008 massiv gesunken. Im Sommer 2010 kam es erneut zu einem sprunghaften Anstieg bei den Agrarrohstoffen. Offensichtlich ist die EZB mit ihrer Zinserhöhung im Juli 2008, die sie mit einem Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise begründete, einer kurzfristigen spekulativen Übertreibung der Märkte „auf den Leim“ gegangen und hat ohne Not den Zinssatz erhöht. Wie sich aber später noch zeigen wird, hat sie aus diesem Fehler mittlerweile „gelernt“ und ihre damals zu „marktgläubige“ Haltung aufgegeben. Schon Anfang Juli 2008 war diese Zinserhöhung umstritten, da sich die Konjunktur im Euroraum bereits merklich abgekühlt hat. In Deutschland zeigte sich dies etwa an Frühindikatoren (ifo-Geschäftsklimaindex, Auftragseingänge) sowie an Präsenzindikatoren (Produktion, BIP-Werte für das II. Quartal). Kritiker argumentierten deshalb auch, dass die Zinserhöhung der EZB ihrerseits die Konjunkturschwäche noch verschärfte. Spekulative Übertreibungen in die eine

oder andere Richtung als Anlass für Zinsentscheidungen zu nehmen, überträgt ohne Not die Volatilität der Finanzmärkte auch noch auf die Realwirtschaft. Zielführender wäre es gewesen, darauf hinzuweisen, dass der Anstieg der Inflationsrate im Juni/Juli 2008 nur spekulativen Übertreibungen geschuldet war und die Kerninflationsrate, die im Juni/Juli 2008 bei 2,5% lag, stärker in den Mittelpunkt zu rücken. Dies wäre wohl auch ausreichend gewesen im Hinblick auf die Steuerung der Inflationserwartungen. Aber vielleicht war damals die Zeit für eine solche Erkenntnis auch noch nicht reif genug, da der „Glaube“ (!) an die „Effizienz des Marktes“ im – damals noch – ökonomischen Mainstream der Neoklassik zu unerschütterlich war. Dies hat sich mittlerweile aber grundlegend geändert.

Die Finanzkrise hat im Verlauf des Sommers 2008 zu einer drastischen Einrübung des weltweiten Konjunkturgeschehens geführt, so dass sich auch die EZB – ebenso wie die anderen weltweit bedeutenden Zentralbanken – gezwungen sah, ab Anfang Oktober 2008 die Zinsen stark zu senken. Hinzu kam, dass die Inflationsrate wieder stark zurückgegangen ist, was auch mit auf sinkende Energiepreise zurückzuführen war. Hinzu kam aber auch, dass die Lehman-Pleite weltweit eine erneute Panik-Reaktion bei den Finanzinstituten auslöste, was insbesondere die Interbanken-Geldmärkte weltweit zusammenbrechen ließ.

## 2. Praktische Umsetzung der Zinssenkungen seit Oktober 2008

Von Mitte Oktober 2008 bis Mitte Mai 2009 senkte die EZB die Zinssätze beim Hauptrefinanzierungsgeschäft von 4,25% (Mindestbietungssatz bei Zinstender bei begrenzter Zuteilung) bis auf 1,00% (Festzinssatz beim Mengentender bei voller Zuteilung der gebotenen Beträge), beim Spitzenrefinanzierungsgeschäft von 5,25% bis auf 1,75%. Der Zinssatz für die Einlagefazilität wurde von 3,25% bis auf 0,25% gesenkt. Der Zinssatz für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte entsprach (i.d.R.) dem des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (Festzinssatz).

Beim Hauptrefinanzierungsgeschäft handelt es sich um einen Kredit mit einer Laufzeit von einer Woche auf Tenderbasis, d.h. dieses Geschäft wird von der EZB wöchentlich ausgeschrieben und die Kreditinstitute können sich daran beteiligen („bieten“). Die Kreditinstitute bekommen derzeit zu dem von der EZB festgelegten

(Fest-)Zinssatz die von ihnen gewünschten Beträge. Bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, die ursprünglich – nur – eine Laufzeit von drei Monaten hatten, wurde das Laufzeitspektrum um Ein-, Sechs- und Zwölf-Monatsender erweitert. Die Abwicklung erfolgt ebenfalls nach dem Tenderverfahren. Auch hier kommt es seither zu einer vollen Zuteilung der gewünschten Beträge. Bei der Spitzenrefinanzierungsfazilität handelt es sich um die Möglichkeit einer Kreditaufnahme beim Eurosystem „über Nacht“, bei der Einlagefazilität um die Möglichkeit einer Mittelanlage bei Eurosystem „über Nacht“.

Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bildet die Obergrenze, der für die Einlagefazilität die Untergrenze für den Tagesgeldsatz am Interbanken-Geldmärkten. Eine Kreditaufnahme beim Eurosystem muss mit Sicherheiten unterlegt werden. Im Oktober 2008 wurde der Katalog der zugelassenen Sicherheiten erweitert. Die Mindestreserve zwingt die Kreditinstitute, Guthaben beim Eurosystem auf dem Konto „Einlagen auf Girokonten“ zu halten. Da die Verzinsung der mindestreservebedingten Guthaben an den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte gebunden ist, kam es folglich auch hier zu entsprechenden Zinssenkungen.

