

US-Notenbanker nehmen den Fuß vom Gaspedal

BZ-GASTBEITRAG: Oliver Landmann zeigt auf, warum die Geldpolitik der USA zum Erfolg führte und die der Europäer nicht

Nun ist es amtlich: Die US-Notenbank (Fed) beendet ihr Programm zum Ankauf von Wertpapieren, mit dem sie in den vergangenen fünf Jahren etwa 3,5 Billionen (3500 Milliarden) Dollar ins Finanzsystem gepumpt und ihre Bilanzsumme damit mehr als vervierfacht hat. Hintergrund dieser sogenannten Politik der „Quantitativen Lockerung“ („Quantitative Easing“) war die Finanzkrise von 2008. Innerhalb weniger Monate senkten damals alle wichtigen Notenbanken ihre Leitzinssätze auf nahe null. Leitzinsen sind Zinssätze für kurzfristiges Geld – in der Regel Geld, das die Notenbanken den Geschäftsbanken leihen.

Weil die Leitzinsen nicht mehr weiter gesenkt werden konnten, war die konventionelle Zinspolitik zu einem Zeitpunkt ausgereizt, als sich die reale Wirtschaft noch längst nicht von der schweren Rezession erholt hatte, die auf die Finanzkrise folgte. Also griff die Fed zu unkonventionellen Mitteln und begann, in großem Stil Wertpapiere mit längeren Laufzeiten aufzukaufen – fast ausschließlich Anleihen der Regierung sowie kreditbesicherte Papiere von staatsnahen Hypothekenfinanzierern. Damit sollten die Zinsen nicht nur für kurze, sondern auch für längere Laufzeiten gesenkt und die Erholung der in der Finanzkrise abgestürzten Preise von Anleihen, Aktien und Immobilien

gestützt werden. Damit hoffte man die Voraussetzungen für ein Wiederanspringen des Wirtschaftsmotors zu schaffen. Es war ein historisch einmaliges Experiment. „Quantitative Easing“ war für die Geldpolitik Neuland.

Es fehlte damals in den USA nicht an Kritikern, die die kompromisslose monetäre Expansion für eine verantwortungslose Politik hielten. Er höhle die Währung aus und erzeuge Inflation, musste sich der damalige Notenbankchef Ben Bernanke vorwerfen lassen – eine spektakuläre Fehleinschätzung, wie sich seither gezeigt hat. In Wirklichkeit haben die USA einen soliden, wenn auch nicht rasanten Konjunkturaufschwung hingelegt und die Arbeitslosigkeit spürbar gesenkt, ohne dass sich Anzeichen eines erhöhten Lohn- und Preisdrucks bemerkbar gemacht hätten. Somit kann das Medikament der quantitativen Lockerung jetzt abgesetzt werden.

Dass es einen Anteil an der Gesundung der US-Wirtschaft hatte, legt die Mehrzahl der hierüber vorliegenden Studien nahe, auch wenn sich die Wirkung kaum

auf Punkt und Komma beziffern lässt. Vieles spricht dafür, dass die Glaubwürdigkeit der Notenbankführung, die entschlossen war, alles zu tun, um die Wirtschaft aus der Rezession herauszuführen und ein Abgleiten in die Deflation zu verhindern, mindestens so wichtig war wie die absolute Höhe der eingesetzten Summen.

Auffallend ist zudem, dass neben den USA auch Großbritannien und selbst Japan, das zuletzt eine ähnlich aggressive Geldpolitik verfolgt hat, sich von den Folgen der Finanzkrise inzwischen deutlich besser erholt haben als die Eurozone, die stagniert und ein Bremsklotz der Weltkonjunktur bleibt.

Der Grund, warum die EZB bisher dem Beispiel der Fed nicht folgen mochte, ist wohl bekannt. Um eine Bilanzausweitung von ähnlicher Größenordnung zu erreichen, müssten nicht nur die umstrittenen ABS-Papiere, sondern auf dem Sekundärmarkt auch Staatsanleihen aufgekauft werden. Ob damit nur der Geist oder auch der Buchstabe des Maastrichter Vertrags verletzt würde, beschäftigt die Juristen. Unbestreitbar ist, dass die politischen Voraussetzungen für

eine zweckmäßige Geldpolitik in der Eurozone ganz anders gelagert sind als in den USA. Europa ist keine Fiskalunion. Es gibt nur Staatsanleihen der einzelnen Mitglieder der Währungsunion, die sowohl ein Insolvenzrisiko beinhalten als auch das moralische Risiko („moral hazard“), dass bei Aufkauf durch die Zentralbank die Bürger eines Landes indirekt an den Schulden eines anderen Landes beteiligt werden. In den USA hat die Fed nur Verbindlichkeiten des Zentralstaates in ihre Bücher genommen, die frei von beiden Risiken sind.

Jetzt werden die Baumängel der Eurozone sichtbar

Es offenbaren sich nun die Baumängel der Europäischen Währungsunion, deren Architektur von Anfang an den Erfordernissen der konjunkturellen Stabilisierung wenig Gewicht beigemessen hat. Ein Notenbankstatut, das im wesentlichen darauf ausgerichtet ist, jede mögliche Tür zu einem inflationären Missbrauch der Geldpolitik zu verriegeln, erweist sich in dem Moment als untauglich, wo es umgekehrt darum ginge, einen angemessenen Mindestabstand zur Deflation wieder herzustellen.

Der Autor ist ordentlicher Professor für Makroökonomie an der Universität Freiburg.



Oliver Landmann

FOTO: SCHNEIDER