

US-Geldpolitik

Wilder Drachenritt von Ben Bernanke

Inzwischen pfeifen es die Spatzen von den Dächern: Die US-Konjunkturmäschinerie stottert gewaltig. Dabei ist es völlig irrelevant, ob wir technisch von einer Rezession reden oder nicht – sprich: von zwei aufeinander folgenden Quartalen mit negativem Wachstum. Die Maschinerie läuft einfach nicht. Im Übrigen werden wir so wieso erst im Spätsommer wissen, ob wir im Frühjahr in einer Rezession gesteckt haben oder nicht. Etwa so lange dauert es nämlich, bis die Statistiken ein einigermaßen zuverlässiges Bild der Vergangenheit gemalt haben. Regelmässige Leser der Stocks-Kolumne hat der Wirtschaftsabschwung nicht überrascht. Schon Mitte 2006 – bei damals blauem Himmel – zeichnete sich das Ungemach ab. An dieser Stelle wurde im März 2007 gewarnt: «Die USA stehen vor einer Rezession.» Die US-Notenbank Fed versuchte, durch Zinssteigerungen «etwas Dampf» aus einer überbordenden Konjunkturentwicklung abzulassen. Dies führte zu einer Inversion der Zinsstruktur: Die kurzfristigen Zinsen kamen über den langfristigen zu liegen – ein untrügliches Zeichen, dass konjunktureller Ärger ansteht. Mikroökonomisch laufen solche Prozesse immer nach dem gleichen Muster ab: Zinsinversionen führen zu einer restriktiveren Kreditvergabe, die über kurz oder lang dem Wirtschaftskreislauf den Sauerstoff entzieht. Dass der «Credit Crunch» in diesem Fall die Subprime-Krise heraufbeschworen hat, zeigt nur, in welcher überhitzten Situation sich die Märkte befunden haben und wie strukturell ungesund die Anreizstrukturen waren.

Geldpolitisch ist der Spuk inzwischen schon wieder vorbei. Die Fed ist über ihren eigenen Mut erschrocken, hat – einmal mehr – mit drastischen Zinssenkungen die Zinsinversion aufgehoben und gibt schon wieder Gas. Dabei sprechen wir hier noch nicht einmal von den verschiedenen Liquiditätsspritzen, die zur Verhinderung systemischer Probleme verabreicht wurden, denn diese können im Prinzip geldpolitisch neutral ausgestaltet werden. Die Fed scheint Rezes-



Prof. Dr. Erwin W. Heri

ist Chairman der Valartis Bank AG (vorm. OZ Bankers AG) und Dozent an der Universität Basel.

«**Vielleicht wäre es nicht schlecht, einmal ein reinigendes Gewitter über sich ergehen zu lassen.**»

Abwechselnd für Stocks schreiben:

Prof. Dr. Erwin W. Heri, Chairman der Valartis Bank AG (vorm. OZ Bankers AG) und Dozent an der Universität Basel
Dr. Konrad Hummler, Teilhaber Bank Wegelin, St. Gallen
Dr. Fleur Platow, Finanzexpertin und Seminarleiterin «Frauen und Finanzen», Zürich
Dr. Burkhard P. Varnholt, Mitglied der Geschäftsleitung und Chef Investment Officer der Bank Sarasin & Co.
Hans-Peter Hausheer, Senior Economist UBS, Wealth Management Research
Dr. Anja Hochberg, Leiterin internationale Volkswirtschaft bei Credit Suisse, Zürich

sionen etwa so zu scheuen wie der Teufel das Weihwasser. Das war schon unter Alan Greenspan so, dem Vorgänger des heutigen Fed-Chefs Ben Bernanke. Leider realisieren die Herren nicht, dass ein gelegentliches Gewitter durchaus reinigende Kraft haben kann.

Die freie Marktwirtschaft hat ihre Vor- und Nachteile. Ein Vorteil sind Disziplinierungsmechanismen, die bei strukturellen Fehlentwicklungen einsetzen. Übermässige Spekulation wird bestraft, Underperformer verschwinden vom Markt. Wenn man diese Mechanismen aber jedes Mal mit einer Liquiditätsschwemme ertränkt, nur weil man die strukturellen Probleme nicht anpacken will, werden wir das über kurz oder lang mit höheren Inflationsraten bezahlen. Das zeigt die Wirtschaftsgeschichte.

Greenspan hatte das Privileg, eine ähnliche Politik seinerzeit in einem völlig anderen Umfeld fahren zu können. Die damals entstandene Globalisierung der Güter- und Faktormärkte, die mit den Billiglöhnen und -produkten aus Asien den Globus überschwemmte, hat strukturell tiefe Inflationsraten mit sich gebracht. Die US-Zentralbankpolitik konnte sich entsprechend um die Konjunktursteuerung kümmern, Inflation war kaum ein Thema.

Bernanke hat es hier schwerer. Zum einen sind die Löhne und Preise auch in den Tieflohnländern nicht mehr so tief, wie sie einmal waren. Zum anderen haben wir globale «Cost Push»-Effekte von der Rohstoffpreisfront. Die Rohstoffpreisentwicklung wird aber nur dann wirklich inflationär sein, wenn sie auf eine übermässige Liquiditätsausstattung stösst. Bernanke ist auf dem besten Weg, genau diese Geister zu rufen. Vielleicht wäre es nicht schlecht, halt einmal ein reinigendes Gewitter über sich ergehen zu lassen und sich zurückzuerinnern, was man seinerzeit in der Schule gelernt hat: Mit einem wirtschaftspolitischen Instrument lässt sich in der Regel nur eine wirtschaftlich relevante Grösse steuern. Im Fall der Geldpolitik ist das die Inflation. ■