Nach der „Lehman“-Pleite Mittel September 2008 kam es „panikartig“ zu einem totalen Vertrauensverlust auf den Interbanken-Geldmärkten. Dies hatte zur Folge, dass diese Märkte „schlagartig“ austrockneten und Banken hierüber weder kurzfristig Geld anlegen wollten, noch Geld aufnehmen konnten. Die Banken drängten daher in die Notenbank und die Zinsgebote beim Zinstender stiegen enorm an, so dass der durchschnittliche Zuteilungssatz bei Hauptrefinanzierungsgeschäften (Zinstender) vom 10.9. bis zum 8.10.2008 von 4,41% auf 4,99% stieg. Bis Anfang Oktober 2008 wurden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Zinstender mit Vorgabe eines Mindestbietungssatzes ausgeschrieben, den die Kreditinstitute mindestens bieten mussten. Dieser Mindestbietungssatz lag nach seiner Erhöhung im Juli 2009 bei 4,25%. Aus Sicht der EZB kam diesem Zinssatz eine geldpolitische Signalfunktion für die geldpolitisch gewünschte Höhe des Tagesgeldsatzes und damit verbunden eine Orientierungsfunktion für die Höhe der Zinsgebote der Banken zu.

Nach der „Lehman“-Pleite hatte dieser

Zinssatz für die Gebote der Kreditinstitute aber keine Bedeutung mehr, da es für die Banken nur noch darum ging, auf jeden Fall Liquidität zu bekommen und – als Reaktion auf die „Panikstimmung“ unter den Banken – auch auf Vorrat zu horten – kostete es was es wolle! Um den Zinssatz zu senken, stellte die EZB ab dem 15.10. auf einen Mengentender mit voller Zuteilung zu einem Festzinssatz von 3,75% um, d.h. die Banken konnten zum Zinssatz von 3,75% soviel Liquidität vom Eurosystem erhalten wie sie wollten. Die galt sowohl für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte als auch für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

Der Übergang zur vollkommenen Zuteilung aller Gebote war eine grundlegende Änderung der Liquiditätsversorgung des Bankensystems durch die EZB. Bis zu diesem Zeitpunkt orientierte sich die Liquiditätsversorgung des Bankensystem durch die EZB nämlich immer an der Frage, wie viel Liquidität notwendig war, damit das Bankensystem als Ganzes ihr Mindestreserve-Soll erfüllen konnte. Die EZB hatte also genaue Vorstellungen über die Höhe der notwendigen Liquiditätsausstattung, weshalb es auch bis Mitte Oktober klare Zuteilungsbegrenzungen gab. Dahinter stand die Vorstellung, dass es nur darauf ankommt, die Liquiditätsversorgung des Bankensystem als Ganzes im Auge zu behalten und zu decken, da Liquiditätsüberschüsse bzw. –defizite bei einzelnen Banken, die im Zuge der täglichen Bankgeschäfte an der Tagesordnung sind, stillschweigend über die Interbanken-Geldmärkte ausgeglichen würden. Dies setzte aber funktionierende Interbanken-Geldmärkte voraus. Nach der Lehman-Pleite gab es diese aber schlicht nicht mehr.

Seither haben sich die Interbanken-Geldmärkte noch nicht normalisiert. Dies zeigt sich darin, dass die Geschäftsbanken überschüssige Liquidität über Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte teuer aufnehmen (derzeit 1%) und niedrig verzinst als Einlage im Rahmen der Einlagefazilität (derzeit 0,25%) als Liquiditätsvorsorge beim Eurosystem halten. So lagen etwa die Guthaben für Einlagefazilitäten kurz vor der Lehman-Pleite bei 55 Mio. (!) Euro (12.9.2008), danach stiegen sie sprunghaft auf über 154 Mrd. Euro an (10.10.2008). Daran hat sich seither im Prinzip nichts geändert.

Ende September 2009 lagen die Guthaben für Einlagefazilitäten bei 151 Mrd. Euro, Ende Mai 2010 als Folge der „Griechenlandkrise“ gar bei 316 Mrd. Euro, Anfang August 2010 waren es noch 161 Mrd. (siehe Konsolidierter Ausweis des Eurosystems vom 6.8.2010 weiter unten).

Termineinlagen (Laufzeit 7 Tage), die die EZB nach Beginn des Ankaufs von Staatsanleihen im Mai 2010 im Tendersverfahren angeboten hat, um die durch den Ankauf von Staatsanleihen (Bestände) geschaffenen Zentralbank-Guthaben zu sterilisieren, d.h. abzuschöpfen, lagen Anfang August 2010 bei 61 Mrd. Euro (dies entspricht dem Bestand an staatlichen Schuldverschreibungen in der Bilanz des Eurosystems infolge des interventionsbedingten Ankaufs von Staatsanleihen seit dem 10. Mai 2010).

Zur Erklärung des Verhaltens an den Finanzmärkten muss auf Elemente der Rastlosigkeit und Widersprüchlichkeit in der Wirtschaft zurückgegriffen werden, was in der Literatur nach Keynes auch als „Animal Spirits“ bezeichnet wird. Wichtig ist hier insbesondere die Frage des Vertrauens (Glaube oder tiefe Überzeugung). Der Kern des Vertrauens im Sinne von Glauben liegt gerade darin, dass es über das hinausweist, was vernünftig ist. Es gibt Zeiten, da sind die Menschen besonders unbekümmert und glauben an die Zukunft (siehe hierzu auch die Beschreibung der Vorgeschichte der Finanzkrise durch den IMF in Fußnote 1). Doch irgendwann schlägt das Instinktivverhalten ins Gegenteil um und die Menschen werden zu skeptisch. Niall Ferguson spricht in seinem Buch, Der Aufstieg des Geldes – die Währung in der Geschichte (Berlin 2009),

im Kapitel „Blasen machen“ auch von den Phasen Verschiebung (im Sinne des Auftretens von neuen Möglichkeiten), Euphorie, Manie, Besorgnis und schließlich Entsetzen (S. 110). Er weist nachdrücklich darauf hin, dass Blasen ohne übermäßige Kreditschöpfung nicht entstehen können (S. 111), d.h. dass Blasen nicht ohne „Zutun“ – oder besser Unterlassen – der Zentralbanken entstehen können.

Nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers Mitte September 2008, kam es zu einem panikartigen Wegbrechen des Vertrauens auf den Finanzmärkten, so dass diese Märkte austrockneten. Die Zentralbanken hatten keine andere Möglichkeit als selbst an die Stelle der Interbanken-Geldmärkte zu treten, um das Finanzsystem vor einem Zusammenbruch zu bewahren. Als Konsequenz öffneten sie alle Liquiditätsschleusen und teilten unbegrenzt Liquidität (Guthaben bei der Zentralbank) zu. Ähnliches Panikverhalten drohte im Zusammenhang mit der „Griechenlandkrise im Mai 2010, war aber auch schon im Sommer 2007 zu beobachten.

Unter den normalen Umständen eines funktionierenden Geldmarktes führt eine Erhöhung/Verminderung des Mindestbietungssatzes beim Zinstender bzw. des Festzinssatzes beim Mengentender dazu, dass der Tagesgeldsatz (gemessen am EONIA) steigt und umgekehrt. Der Mindestbietungssatz/Festzinssatz dient als Leitzinssatz für den Tagesgeldsatz. Kommt es liquiditätsbedingt zu Anspannungen bzw. Verflüssigungen am Tagesgeldmarkt, so wirkt - unter normalen Umständen

A.1	Währungsreserven	588	P.1	Banknotenumlauf	823
A.2a	Kredite an Kreditinstitute	597	P.2	Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	376
	darunter:			darunter:	
	Hauptrefinanzierungsgeschäft	155		Einlagen auf Girokonten	154
	Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft	442		Einlagefazilität	161
	Spitzenrefinanzierungsfazilität	-		<b>Termineinlagen</b>	61
A.2b	Wertpapiere	419			
	<b>Wertpapiere für geldpolitische Zwecke</b>	121			
	darunter:				
	gedeckte Bank-Schuldverschreibungen	60			
	<b>Staatsanleihen</b>	61			
	Sonstige Wertpapiere	297			
A.3	Sonstiges	361	P.3	Sonstiges	766
				darunter:	
				Einlagen von öffentlichen Haushalten	76
				Ausgleichsposten Neubewertung	329
				Kapital und Rücklagen	78
		1965			1965

Tab. 1: Konsolidierter Ausweis des Eurosystems zum 6.8.2010 (in Mrd. €) – vereinfachte Darstellung

den - zunächst die Stabilisierungsfunktion der Mindestreserve Schwankungen des Tagesgeldsatzes entgegen. Reicht diese nicht (mehr) aus, um unerwartete Liquiditätsschwankungen zu kompensieren, so kann das Eurosystem kurzfristig auf Feinsteuerungsoperationen zurückgreifen, um den Tagesgeldmarktsatz zu stabilisieren. Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bildet die Obergrenze, der für die Einlagefazilität die Untergrenze für den Tagesgeldsatz. Die Stabilisierungsfunktion der Mindestreserve setzt allerdings voraus, dass der Tagesgeldmarkt unter Banken auch funktioniert. Derzeit liegt der Tagesgeldsatz allerdings eher in der Nähe des Zinssatzes für die Einlagefazilität. Dies rührt daher, dass die Banken mehr Liquidität beim Eurosystem halten, als sie zur Deckung der Mindestreserve benötigen (Anfang August 2010 lagen die mindestreservebedingt gehaltenen „Guthaben auf Girokonten“ beim Eurosystem bei 154 Mrd. €, die Guthaben in der Einlagefazilität bei 161 Mrd. €). Steigt der Tagesgeldsatz unter Banken an, so werden einige Banken ihre Guthaben in der Einlagefazilität abschmelzen und damit das Angebot am Tagesgeldmarkt erhöhen und somit einem deutlichen Anstieg des Tagesgeldsatzes über den Satz der Einlagefazilität hinaus entgegenwirken. Kommt jedoch aus irgendwelchen Gründen kurzfristig wieder Panik auf, so kommt der Interbanken-Geldmarkt wieder gänzlich zum Erliegen.

### 3. Unorthodoxe Stabilisierungsmaßnahmen: Direktkauf von Bankschuldverschreibungen und Staatsanleihen

Im Zuge der Maßnahmen gegen die Finanzmarktkrisen der letzten Jahre, beschloss die EZB die Durchführung von Direktkäufen am Markt für gedeckte Bankschuldverschreibungen (Juli 2009) und infolge der „Griechenland-Krise“ auch von Staatsanleihen (Mai 2010).

Während beim Ankauf von gedeckten Bankschuldverschreibungen von vornherein ein Ankaufsvolumen von insgesamt 60 Mrd. € (Nominalwert) festgelegt war, wurde das Ankaufsvolumen bei Staatsanleihen von vornherein nicht begrenzt, um damit zusätzlich „beruhigend“ (stabilisierend) auf den Staatsanleihemarkt zu wirken. Bis August 2010 hatten sich die Ankäufe von Staatsanleihen, die seit dem 10. Mai 2010 erfolgten, auf rd. 61 Mrd. € in der Bilanz des Eurosystems kumuliert.

Am 30. Juli 2010 war das Ankaufprogramm für gedeckte Bankschuldverschreibungen abgeschlossen. Die erworbenen Papiere sollen von den Zentralbanken des Eurosystems bis zur Fälligkeit gehalten werden. Mit diesem Ankaufprogramm sollte dieses spezielle Segment des Finanzmarktes, das durch die Finanzmarktkrise besonders hart getroffen wurde, gestützt werden, da es bei der Refinanzierung der Banken von Bedeutung ist.

