

Am Ende des Experiments

Mit dem Stopp des Quantitative Easing beendet die Federal Reserve die waghalsigste geldpolitische Operation aller Zeiten. Warum sie funktioniert hat, bleibt selbst Experten ein Stück weit rätselhaft.



Erfinder des Quantitative Easing: Ex-Fed-Chef Ben Bernanke mit seiner Nachfolgerin Janet Yellen. Foto: Andrew Harrer (Bloomberg)

«Das Problem mit Quantitative Easing ist, dass es in der Praxis funktioniert, aber nicht in der Theorie.» Diese Aussage hat Ben Bernanke, der ehemalige Notenbankchef der USA, im vergangenen Winter gemacht.

Das Statement ist eigentlich unerhört. Denn das QE-Programm, das Bernanke und dessen Nachfolgerin Janet Yellen durchgezogen haben, ist ein Experiment nie dagewesener Dimensionen. 3,5 Billionen Dollar hat die Fed in den letzten sechs Jahren ins Finanzsystem gepumpt. 3'500'000'000'000 Dollar. Würde jemand 100-Dollar-Noten im Sekundentakt ausgeben, wären dazu 1110 Jahre erforderlich.

Das Geld wurde seit November 2008 in drei Phasen – QE1, QE2 und QE3 – in Staatsanleihen und Hypothekensanleihen investiert. Diese wurden via Finanzmarkt jedem willigen Verkäufer abgenommen. Geschäftsbanken, Fonds und letztlich auch Privatanleger konnten die Papiere bei der Zentralbank abladen und erhielten dafür frisches Geld. Deswegen sitzt die Fed heute auf Unmengen von langfristigen Krediten, und ihre Bilanz ist um den Faktor vier grösser als zuvor. Eine solche Politik war zuvor nie ausprobiert worden.

Die Eurozone ist im Hintertreffen

Doch sie hat gewirkt. Zumindest zeigen die Zahlen es an. Die US-Wirtschaft hat die Rezession überwunden. Sie produziert heute über 8 Prozent mehr Waren und Dienstleistungen als 2008. Die Arbeitslosigkeit ist auf 5,9 Prozent gefallen, nach zwischenzeitlich 9,6 Prozent. Auch in Grossbritannien, wo die Bank of England zu ähnlichen Mitteln griff, übertrifft das BIP inzwischen das Krisenniveau. Dagegen liegt die Wirtschaftsleistung in der Eurozone, die auf QE verzichtet hat, nach wie vor unter den ehemaligen Werten. Die Arbeitslosigkeit, die einst 7,5 Prozent betrug, verharrt bei über 11 Prozent.

Dass QE selbst für dessen Miterfinder Ben Bernanke eine mysteriöse Angelegenheit bleibt, hängt mit der Geschichte zusammen. Lange wurde Geldpolitik ausschliesslich über den Leitzins betrieben: Zentralbanker steuerten die kurzfristigen Geldmarktzinsen, den Rest regelten die Geschäftsbanken selbst.

Von Simon Schmid 30.10.2014

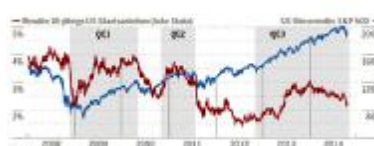
Stichworte

[Ben Bernanke](#)

[Janet Yellen](#)

[Geldpolitik](#)

Kaufprogramme des Federal Reserve im Zeitverlauf



Viele Dollars wurden ins Finanzsystem gepumpt



Zm Vergrössern auf die Grafik klicken.

Artikel zum Thema

Das Comeback des Greenback



Der Dollar wird stärker und stärker. Die Gründe, die Aussichten, die Nebeneffekte. [Mehr...](#)

Von Robert Mayer, 24.09.2014

Wie die US-Notenbank ihre gigantische Bilanz abtragen will

Das jüngste Protokoll des Fed macht klar, wie dessen Entscheidungsträger die Schwierigkeiten konkret meistern wollen, aus der ultralockeren Geldpolitik auszusteigen. Der bisherige Leitzins taugt dafür nicht mehr. [Mehr...](#)

Von Markus Diem Meier 10.07.2014

Der neue alte Streit um die Geldpolitik

Never Mind the Markets Gefährden die Tiefstzinsen der Notenbanken die Stabilität der Märkte – oder sind sie eine dringliche

Als das Finanzsystem nach der Krise darniederlag, griffen die Zentralbanken selbst in den Markt ein. Wie schnell das Finanzsystem ohne diese Massnahmen wieder auf die Beine gekommen wäre, weiss letztlich niemand mit Sicherheit.

