

# US-Geldpolitik: Unerkundetes Territorium

Von Prof. Dr. Erwin W. Heri  
Professor für Finanztheorie  
an der Universität Basel und  
VR-Präsident Valartis Group

Die US-Geldpolitik ist in diesen Zeilen schon oft diskutiert worden. Nicht selten mit einer gewissen kritischen Bewunderung. So z.B. wegen der Fähigkeit des früheren Notenbankchefs Alan Greenspan, über eine konsequente Zinsstrukturpolitik nicht nur immer wieder entstehende Inflationsängste bereits im Keime zu ersticken, sondern auch seinem zweiten Ziel – der Stabilisierung der Konjunkturentwicklung – nachzuleben. Während seiner gesamten Amtszeit ist ihm zumindest dies relativ gut gelungen. Ob er daneben wegen einer strukturell viel zu lockeren Geldpolitik die US-Volkswirtschaft mit zu viel Liquidität versorgt, damit das Zinsniveau künstlich (zu) tief gehalten und damit die Basis für die gegenwärtigen Probleme gelegt hat, steht auf einem anderen Blatt.

Mit seinen Strategien hat er sich nicht nur immer wieder dem Diktat der Politik entzogen und eine erstaunliche Unabhängigkeit bei der indirekten Konjunktursteuerung an den Tag gelegt. Er hat auch uns traditionellen Ökonomen widersprochen, die wir immer der Meinung waren, mit *einem* wirtschaftspolitischen Instrument könne man nur *ein* wirtschaftspolitisches Ziel verfolgen – in diesem Fall die Inflation. Ob die tiefen Inflationsraten, die die US-Volkswirtschaft in den letzten 15 Jahren geschrieben hat, wirklich auf die geldpolitische Strategie Greenspans zurückzuführen war, oder ob sie nicht vielmehr Ausdruck des strukturellen Preisdrucks gewesen ist, den wir weltweit durch die Globalisierung der wirtschaftlichen Strukturen erlebt haben, spielt dabei keine Rolle. Geldpolitik ist kein Wettbewerb in schöngeistiger Analyse, sondern mehr Kunst als Wissenschaft und wird letztlich an den Resultaten beurteilt. Greenspans Zeit wird dereinst als die Zeit einer konsequenten Zinsstrukturpolitik in die Annalen des Federal Reserve Board eingehen.

Immer wieder wurde aktiv am kurzen Ende der Zinsstruktur interveniert, um die Märkte dorthin zu bewegen, wo man es wollte. Vom langen Ende der Zinsstruktur – Papieren mit langfristigen Laufzeiten mit all ihren Volatilitäten und Kreditrisiken –

wurde bewusst Abstand genommen. Der langfristige Zins wurde mehr oder weniger den Kapitalmärkten überlassen.

Kurz nach Übergabe des Fed-Vorsitzes an Ben Bernanke brach die Finanzkrise aus. Bernanke wurde ins kalte Wasser geworfen. Zum Glück hatte er sich während seiner akademischen Tätigkeit höchste Meriten für seine Analyse der Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre verdient. Wenn jemand fähig war, die Lehren aus der damaligen Krise zu ziehen, dann Prof. Bernanke. Entsprechend konsequent und radikal waren denn auch seine Eingriffe zur Rettung des Bankensystems. Ob damals – mitten in der Krise, im Auge des Hurrikans – alles richtig, rechtzeitig und im richtigen Ausmass unternommen worden ist, ist eine semantische Frage und wird letztlich von der Finanzgeschichte beurteilt werden.