Im Gegensatz zum Ankauf von gedeckten Bank-Schuldverschreibungen, wurden die durch den Ankauf von Staatsanleihen

beim Eurosystem geschaffenen Guthaben - mit einer abwicklungsbedingten Zeitverzögerung - durch das Angebot von Termineinlagen sterilisiert, d.h. abgeschöpft. Anfang August 2010 lagen diese bei 61 Mrd. €.

Auswirkungen in der Notenbankbilanz („Konsolidierter Ausweis des Eurosystems“)

Im konsolidierten Ausweis des Eurosystems werden die Ankäufe (der Bestand) an öffentlichen und privaten Schuldverschreibungen unter der Position „Wertpapiere für geldpolitische Zwecke“ ausgewiesen. Zum 6. August 2010 betrug der Bestand 121 Mrd. Euro, wobei 60 Mrd. auf den bereits 2009 beschlossenen Ankauf von privaten Schuldverschreibungen (sog. Covered Bonds von Banken) und 61 Mrd. auf den Ankauf von staatlichen Wertpapieren, der nach dem Beschluss vom 10. Mai 2010 begonnen hat, entfielen. Die Liquiditätswirkung der Ankäufe von Staatsanleihen wurde bzw. wird durch die Hereinnahme von Termineinlagen durch das Eurosystem sterilisiert, d.h. abgeschöpft. Zum 6. August 2010 wies das Eurosystem Termineinlagen in Höhe von 61 Mrd. € aus.

Drohen inflationäre Gefahren durch diese Ankäufe?

Inflation kann nachfrageseitig (Nachfrage größer Angebot), angebotsseitig (Gewinn- und Kostendruck aufgrund von Preissetzungsmacht, Kostendruck) oder erwartungsbedingt (Inflationserwartungen führen zu selbst-erfüllenden Effekten) entstehen. Es kommt also darauf an, dass das Eurosystem diese Faktoren im Auge hat und ggf. mit Zinserhöhungen bzw. mit Maßnahmen zur Erwartungsstabilisierung dem Entstehen und der Ausbreitung von Inflation entgegentritt. Zurzeit zeichnen sich allerdings keine inflationären Gefahren ab. Die Kapazitäten im Eurowährungsraum sind - im Durchschnitt - unterausgelastet, Gewinn- bzw. Kostendruck zeichnet sich nicht (kaum) ab. Schließlich sind auch die Inflationserwartungen verhalten. Dass das Eurosystem die Ankäufe von Staatsanleihen liquiditätsmäßig sterilisiert und dies auch breit nach außen kommuniziert hat, hat aus Sicht der EZB wohl eher eine psychologische Wirkung. Die Banken erhalten nämlich nach wie vor über die Hauptfinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte soviel Liquidität zum Festzinssatz vom 1% wie sie wollen und halten derzeit (Anfang August 2010) auch brachliegende Liquidität in Höhe von 161 Mrd. € (Einla-

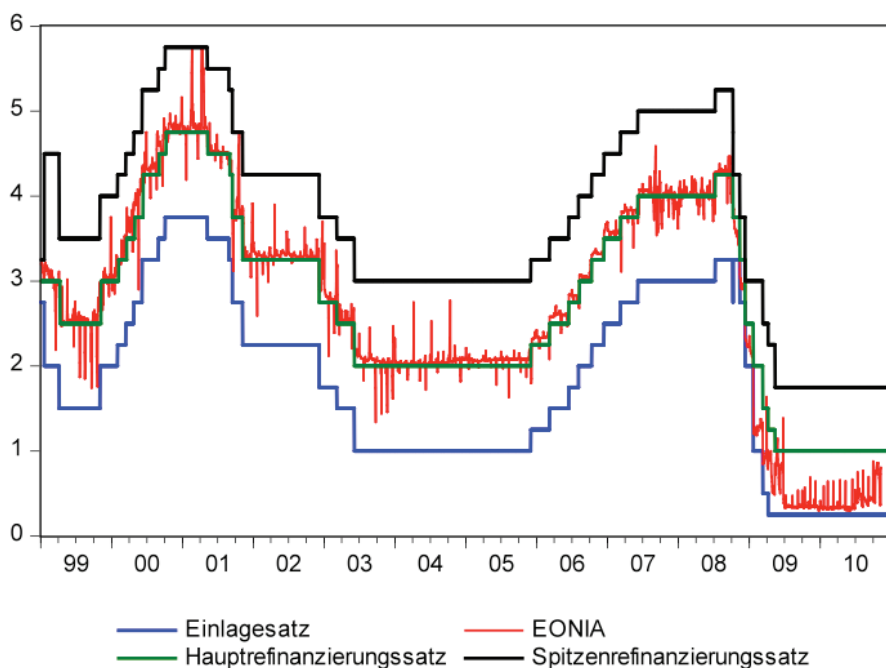


Abb. 3: Geldmarktzinssätze

gefazilität). Insgesamt gesehen, nehmen die Banken als Ganzes relativ teuer zu 1% Geld beim Eurosystem auf und legen es geringverzinst zu 0,25% (Einlagefazilität) beim Eurosystem wieder an – ein bereits auf den ersten Blick „nicht sehr ertragreiches“ Geschäft. Ein solches Verhalten ist wohl nur aus der, nach dem Konkurs von Lehman Brothers im September 2008 und der Griechenland-Krise vom April/Mai 2010, tief sitzenden Angst vor möglichen Liquiditätsengpässen heraus zu erklären. Die EZB hat es aber jederzeit in der Hand, die Banken (wieder) an die kurze Leine zu nehmen, d.h. die Bereitstellung von Liquidität über die Rückführung von Hauptrefinanzierungsgeschäften und von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mittels einer Rückkehr zu einer Zuteilungsbegrenzung, wie sie vor dem Oktober 2008 üblich war, zu vermindern. Warum sah sich der EZB-Rat gezwungen Staatsanleihen anzukaufen? – Einige grundsätzliche Erkenntnisse  
Der EZB-Rat sah sich gezwungen, auf dem Markt für Staatsanleihen zu intervenieren, um dem Ausbrechen von Panik infolge gezielter Spekulation, die auf einen Kursverfall, insbesondere (aber nicht nur) bei griechischen Staatsanleihen und beim €, setzte, entgegenzuwirken.