«Vermutlich hätten die USA eine ähnliche Phase wie Japan in den Neunzigerjahren erlebt», sagt Andreas Höfert, der Chefökonom der UBS. «Die mit faulen Krediten belasteten Banken hätten nur zögerlich investiert, der Immobilienmarkt hätte sich kaum schnell erholt.»

Mächtige Signale der Notenbank

Trotz des Erfolgs bekommen Ökonomen QE nicht recht zu fassen. Grund dafür ist dessen zwittherhafte Natur. Einerseits ähnelt das Instrument dem Helikoptergeld – jener Idee, in der die Zentralbank im Helikopter übers Land fliegt und Geldscheine abwirft. Oder alternativ einfach jedem Bürger einen Geldbetrag gutschreibt. Diese Massnahme wirkt in einer unausgelasteten Wirtschaft immer. Hält die Fed die gekauften Staatsanleihen bis ans Ende der Laufzeit, so kommt auch ihr QE faktisch einer Form von Helikoptergeld gleich. Die Effektivität der Politik wäre so nachvollziehbar.

Andererseits müsste QE allerdings wirkungslos sein – zumal man in Staatsanleihen und Zentralbankgeld auch ein und dasselbe Ding sehen kann: Schuldscheine des Staats. Im Normalfall sollte es für Investoren keine Rolle spielen, ob sie ihr Vermögen nun in liquiden Staatsanleihen oder aber in Cash halten.

Selbst Stephen Cecchetti, ehemaliger BIZ-Chefökonom, löst das Rätsel nicht auf. «Die kurze Antwort ist: Es hat funktioniert», sagte er kürzlich, als ein Magazin sein Fazit zu QE hören wollte. «Doch die Frage ist: Was ist es und warum?»

Unzimperlich Schulden gemacht

Im Interview erklärt Cecchetti, dass Geldpolitik immer über eine Vielzahl von Kanälen auf die Wirtschaft einwirkt. «Der Punkt besteht letztlich darin, die Leute zum Eingehen von Risiken zu bewegen, die sie in einer Rezession sonst nicht eingehen würden.»

Cecchettis Befund ist, dass Faktoren wie die Aggressivität und die Entschlossenheit von Notenbanken in harschen Rezessionen eine wichtige Rolle spielen.

Dieser Lesart nach liegt der Erfolg von QE nicht per se an den Auswirkungen auf dem Finanzmarkt – die Massnahme senkt die langfristigen Zinsen und erhöht die Aktienkurse, beides soll Investitionen und Ausgaben fördern –, sondern rührt vom psychologischen Signal, das die Notenbank mit einem starken Kaufprogramm aussendet: Man hält die Zinsen sehr lange tief. Eine expansive Fiskalpolitik verstärkte den Effekt zusätzlich, sagt Andreas Höfert.

Tatsächlich hat Amerika in der Krise unzimperlich Schulden gemacht. Sollte das zaghafte QE in Europa scheitern, so wäre dies angesichts der politischen Keilereien und Sparzwänge weniger rätselhaft als dessen Erfolg in den USA. (Tages-Anzeiger)

(Erstellt: 29.10.2014, 23:01 Uhr)

Die harte Arbeit wartet noch

Das Ende des Rückkaufprogramms von Anleihen querbeet ist von den Märkten vorweggenommen worden und in die Kurse eingeflossen. Deshalb reagierten weder die Aktien noch die Obligationen oder die Währungen auf den Ausstieg. Wenn nervöse Zuckungen ausgeblieben sind, liegt dies auch daran, dass die Notenbank die nun fällig werdenden Anleihen umgehend wieder investiert und somit den Haufen von 3,5 Billionen Dollar an Billiggeld nicht reduziert.

Noch wichtiger aber ist der Blick auf den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung. Zum letzten Mal hat das Federal Reserve die Leitzinsen 2006 angehoben; und wenn nicht alles täuscht, dürften fast zehn Jahre verstreichen, bis der nächste Zinsschritt fällig ist. Den Inflationsprognosen der einzelnen Notenbank-Mitglieder ist zu entnehmen, dass sie die erste Zinserhöhung erst im

Konjunkturmassnahme? [Zum Blog](#)

Von Markus Diem Meier 09.07.2014

Die Redaktion auf Twitter

Stets informiert und aktuell. Folgen Sie uns auf dem Kurznachrichtendienst.

