

## Jahr der Wende

In den USA zeichnet sich eine allmähliche Normalisierung der Geldpolitik ab. Mit der Stabilisierung der Konjunktur, der Beruhigung an den Finanzmärkten und der verbesserten Kapitalisierung von Banken entfällt die Notwendigkeit von expansiven Anti-Krisenmaßnahmen. Anlass zur Normalisierung besteht genug, denn die lange ultraniedrigen Zinsen haben die „Jagd nach Rendite“ aufs Neue eröffnet und die Risikobereitschaft der Akteure etwa bei hochverzinslichen Anleihen und Aktien kräftig erhöht. Je länger die Niedrigzinspolitik anhält, umso stärker werden die Finanzmärkte davon abhängig und umso gravierender können die Reaktionen bei einer allfälligen Kurswende ausfallen.

Die amerikanische Notenbank (Fed) hat angekündigt, die unkonventionelle Liquiditätspolitik der monatlichen Anleihekäufe schrittweise zu reduzieren und in 2014 wohl ganz zurückzufahren. Erst danach werden Leitzinsanhebungen überhaupt in Erwägung gezogen. Ziel ist es, die Renditen an den Märkten für Staatsanleihen und Hypothekenkredit möglichst lange niedrig zu halten. Allerdings wird bei Erreichen der von der Notenbank selbst gesetzten Schwellen für die Arbeitslosigkeit (6,5%) und Inflation (2%) durchaus ein Erwartungsdruck der Märkte im Hinblick auf Zinserhöhungen zu spüren sein.

Wie sieht es mit Ausstiegsszenarien bei der EZB aus? Noch vor kurzem hat sie angekündigt, Ihren Expansionskurs fortzusetzen und ihn notfalls weiter zu verschärfen. Auf den ersten Blick hat sie gute Argumente. Die Euro-Schuldenkrise ist noch nicht gelöst und der Bankenmarkt noch nicht wieder voll funktionsfähig. Zudem ist die Inflation in den letzten Monaten unter den Referenzwert der Zentralbank gefallen. Aber es gibt auch unbestreitbare Risiken einer allzu lange expansiven Politik: Finanzmärkte neigen zur Übertreibung, Regierungen lassen in ihrem Reformeifer nach und es findet eine ziemlich gewaltige Umverteilung zwischen Sparern und Kreditnehmern statt. Die EZB sollte daher zumindest im Hinblick auf das Zinsniveau ihren Lockerungskurs bald verlassen. Das Liquiditätsangebot der Zentralbank an die Geschäftsbanken sollte allerdings ausreichend hoch bleiben, um zu verhindern, dass über Liquiditätsengpässe des Bankensystems spekuliert wird. Aber warum muss die Liquidität dem Bankensystem nahezu kostenfrei zur Verfügung gestellt werden? Eine Zeit lang war das berechtigt, um den Banken zusätzliche Gewinne zu ermöglichen, damit sie ihre Kapitalbasis stärken können. Aber es darf kein Dauerzustand werden. Etwas höhere Leitzinsen wären verkraftbar, sie würden es für liquiditätsstarke Institute attraktiver machen, am Geldmarkt Mittel anzubieten (insbesondere bei EZB Einlagezinsen von null). Liquiditätssuchende Institute würden schneller notwendige Bilanzanpassungen vornehmen, um die volle Geldmarktfähigkeit und bessere Konditionen zu erlangen.

Ein rascher Schwenk in der Zinspolitik der EZB würde zurzeit sicher Erstaunen hervorrufen. Aber er könnte angesichts der absehbaren Konjunkturerholung ein gesundes Signal an die Finanzmärkte sein, dass die monetäre Alimentation nicht dauerhaft weitergehen wird. Zwar läge ein Risiko in einer möglichen Aufwertung des Euro, aber diese ist angesichts der zeitgleichen Kurskorrektur der Fed keineswegs zwangsläufig.