„... Insbesondere werden sie (diese Maßnahmen, Anmerk. KR) dazu beitragen, das Übergreifen einer erhöhten Finanzmarktvolatilität sowie von Liquiditätsrisiken und Marktverwerfungen auf den Zugang zu Finanzmitteln in der Volkswirtschaft abzumildern“, so der EZB-Rat in seinem Beschluss vom 10. Mai 2010.

Die EZB hat also offensichtlich aus den Erfahrungen des Jahres 2008 Konsequenzen gezogen. Diese Konsequenzen reichen aber noch viel weiter. Im Monatsbericht November 2010 schreibt die EZB, dass sie nun auch frühzeitig auf Blasenbildungen auf den Vermögensmärkten, die von euphorischer Stimmung und Herdenverhalten getrieben werden, mit Leitzinserhöhungen reagieren will. „Im Hinblick auf das Herdenverhalten – wenn sich Investoren also von den Entscheidungen anderer Marktteilnehmer leiten lassen – gilt: Je deutlicher Märkte einem gegebenen Trend folgen, desto wahrscheinlicher ist es, dass die Investoren zu einer Blasenbildung beitragen. Es zeigt sich, dass Zinserhöhungen wirksam sein könnten, um Herdenverhalten aufzuhalten und die Anleger zu veranlassen, Entscheidungen auf der Grundlage ihrer eigenen Informationen über die erwartete Rentabilität von

Investitionsprojekten zu treffen.“  
Hinter diesem „neuen“ Verhalten der EZB steht aber auch ein zunehmendes Umdenken bei führenden Vertretern der ökonomischen Zunft. In einer „Special Edition with coverage of the world financial crisis“ (2010, S. 822 und S. 828) schreiben Gregory Mankiw und Mark Taylor im Kapitel 37 „The fallout from the financial crisis“ ihres einführenden Lehrbuchs „Economics“: „Much of the above reasoning (im Zusammenhang mit der Annahme „effizienter Märkte“, der sog. „efficient market hypothesis (EMH)“, Anmerk. KR), however, is based on the principle of rational behavior. The question raised in the wake of the 2007-09 financial crisis, was the extent to which the “bubbles”, which occurred in asset prices, represented rational behavior as opposed to a herd mentality or mass psychology as proposed by the Yale economist Robert Shiller and Richard Thaler at the University of Chicago, who are leading behavioral economists. The existence of speculative bubbles suggests the markets react to what Alan Greenspan called “irrational exuberance” and what Keynes referred to as “animal spirits”. In speculative bubbles, asset prices rise, not because of the stream of income that flows from them ... but solely because of an expectation of what others think, the asset will be worth in the future. ... Faith in markets is fundamental to economic growth in most of the world and the financial crisis has shaken this faith to the core.“ Mankiw und Taylor verweisen in diesem Zusammenhang auch auf die Folgerungen, die Lord Adair Turner, der Vorsitzende der UK Financial Service Authority (FSA), zieht und die sie wie folgt zusammenfassen: „The financial crisis has shaken that underlying believe (den Glauben an effiziente Märkte und die damit begründeten großen Freiräume für Banken, Anmerk. KR) and as a result, regulators around the world have to reconsider the assumptions under which regulatory regimes had operated.“ (S. 845). In der ersten „Dahrendorf Memorial Lecture“ an der Universität Oxford äußerte Turner auch tiefe Zweifel am gegenwärtigen Wirtschaftssystem: „Die Globalisierung muss begrenzt werden. Der Wachstumsimperativ ist zu überdenken. Das liberale Modell von Eigeninteresse und segensreicher Profitvermehrung taugt in den reichen Staaten nicht mehr zur allgemeinen Glücksvermehrung“, so die SZ, die in dem Artikel „Nagen am Liberalismus“ am 7. Mai 2010 darüber berichtete.

Die Erkenntnis vom geringen Erklärungshalt der EMH ist aber keineswegs neu. So schreibt Leonhard Gleske, der in den 80er Jahren Mitglied des Zentralbankrates der Deutschen Bundesbank war, schon im Jahr 1987: „Indeed, exchange rate behavior often seems to owe more to market psychology than to economic reason.“  
Aber auch unter den Geschäftsbanken greift die Einsicht um sich, dass auf den (Finanz-) Märkten nicht mit schlichter Rationalität gerechnet werden kann. Tut man es dennoch, kann es (sehr) teuer werden. Deshalb sah sich die Deutsche Bank Research (wohl) auch veranlasst, unter dem treffenden Titel „Homo Oeconomicus oder doch eher Homer Simpson?“ am 30. April 2010 eine entsprechende Studie („Warnung“) zu veröffentlichen (www.dbresearch.de). Diese Studie beschäftigt sich mit dem tatsächlichen Verhalten auf Märkten und den daraus folgenden Erkenntnissen, denen sich „Investoren und Anlageberater“ bewusst sein sollten, um Fehlentscheidungen zu vermeiden.  
Ähnlich äußerte sich Alan Greenspan bei einem Hearing vor dem US-Kongreß im Herbst 2008: „Henry Waxman summed up: „In other words,” he said, „you found that your view of the world, your ideology, was not right. It was not working.“ „Precisely,” answered Greenspan. „That’s precisely the reason I was shocked, because I had been going for forty years or more with the very considerable evidence that it was working exceptionally well.“ ... “The whole intellectual edifice collapsed in the summer of the last year“ Greenspan admitted at the October 2008 hearing“  
Irgendwie kommt einem eine solche Antwort bekannt vor. Bereits John Law äußerte sich nach dem Platzen der Mississippi-Blase in Frankreich anfangs des 19. Jhr. ähnlich: „Ich habe einige schwer Fehler gemacht, weil Irren menschlich ist.“  
“Greenspan struggled to explain what had gone wrong because the intellectual edifice around which he had built his thinking simply didn’t allow room for events of the preceding fourteen months. This was the edifies of rational market theory. The best-known element of rational market theory is the efficient market hypothesis, formulated at the University of Chicago in the 1960s with reference to U.S. stock markets. ... Financial markets possessed a wisdom that individuals, companies, and governments did not.“  
“Solange die Zukunftserwartungen der Menschen zwischen übertriebenem Optimismus und übermäßigen Pessimismus

