

## Fed: Bald nominales BIP-Ziel?

### Description

Das diesjährige Zentralbanker-Treffen Ende August in Jackson Hole muss eine triste Angelegenheit gewesen sein. Ehemals galten sie als „masters of the universe“, jetzt nagen Selbstzweifel an ihnen, schreibt die [FT](#).

Auch vier Jahre nach dem offenen Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008 ist die Arbeitslosigkeit in den entwickelten Ländern hoch, so hoch, dass Fed-Chef Bernanke auf dem Treffen sagte, er sei tief besorgt über den stagnierenden Arbeitsmarkt. Nach dem durch Keynesche Anreizprogramme angeschobenen Crack-up Boom verliert die Wirtschaft aktuell an Momentum.

EZB-Draghi hat in der zurückliegenden Woche an die „Märkte“ geliefert – die [EZB mutiert nun von einer Institution, deren erste Aufgabe es ist, für stabile Preise zu sorgen, zur letzten Instanz der Eurorettung](#). Von der Fed werden mit der am Donnerstag endenden FOMC-Sitzung Beschlüsse erwartet, wie sie der Wirtschaft helfen kann. Deren Zustand hatte Bernanke in Jackson Hole als alles andere als zufriedenstellend bezeichnet. Die Erwartungen sind hoch.

„Ich bin ein wenig, vielleicht mehr als nur ein wenig besorgt über die Zukunft des central bankings,“ sagte James Bullard, Präsident der Fed von St Louis. „Wir hatten permanent das Gefühl, dass da Licht am Ende des Tunnels kommt und sich die Dinge normalisierten. Aber bis jetzt ist das nicht eingetreten.“

Haben die Zentralbanker bei den jetzt erreichten Niedrigzinsen noch die Macht, die wirtschaftliche Nachfrage zu steuern? Wenn die Geldpolitik so effektiv ist, wie immer gesagt, warum wächst die Weltwirtschaft dann nicht schneller? Fragen, um die es in Jackson Hole ging.

Warum hat QE nicht (besser) funktioniert? Eine Antwort weist auf strukturelle Veränderungen etwa beim Sparverhalten (v.a. in Asien) oder bei der veränderten Einkommensverteilung zwischen Arbeit und Kapital. Eine andere Antwort ist schlicht, QE & Co funktionieren beim jetzt erreichten Zinsniveau nicht mehr. Die dritte Meinung wird z.B. von Bernanke vertreten: Die Werkzeuge funktionieren schon, so hätte etwa Deflation verhindert werden können. Ihre Wirkung wird aber gebremst durch den Abbau von Überschuldung. Die Schlussfolgerung der meisten Notenbanker: Beim nächsten Mal muss die Dosis erhöht werden.

Was könnte das FOMC der Fed beschließen? Es könnte sein Versprechen, die Zinsen bis Ende 2014 tief zu halten, ausdehnen, es könnte aber auch die Habenzinsen, die die Fed den Banken für



Überschussreserven zahlt, von 0,25% auf null oder sogar noch darunter setzen. Eine weitere, große QE-Runde ist weniger wahrscheinlich – siehe [hier](#). Die beiden anderen Alternativen sind in der aktuellen Situation wohl nicht das, was sich die „Märkte“ erhoffen. Ein Anleihenkauf-Programm mit Hypothekenspapieren im Fokus dürfte hingegen noch nicht vollständig "eingepreist" sein.

Die Bank von England hat kürzlich einen Schwenk bekannt gegeben, weg vom Kauf von Staatsanleihen hin zu direkteren Maßnahmen, die Zinskosten von Konsumenten und Unternehmen zu drücken. Dieser Schritt bedeutet jedoch auch, dass die Zentralbank (höhere) Risiken in ihre Bücher nimmt.

Das wäre auch eine Option für die Fed, um die wirtschaftliche Nachfrage zu stärken. Aber in Anbetracht der Tatsache, dass die Zinsen bereits so tief gesunken sind, dass eine „natürliche“ Grenze, nämlich die Nulllinie, nicht mehr weit ist, werden die Spielräume für die „normalen“ geldpolitischen Maßnahmen, die ja alle auf die Steuerung der Zinsen abzielen, immer kleiner.

