

Die kleinen Geheimnisse der Federal Reserve Bank

OLAF STORBECK | DÜSSELDORF

Die Kritik hat es in sich – vor allem, weil sie aus prominentem Munde stammt: Die Geldpolitik der US-Notenbank Federal Reserve sei in den vergangenen Jahren zu lax gewesen. Dies habe die Blase auf dem US-Immobilienmarkt und die Subprime-Krise erst möglich gemacht. Niemand Geringeres als John Taylor hat diese These aufgestellt (Handelsblatt vom 28.1.2008).

Der Geldpolitik-Professor aus Stanford, eine internationale Koryphäe, hat Anfang der neunziger Jahre die berühmte „Taylor-Regel“ für Notenbanken erfunden. In ihrer klassischen Form folgt aus ihr: Für jeden Prozentpunkt, den die Teuerungsrate über das Inflationsziel der Notenbank klettert, steigen die Leitzinsen um 150 Basispunkte und umgekehrt. Für jeden Prozentpunkt, den die tatsächliche Wirtschaftsleistung unter dem Produktionspotenzial liegt, sinken sie um 50 Basispunkte und umgekehrt.

Taylor hat mit dieser einfachen Faustregel die Leitzins-Entscheidungen der Fed in den vergangenen 25 Jahren analysiert und gezeigt: Die tatsächliche Zinspolitik lässt sich damit gut erklären.

Ein krasser Ausreißer allerdings sind die Jahre 2002 bis 2005 – in dieser Zeit, in der die US-Leitzinsen auf historisch niedriges Niveau fielen, hätten sie laut „Taylor-Regel“ ein ganzes Stück höher sein sollen. Dann, so das Ergebnis einer Modellrechnung von Taylor, hätte sich der US-Immobilien- und Hypothekenmarkt nicht derart überhitzt.

Hat also die Fed nach der Jahrtausendwende mehrere Jahre bewusst gegen ihre eigenen Prinzipien verstoßen, fahrlässig eine zu lasche Geldpolitik gefahren und das Fundament für die heutige Krise gelegt?

„Nein“, wenden zwei europäische Geldpolitik-Experten und ehemalige Fed-Berater in einer jüngst veröffentlichten Studie ein. Bei Licht betrachtet, lasse sich der Vorwurf, die Fed sei ab 2002 von der „Taylor-Regel“ abgewichen, nicht halten, so das Fazit von Anastasios Orphanides, seit 2007 Gouverneur der Nationalbank Zyperns, und Volker Wieland, Professor an der Frankfurter Goethe-Universität.

Ihre Kernthese ist: Taylors Perspektive zur Bewertung der Geldpolitik ist nicht in allen Situationen gleichermaßen angemessen. Der Stanford-Ökonom nämlich beurteilt die Zinsentscheidungen rückblickend. Er misst sie an der tatsächlichen Entwicklung von Inflation und Wirtschaftswachstum. Beide Größen stehen aber erst im Nachhinein fest und lassen sich nicht in Echtzeit, sondern mit Zeitverzug verlässlich feststellen.

Orphanides und Wieland dagegen argumentieren: Um ein faires Urteil abzugeben, müsse man den Blick einnehmen, den die Notenbank in dem Moment der jeweiligen Zinsentscheidung hatte. Statt der erst später verfügbaren amtlichen Statistiken zu Inflation und Wachstum sollte man die Geldpolitik an den Prognosen messen, die

zum Zeitpunkt der Entscheidung gültig waren. Orphanides und Wieland analysieren daher alle Leitzinsentscheidungen der Fed zwischen 1988 und 2007 – sowohl mit der klassischen Taylor-Regel als auch anhand einer modifizierten Variante, in der statt der erst später veröffentlichten Ist-Daten für Inflation und Konjunktur die jeweiligen Prognosen der Notenbank einfließen.

Sie stellen fest: In der Mehrzahl der Fälle spielt es für das Ergebnis keine Rolle, ob man die „harten Daten“ oder die Prognosen verwendet. In einigen Situationen aber, in denen die Geldpolitik von der Taylor-Regel abweicht, lässt sich das Verhalten mit der modifizierten Variante erklären.

So erhöhte die Fed 1988 und 1994 die Leitzinsen jeweils schneller, als im Nachhinein an gemessen erscheint – die Notenbank sah Inflationsgefahren, die so nicht eintraten.

In den Jahren ab 2002 war zunächst das genaue Gegenteil der Fall, stellen Orphanides und Wieland fest: Wenn man die jeweiligen Fed-Prognosen aus dieser Zeit betrachtet, dann folgte die Notenbank bis Mitte 2004 damals sehr wohl der Taylor-Regel – nur entwickelte sich die Konjunktur besser als von der Notenbank erwartet.

Allerdings ändert sich das Bild ab der zweiten Jahreshälfte 2004. Von da an hätte auch die modifizierte Taylor-Regel à la Orphanides und Wieland eine „wesentlich aggressivere Straffung der Geldpolitik nahegelegt, als tatsächlich stattgefunden hat“, stellen die Wissenschaftler fest.

Dafür, dass die Fed anders agierte, gibt es allerdings eine schlüssige Erklärung: Damals ging in der Fed die große Sorge um, die US-Wirtschaft könnte in eine Deflation schlittern. „In der Wahrnehmung des Offenmarktausschusses bestand eine wichtige Asymmetrie mit Blick auf die Kosten einer möglicherweise falschen Geldpolitik“, schreiben Orphanides und Wieland.

Letztlich ist die Fed damals ein kalkuliertes Risiko eingegangen: Der Schaden, den eine zu straffe Geldpolitik anrichten könnte, erschien ihr größer als der einer zu laxen. Tatsächlich sind viele Ökonomen zu dem Ergebnis gekommen: Wenn eine Volkswirtschaft in einer Abwärtsspirale aus fallenden Preisen und sinkender Wirtschaftsleistung steckt, ist es schwer, aus dieser Falle wieder herauszufinden.

Nach dieser Logik wäre die heutige Finanzkrise der Preis, den wir für die Vermeidung eines noch größeren Desasters zahlen müssen.

„Economic Projections and Rules-of-Thumb for Monetary Policy“, von Athanasios Orphanides und Volker Wieland, Arbeitspapier für die Konferenz „Monetary Policy under Uncertainty“, der Federal Reserve Bank of St. Louis (Oktober 2007)

Kostenloser Download über www.handelsblatt.com/wissenswert