– oder zwischen Gier und Angst – hin und her schwanken, werden Aktienkurse einem unvorhersehbaren Zickzackkurs folgen, dessen Verlauf den zerklüfteten Gipfeln der Anden nicht unähnlich sind.“, so Niall Ferguson in seinem Buch „Der Aufstieg des Geldes – die Währung in der Geschichte, (Berlin 2009, S. 156f.). Dies gilt sinngemäß aber auch für andere (Finanz-) Märkte. Diese Argumentation findet sich bereits bei Keynes. Nach Keynes sollte auf den Devisenmärkten daher auch die „Kontrolle von Kapitalbewegungen ... zu einem dauerhaften Merkmal der Nachkriegsordnung“ werden. „No one has ever made rational sense of the wild gyrations in financial prices, such as stock prices.“, so George Akerlof und Robert Shiller. Auf der Basis dieser Erkenntnis entwickelte der „Übervater“ der Hedgefonds, George Soros, seine Reflexivitäts-Theorie, die ihm zu Spekulationsgewinnen in Milliardenhöhe verhalf. Gerade die Erkenntnis, dass der Markt eben nicht rational und effizient ist, sondern eine eigene Wirklichkeit bildet, „die zuweilen massiv auf die physische Realität einwirkt, die er der Theorie nach nur abbilden soll“ – so Daniel Eckert und Holger Zschäpitz in ih-

rem Vorwort „Meisterspekulant mit Mission“ in George Soros Buch „Die Analyse der Finanzkrise ... und was sie bedeutet – weltweit“ (München 2009, S.21), stellt den Kern von Soros Reflexivitäts-Theorie dar. „The belief that markets tend towards equilibrium has given rise to policies, which seek to give financial markets free rein. I call these policies market fundamentalism ...“, so George Soros. Mittlerweile basieren die Strategien der Hedgefonds (Spekulant) wohl in der Breite auf den Einsichten Soros, was die Problematik noch verschärft. In einem Interview mit der Börsen-Zeitung mit dem Titel „Ich befürworte die Einschränkung von Leerverkäufen“, das auch in den Auszügen aus Presseartikeln der Deutschen Bundesbank (Nr. 30 vom 21. Juli 2010, S. 11) abgedruckt wurde, kommt Reinhard Selten, Nobelpreisträger für Wirtschaftswissenschaften, vor diesem Hintergrund zum Schluss: „Man denke nur an die zum Teil unüberlegte, nicht konsequent in ihrer Wirkungsweise durchdachte Liberalisierung der Finanzmärkte in den letzten beiden Jahrzehnten des vorigen Jahrhunderts, die ein wesentlicher Grund für die aktuelle Finanzkrise

ist. ... die postulierte Effizienz des Marktes wurde (von neoklassisch ausgerichteten Ökonomen, Anmerk. KR) geradezu vergöttert.“ Unter dem Titel „Anlegerverhalten in Theorie und Praxis – Die klassische Finanztheorie, die Effizienzmarkthypothese und das Leitbild des mündigen und eigenverantwortlichen Anlegers“ beschäftigt sich die Deutsche Bundesbank im Monatsbericht vom Januar 2011 ausführlich - nahezu lehrbuchmäßig - mit psychologischen Ansätzen zur Erklärung des Anlegerverhalten (Behavioral Finance) und den daraus zu ziehenden Konsequenzen für die staatliche Regulierung. „Die Vorstellung eines wohl informierten, nur auf den eigenen Nutzen bedachten und vollkommen rational handelnden Homo Oeconomicus wird bei den verhaltenswissenschaftlichen Ansätzen somit fallen gelassen. ... Jedoch hat nicht zuletzt die jüngste Finanzkrise gezeigt, dass diese Modelle (die auf der Homo oeconomicus – Annahme basierende klassische Finanztheorie, die Effizienzmarkthypothese und das Leitbild des mündigen und eigenverantwortlichen Anlegers, Anmerk. KR) oft nur einen begrenzten Erklärungs-

ad  
rem



**Wirtschaftskompetenz**  
für Schule und Ausbildung

**Ihre Wirtschaftszeitung**  
für den Unterricht

Informiert immer aktuell!  
Bringt Praxis in die Schulbuchtheorie!  
Enthält Aufgaben mit Lösungen!  
Bietet Arbeitsblätter  
 Kreuzwörtertsel  
 aktuelle Urteile  
 Graphiken  
 und vieles mehr!



