

Fed-Kurswechsel

«Sanfte Landung» als Chimäre

Christoph Eisenring

20. März 2014



Mit der neuen Chefin Janet Yellen beginnt eine neue Ära in der Federal Reserve. (Bild: Keystone)

Fast 900 Wörter enthält das jüngste Communiqué der amerikanischen Notenbank. Vor der Finanzkrise wurden geldpolitische Beschlüsse jeweils in knapp 200 Wörtern kommuniziert. Auch die Bilanzsumme des Fed hat sich im Vergleich zu 2007 fast verfünffacht. Dahinter stecken die Käufe von Staatsanleihen und Hypothekenspapieren, mit denen die Notenbank die längerfristigen Zinsen drückt. Dies soll die Wirtschaft zusätzlich ankurbeln, da der (kurzfristige) Leitzins bereits seit über fünf Jahren bei null ist. Von einer Normalisierung der Geldpolitik ist das Fed jedenfalls noch meilenweit entfernt. Normalisierung hiesse dabei zweierlei: Erstens sollten die Eingriffe in die Finanzmärkte mittels Anleihekäufen eingestellt werden. Die Notenbanken fahren seit der Krise einen sehr interventionistischen Kurs. Gefragt wäre stattdessen wieder ein zurückhaltenderes Auftreten, ein Wirken im Hintergrund. Zweitens sollte das Fed wieder primär das anstreben, was es auch direkt in der Hand hat: ein stabiles Finanzwesen und stabile Preise. Dies ist immer noch der beste Wachstumsbeitrag, den eine Notenbank leisten kann.

Wo das Fed in die richtige Richtung geht

Wie ist hier das Fed unter seiner neuen Chefin, Janet Yellen, unterwegs? Die Anleihekäufe werden sukzessive zurückgefahren. Es sieht ganz danach aus, als würde das Fed im Herbst das dritte Kaufprogramm abschliessen. Die Bilanzsumme dürfte dannzumal 4,4 Billionen Dollar betragen. Ursprünglich hatte das Fed die Käufe damit begründet, dass nur die Notenbank in einer Notsituation die Märkte mit Geld versorgen könne. Dies ist zweifellos richtig und hat Schlimmeres verhindert. Doch der Nutzen des zweiten und des dritten

Kaufprogramms bleibt unter Ökonomen äusserst umstritten. Selbst die Fed-Chefin Yellen ist mittlerweile zur Einsicht gelangt, dass die Anleihekäufe ihren Zweck erfüllt haben. Es müsste deshalb schon ein ziemliches Unwetter aufziehen, damit das Fed die Käufe wieder intensiviert. Bei den Anleihekäufen hat die Notenbank also – wenn auch äusserst zaghaft – den Weg zu einer Normalisierung eingeschlagen. Die stark aufgeblähte Fed-Bilanz – das Erbe von Ben Bernanke – macht den Ausstieg jedoch zu einer Herausforderung erster Güte. So gilt es zu verhindern, dass die 2,7 Billionen Dollar, die die Banken derzeit beim Fed parkieren, doch plötzlich den Weg in die Wirtschaft finden und dort inflationär wirken.

Ebenfalls in die richtige Richtung geht die am Mittwoch eingeleitete Änderung der verbalen Leitlinien («forward guidance»). So hat das Fed den Schwellenwert für die Arbeitslosenquote kurzerhand gestrichen: Seit Dezember 2012 hatte es jeweils erklärt, den Leitzins frühestens zu erhöhen, wenn die Arbeitslosenquote unter 6,5 Prozent gefallen sei. Derzeit beträgt die Arbeitslosenquote 6,7 Prozent. Sie war unerwartet schnell gesunken – auch weil viele Amerikaner die Suche nach einer Stelle eingestellt haben. Die Episode illustriert nur, dass die Geldpolitik selbst kurzfristig die Arbeitslosenquote kaum steuern kann – längerfristig ist dies ohnehin nicht der Fall, weil hier Faktoren wie Regulierung, Bildung, Steuerpolitik oder technologische Entwicklung entscheidend sind. Eine Notenbank kann nur indirekt zu Vollbeschäftigung beitragen, indem sie für stabile Preise und stabile Finanzmärkte sorgt. Dies ist in den USA in den letzten Jahren zuweilen vergessen gegangen.

Versprechen von Niedrigzinsen als falsches Signal

Das Fed will nun wieder wie früher eine Vielzahl von Informationen über den Arbeitsmarkt und die Teuerung beiziehen, wenn es über eine Leitzinserhöhung entscheidet. Hätte das Fed am Mittwoch hier gestoppt, dürfte man getrost von einem weiteren Schritt hin zu einer traditionelleren Geldpolitik sprechen. Doch das Communiqué ist auch so ausführlich geraten, weil der Offenmarktausschuss erstmals explizit erklärt, den Leitzins länger als üblich niedrig halten zu wollen, auch wenn sich Teuerung und Arbeitslosenquote schon fast normalisiert hätten.

Derzeit kann niemand etwas gegen einen niedrigen Leitzins haben, da der Inflationsdruck gering ist und die Teuerung mit 1,2 Prozent unter den angestrebten 2 Prozent liegt. Aber quasi zu versprechen, dass der Realzins (Leitzins minus Inflation) auch Ende 2016 noch äusserst niedrig sein werde, ist riskant. Der Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik dürfte sich vielmehr schwieriger und unberechenbarer gestalten als in normalen Zeiten. Das Fed setzt darauf, mit einer ersten Zinserhöhung Mitte 2015 und anschliessend einer langsamen Normalisierung eine «sanfte Landung» der Wirtschaft hinzubekommen. Wer an eine solche Feinsteuerung der Konjunktur glaubt, traut der Geldpolitik jedoch (zu) viel zu. Die letzte Krise hält eine andere Lektion parat: Eine Ursache war gerade, dass die Geldpolitik zuvor den Leitzins zu lange zu niedrig gehalten hatte. Was als «sanfte Landung» gedacht ist, kann jedenfalls zu einer «Bruchlandung» führen, wenn die Währungshüter zu spät bremsen.