[@tagesanzeiger folgen](#)

kommenden Herbst einplanen. Es sei denn, die Weltwirtschaft gerate erneut in eine schwere Rezession. In diesem Fall ist sogar eine neue, vierte Runde von Anleihekäufen möglich.

Die Märkte haben sich allerdings in einem Ausmass an das billige Geld der Notenbanken von Japan über Europa bis in den USA gewöhnt, dass es unheimlich wirkt. Als die Aktien diesen Monat aus Angst vor einer längeren Flaute in China und einem Ölpreiskollaps zu bröckeln begannen, dauerte es nicht lange, bis institutionelle Anleger und Banken wieder Geld in die Börse pumpeten; Geld, das die Federal Reserve zuverlässig und billig bereitstellt. Die Märkte haben sich wieder etwas beruhigt, die Ängste scheinen verfliegen. Das Vertrauen in die US-Notenbank unter der Doppelführung von Janet Yellen und Stanley Fisher scheint unerschöpflich. Es ist erklärbar mit dem Umstand, dass die amerikanische die erste der Zentralbanken war, die nach der Finanzkrise reagierte und in mehreren Runden billiges Geld in die Wirtschaft pumpte. Nun ist sie auch die erste, die wieder aussteigt; und somit exakt den Kurs hält, den sie seit Monaten skizziert hat. Diese Berechenbarkeit sei wichtig, sagen die Fed-Experten an Wallstreet, weil Anleger nie überrumpelt würden.

Die Hintertür bleibt offen

Vizepräsident Fisher doppelte vor Wochenfrist noch nach und sagte, die Turbulenzen an den Märkten sowie die Rezessionsrisiken in Europa könnten den Zinsentscheid in den USA durchaus verzögern. Ökonomen und selbst zwei Mitglieder der Notenbank spekulierten anschliessend sogar über die Option einer vierten Runde von Anleihekäufen, was kein Zufall ist. Da die Notenbank praktisch alle geldpolitischen Instrumente aufgebraucht hat, muss sie es mit Psychologie und beruhigenden Worten versuchen.

Dies zeigte auch die Mitteilung nach der Sitzung gestern. Die Notenbank nahm nur sehr minimale Korrekturen an ihrer gedämpft optimistischen Einschätzung der US-Wirtschaft vor. Sie spricht von einem «soliden Stellenwachstum» und einer «graduell schwindenden» Lücke im Arbeitsmarkt – Worte, die zeigen sollen, dass sie ihrem Ziel der Vollbeschäftigung näher gekommen ist, ohne es aber schon zu erreichen. Formell wäre die Vollbeschäftigung bei 5,5 Prozent Arbeitslosen erreicht. Die Quote liegt bei 5,9 Prozent

Die reichsten 10 Prozent haben profitiert

Dennoch behält sie sich eine Hintertür für alle Fälle offen und bestätigt, dass die Leitzinsen noch eine «erhebliche Zeit» unverändert bei null Prozent bleiben sollen. Wie lange genau, kann aus den Inflationsprognosen der Notenbank-Mitglieder abgeleitet werden. Noch im Frühling musste gestützt darauf die erste Zinserhöhung für den Frühsommer 2015 eingeplant werden. Diese Frist hat sich inzwischen um drei Monate auf den kommenden Herbst verschoben. Die grosse Unbekannt ist aber, wie die Notenbank dabei der Teuerung Rechnung trägt. Die Inflation liegt nur bei 1,5 Prozent statt wie angepeilt bei 2 Prozent. Dahinter stecken stagnierende Löhne für die meisten Berufstätigen, selbst für Hochschulabgänger.

Dafür haben überwiegend die reichsten 10 Prozent der Bevölkerung von der Tiefzinsphase profitiert, was Janet Yellen vor kurzem erstmals öffentlich einräumen musste, ohne allerdings die Notenbank als eine der Verantwortlichen der Einkommensschere zu nennen. Die schwerste Arbeit steht ihr deshalb noch bevor: Die Zinsen erst dann anzuheben, wenn das Experiment des Billiggeldes mehr als nur einer kleinen Elite geholfen hat.

Von Walter Niederberger, San Francisco