Tatsache ist: Es ist gehandelt worden, die Fehler der 30er Jahre wurden nicht wiederholt und das System konnte vor noch Schlimmerem bewahrt werden. Die kurzfristige Überschwemmung, um nicht zu sagen das Zudröhnen des Systems mit Hunderten von Liquiditätsmilliarden wurde insofern nicht als Problem gesehen, als die Liquiditätspräferenz des Publikums ebenfalls geradezu explodierte. Die Liquiditätsschwemme traf auf eine noch nie gesehene Ausweitung der Liquiditätsnachfrage, welche ihr kurzfristig jegliche Inflationsdrohung nahm. Auch in Analystenkreisen wurde dies akzeptiert, da man davon ausging, dass die Zentralbanken die überschüssigen kurzfristigen Mittel wieder sterilisieren würden, sobald sich die Liquiditätspräferenz des Publikums normalisieren würde.

Das Problem ist, dass die Mittel nicht alle nur kurzfristig waren. Im Zuge der Finanzkrise mussten nicht wenige Zentralbanken, ganz zuvorderst das Fed, langfristige Verbindlichkeiten auf ihre Bilanz nehmen. Plötzlich war man nicht mehr nur am kurzen Ende der Zinsstruktur engagiert, sondern auch in den Märkten für langfristige Kapitalmarktpapiere und Kredite. Da die Geldmarktzinsen inzwischen auf Null waren und die entsprechenden Instrumente nicht mehr griffen, musste man neue Vehikel zur Geldschöpfung finden. Quantitatives Easing wurde das Ding dann genannt. Die Büchse der Pandora war offen.

Nach der Finanzkrise kam der Konjunkturreinbruch. Heftig, aber kürzer als erwartet, und schon bald schien sich die Wirtschaft wieder zu erholen. Auf tiefem Niveau, aber immerhin. Entsprechend würde sich wohl die Liquiditätspräferenz des Publikums wieder normalisieren und überschüssige Liquidität müsste wieder abgeschöpft werden, damit sie nicht doch noch inflationsvirulent würde. Mit anderen Worten würde es dann Zeit, die Geldmarktzinsen wieder anzuheben, um der Zentralbank das ihr abhanden gekommene Instrumentarium zur Steuerung der Geldpolitik wieder zurückzugeben. Nun hat es aber diese Liquiditätspräferenz an sich, dass sie nicht direkt beobachtet werden kann. Im Übrigen schien sich der neue Fed-Vorsitzende nicht zu getrauen, die notwendigen Zinsmassnahmen «gerade jetzt» zu ergreifen, wenn doch noch nicht sicher war, ob sich die Wirtschaft wirklich erholt und ihm die Politiker einflüsteren, man könne doch «nicht gerade jetzt» mit Zinserhöhungen kommen (unter anderem stehen ja Wahlen an).

Vielleicht hat Bernanke auch die Weltwirtschaftskrise der 30er Jahre etwas zu lange studiert. Auf jeden Fall sieht es nicht so aus, als halte er die Zeit für gegeben, wieder auf normale geldpolitische Pfade zurückzukehren. Ganz im Gegenteil: Mit einem zweiten quantitativen Easing scheint er eine weitere Aufblähung der Zentralbankenbilanz mit langfristigen Staatspapieren vornehmen zu wollen. Er will, mit anderen Worten, die viel zu hohe Staatschuld direkt über die Notenpresse finanzieren. Solches wurde bisher landläufig als geldpolitischer Sündenfall angesehen. Entsprechend hat der Gesetzgeber solchem Unterfangen in vielen Ländern der westlichen Welt enge Grenzen gesetzt. Man weiss warum.

Bernanke wandelt mit seiner geldpolitischen Strategie für die US-Wirtschaft in unerkundetem Territorium, gefährlichem Territorium. Sollte sein Experiment scheitern, würden wir alle den Preis bezahlen – durch höhere Inflationsraten, einen tieferen Dollar und noch höhere Volatilitäten. Es wird Zeit, dass die USA akzeptieren, dass ihre strukturellen Probleme nicht durch konjunkturpolitische und schon gar nicht geldpolitische Schnellschüsse gelöst werden können, sondern nach einer vernünftigen Strukturpolitik verlangen.

[www.erwinheri.ch](http://www.erwinheri.ch) ●