*ad rem*

**Wir gehen zur Sache,  
denn Erfolg ist kein Zufall!**

### Heute noch einsenden oder faxen!!

☺ **Ja, ich bestelle ein intensives Kennenlernangebot.**

2 Ausgaben von **ad rem** zum Preis von 7,25 € (incl. USt und Versand). Wenn ich **ad rem** danach nicht weiterlesen möchte, informiere ich den Verlag bis 7 Tage nach Erhalt des 2. Exemplars schriftlich. Andernfalls erhalte ich **ad rem** weiterhin regelmäßig monatlich zugestellt. Der Bezugspreis (11 Ausgaben/Jahr) beträgt dann 39,90 € (incl. USt und Versand). Ich kann das Abonnement mit einer Frist von 6 Wochen zum Bezugsjahresende kündigen.

Name, Vorname (Bitte in Blockschrift) \_\_\_\_\_

Straße, Nr. \_\_\_\_\_

PLZ, Ort \_\_\_\_\_

Schulart/Schule/Firma \_\_\_\_\_

Datum \_\_\_\_\_

Schüler/Lehrer/Ausbilder

PLZ/Ort \_\_\_\_\_

Unterschrift \_\_\_\_\_

**Diese Bestellung kann binnen einer Woche gegenüber dem ad rem Verlag widerrufen werden. Zur Fristwahrung genügt die Absendung innerhalb der Frist (Poststempel).**

Datum \_\_\_\_\_

**ad rem Verlag**  
**Lessingstraße 10 – 12**  
**74613 Öhringen**

Tel./Fax: 07941 / 3 777 8  
info@ad-rem-verlag.de  
www.ad-rem-verlag.de

gehalt bieten können, da das Verhalten von Finanzmarktakteuren nicht oder nur unzureichend mit der klassischen Finanzmarkttheorie erklärt werden kann.“ (ebenda, S. 46f). Daraus zieht die Deutsche Bundesbank den Schluss (S. 55f): „Die Erkenntnisse der Behavioral Finance Forschung können grundsätzlich wichtige Anregungen für den Gesetzgeber liefern, den Anlegerschutz durch eine geeignete Regulierung zu verbessern. Die verhaltenswissenschaftlichen Erkenntnisse ermöglichen eine bessere Einschätzung der Verhaltensmuster von Wirtschaftsakteuren und zeigen mögliche Gründe auf, warum das tatsächliche Verhalten bei Anlageentscheidungen vom idealisierten Anlegerverhalten der klassischen Finanztheorie abweicht.“ Die Deutsche Bundesbank mahnt also ein grundlegendes Umdenken bei den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern an. Noch im Koalitionsvertrag zwischen CDU, CSU und FDP vom 26. Oktober 2009 steht: „Unser Leitbild ist der gut informierte und

zur selbstbestimmtem Handeln befähigte und mündige Verbraucher. Diesem Ziel verpflichtet, werden wir die Lebensqualität der Verbraucher erhöhen, durch mehr Transparenz, Aufklärung, Rechtsdurchsetzung und dort, wo es nötig ist, auch mit mehr Rechten.“ (zitiert nach ebenda, S. 47, Fußnote 2). Im Lichte des aktuellen Forschungsstandes können diese „heroischen“ Annahmen wohl nicht mehr gehalten werden. Es wird daher Zeit, dass die Politik ihr Handeln am real existierenden Homo sapiens und nicht an einer Home oeconomicus-Fiktion ausrichtet. Eine realistische Einschätzung menschlichen Handelns ist entscheidend, wenn es um Fragen der Steigerung der Lebensqualität durch staatliches Handeln geht (vertiefend hierzu: Karlheinz Ruckriegel, Die Rückkehr des Menschen in die Ökonomie, Dezember 2010, www.ruckriegel.org). Hätte man ein bisschen zurück in die Geschichte des 20. Jahrhunderts geblickt, dann hätte man sich wohl viel ersparen

können: In der Veröffentlichung „The Federal Reserve System: „Purposes and Functions“ führt die die US-amerikanischen Notenbank, kurz die Fed aus, dass der Grund für die Gründung der US-Zentralbank im Jahr 1913 auf irrationalem Marktverhalten beruhte: „During the nineteenth century and the beginning of the twentieth century, financial panics plagued the nation, leading to bank failures and business bankruptcies that severely disrupted the economy.“ Das Buch von Neil Ferguson liefert weitere Beispiele aus der Geschichte der letzten Jahrhunderte für irrationales Verhalten. Eine hochinteressante (Wechsel-) Ausstellung zum Thema „Die Sprache des Geldes“, die in Kooperation mit der EZB konzipiert wurde und nach Frankfurt und Berlin nun (bis Mitte August 2011) im Museum für Kommunikation in Nürnberg gezeigt wird, liefert weiter Einblicke in die Geschichte und die Welt des Geldes. Diese Ausstellung eignet sich besonders auch für den Besuch mit SchülerInnen.

## Literaturverzeichnis

<sup>1</sup> It is now widely recognized that in the run-up to the crisis, there was a significant underappreciation of systemic risk, so much so that many viewed policy-makers as having established an era of sustained and stable expansion—labeled the “Great Moderation.” With the benefit of hindsight, low nominal interest rates, abundant liquidity, and a favorable macroeconomic environment encouraged the private sector to take on ever-increasing risks. Financial institutions provided loans with inadequate checks on borrowers’ ability to pay and developed new and highly complex financial products in an attempt to extract higher returns. Many financial regulators and supervisors were lulled into complacency and did not respond to the building up of vulnerabilities.” IMF, Shaping the New Financial System, IMF Staff Position Note, October 3, 2010.

<sup>2</sup> „Die EZB reagierte umgehend und stellte Banken im Euroraum noch am selben Tag Liquidität in jeder gewünschten Höhe als Tagesgeld gegen Sicherheiten zum geltenden Hauptrefinanzierungssatz zur Verfügung. Insgesamt schöpften die Banken Liquidität im Umfang von 95 Mrd. € ab; daran lässt sich die Schwere des Schocks ablesen.“ EZB, Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise, Monatsbericht Oktober 2010, S. 68.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu ebenda, S. 69.

<sup>4</sup> Zur Rolle der „Animal Spirits“ im Wirtschaftsablauf im Einzelnen siehe George Akerlof, Robert Shiller, Animal Spirits – wie Wirtschaft wirklich funktioniert, Frankfurt/New York 2009.

<sup>5</sup> So sahen sich die Regierungschefs der Staaten der Eurozone, die EU-Kommission, der IWF sowie die Europäische Zentralbank gezwungen, über das Wochenende vom 8./9. Mai 2010 mit ausgewöhnlichen Maßnahmen (750 Mrd. Hilfspaket; Ankauf von Staatsanleihen durch die Europäische Zentralbank) die Märkte zu beruhigen. Am Montag (10.5.2010) mussten sich dann Leerverkäufer kurzfristig am Markt eindecken, was etwa dazu führte, dass die Rendite

für 10-jährige griechische Staatsanleihen von 12,45% (7.5.) auf 6,75% (10.5.) zurückging (vgl. Financial Times Deutschland vom 11.5., Leerverkäufer erleben schwarzen Montag, S. 5).

Hätten Politik und Zentralbank nichts unternommen, wäre es wohl zu einem erneuten Wegbrechen der Finanzmärkte aufgrund mangelnden Vertrauens unter den Finanzinstituten („Wer hat welche Staatsanleihen in seinen Büchern stehen?“) wie nach dem Konkurs der Investmentbank Lehman Brothers Mitte September 2008, gekommen. Zum Vortrag von EZB-Präsident Jean Claude Trichet vor den Staats- und Regierungschefs beim „Krisentreffen“ am Freitag den 7.5.2010 in Brüssel, schreibt der Spiegel (Nr. 20 vom 17.5.2010, Artikel „Wir haben nur einen Schuss“, S. 81): „Trichet lässt keinen Zweifel daran, wie ernst er die Lage einschätzt. Der Interbankenhandel sei praktisch zum Erliegen gekommen, auf den Märkten breite sich Panik aus. Wenn nichts geschehe, drohe eine neue Finanzkrise, schlimmer sogar als nach dem Kollaps von Lehman Brothers.“

<sup>6</sup> vgl. im Einzelnen hierzu Egon Görgens/Karlheinz Ruckriegel/Franz Seitz, Europäische Geldpolitik, 5. Auflage, Stuttgart 2008, Kapitel III.4.

<sup>7</sup> Vgl. im Einzelnen hierzu etwa Egon Görgens / Karlheinz Ruckriegel, Inflation und Deflation, in: WISU, 38. Jg (2009), S. 1361-1367.

<sup>8</sup> Eine solche oder ähnliche Formulierung findet sich mittlerweile zunehmend bei Ökonomen; „Auf dem Weg zur dauerhaften Marktdisziplin stellen sich allerdings Fragen im Hinblick auf mögliche grundsätzlich nicht gerechtfertigte Vertrauenskrisen um die Zahlungsfähigkeit von Euro-Staaten. Das Phänomen sich selbst erfüllender Prophezeiungen ist nicht auszuschließen. Kommt es zu einer panischen Fluchtbewegung aus den Anleihen eines Staates, dann kann dieser Staat illiquide werden, sogar wenn er solvent ist.“ So Friedrich Heinemann vom ZEW, Marktdisziplin: die entpolitisierte Schuldenbremse, in: Orientierungen

zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Nr. 126 vom Dezember 2010, S. 8. Peter Bofinger, Mitglied des SVR, sagt: „Die Finanzkrise hat uns gelehrt: Märkte neigen zu unkontrollierbaren Kettenreaktionen.“, in: Spiegel-Streitgespräch „Schrecken ohne Ende“, Spiegel Nr. 51 vom 20.12.2010, S. 52.

<sup>9</sup> Vgl. EZB, Vermögensblasen und Geldpolitik, in: Monatsbericht November 2010, S. 77f.

<sup>10</sup> Ebenda, S. 78.

<sup>11</sup> Zu den Ansätzen für eine Glücksvermehrung siehe etwa Karlheinz Ruckriegel, Glücksforschung – Erkenntnisse und Konsequenzen, in: WISU, 39. Jg. (2010), S. 1140-1147.

<sup>12</sup> Zitiert nach Karlheinz Ruckriegel, Finanzinnovationen und nationale Geldpolitik, Bayreuth 1988, S. 37; siehe hierzu auch Karlheinz Ruckriegel, a.a.O., S. 32-40.

<sup>13</sup> Vgl. hierzu auch Karlheinz Ruckriegel, Die Wiederentdeckung des Menschen in der Ökonomie - Von der Neoklassik zurück(!) zur Psychologischen Ökonomie (Behavioral Economics) und zur Glücksforschung (Happiness Research), September 2010, www.ruckriegel.org.

<sup>14</sup> Justin Fox, The Myth of the Rational Market, New York 2009, S. xi f (introduction).

<sup>15</sup> Zitiert nach Niall Ferguson, a.a.O., S.137.

<sup>16</sup> Justin Fox, a.a.O., S. xiii (introduction).

<sup>17</sup> George Akerlof, Robert Shiller, a.a.O., S. 131.

<sup>18</sup> Zitiert nach Thomas Frenzl, Die Massenpsychologie der Finanzkrise – US-Immobilienblase, Subprime Desaster, Schulden-Bubble und ihre Auswirkungen“ ,Wien et al. 2009, S. 123.

<sup>19</sup> Zum aktuellen Stand der Reform der Bankenaufsicht siehe etwa: Thomas Hartmann-Wendels, Reform der Bankenaufsicht nach der Finanzmarktkrise, in: Orientierungen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik, Nr. 126 vom Dezember 2010, S. 20-26.