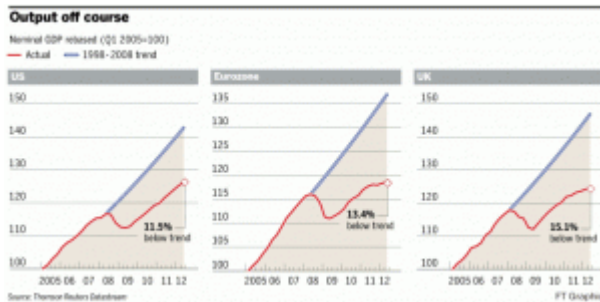
Bevor gar nichts mehr geht und die Zentralbanker zu den allerletzten Mitteln greifen, etwa dem Friedman'schen Abwerfen von Banknoten aus Hubschraubern oder der direkten Staatsfinanzierung durch die Notenbanken, hat **Michael Woodford von der Columbia University ihnen in Jackson Hole mit "NGDP level targeting" einen viel beachteten Plan dargelegt** (siehe kurze Stellungnahme [hier](#), Originalpapier [hier](#)).

Er sagt, QE sei nicht besonders effektiv gewesen, weil die durch sie verursachte Ausweitung der Geldbasis nur als zeitweilig angesehen wurde. Erst wenn die Wirtschaftssubjekte von einer permanenten Ausweitung ausgingen, würden sie erwarten, dass die zukünftigen Preise und die Nominaleinkommen nachhaltig steigen. Dann erst würden Konsumenten und Unternehmen ihre nominalen Ausgaben dauerhaft ausweiten.

Woodford sagt weiter, auch die von der Fed gegebene Aussicht, die kurzen Zinsen lange niedrig zu halten, hätte nahezu nichts bewirkt, um die Wirtschaft zu robustem Wachstum zurückzuführen. Sofern sie dies getan hat, weil sie eine schwächere Wirtschaft erwarte, erhalte sie damit nur den Status quo eines schwachen, anemischen Wachstums aufrecht.

Der größte Teil des Falls etwa der 10-jährigen Bonds von über 5,1 auf 1,6% lässt sich durch die schwache Wirtschaft und die Erwartung weiterer Schwäche selbst erklären, sagt Woodford. Zwar spielten auch strukturelle Faktoren eine Rolle, aber hauptsächlich seien zyklische Faktoren am Werk gewesen. Ironischerweise könnte die Fed durch ihren Einfluss auf die globalen geldpolitischen Bedingungen die wirtschaftlichen Erwartungen schon dadurch umdrehen, dass sie für eine Steigerung bei den langfristigen Zinsen sorgt. In gewissem Sinne ist die Fed verantwortlich für die niedrigen Zinsen, aber nicht so, wie die meisten meinen.

Woodford schlägt vor, dass die Fed ein solches Ziel für das nominale BIP setzt, das das BIP wieder auf den Wachstumspfad wie vor der Krise zurück führt (siehe Chart!). Das zieht zwei wesentliche Änderungen für die Politik der Zentralbanken nach sich. Sie müsste die gesamten Ausgaben in der Wirtschaft adressieren, denn das nominale BIP schließt reales Wachstum und Inflation ein und sie müsste einen bestimmten, anzupeilenden nominalen BIP-Pegel, nicht eine bestimmte Wachstumsrate, kommunizieren.



So lange das BIP-Ziel nicht erreicht ist, müsste die Zentralbank folgerichtig eine höhere Inflation zulassen. Wenn sie das den Wirtschaftssubjekten überzeugend vermitteln kann, so die Überlegung, werden diese keinen Grund mehr haben, ihre Ausgaben zurückzuhalten. Im Gegenteil, sie werden ihre wirtschaftlichen Aktivitäten verstärken, das Wachstum zieht an, die nominalen Einkommen und Gewinne steigen, die Ausgaben steigen weiter.

In einer Zeit, in der die Wirtschaft so weit weg ist vom Vor-Krisen-Pfad, wäre eine Menge Inflation erforderlich, um das gesetzte BIP-Ziel zu erreichen...

Und immer wieder Goldman Sachs: Vor gut einem Jahr, im Oktober 2011, hatte die Bank schon einmal vorgeschlagen, die Fed sollte einen BIP-Zielpfad ansteuern und ihre Geldpolitik entsprechend weit lockern. Die Idee, ein nominales BIP anzusteuern, ist nicht neu. Die Goldman-Volkswirte zitierten dazu eine Studie aus dem Jahre 1994 von Robert Hall und Gregory Mankiw. Diese rieten auch, einen Wert des nominalen BIP als Ziel festzulegen und nicht eine bestimmte Wachstumsrate. Das reale BIP sei eng korreliert mit der Beschäftigung, das nominale BIP beinhalte die Preisentwicklung, so schließt das BIP-Ziel beide geldpolitischen Aufgabenfelder der Fed ein, schreiben die „Goldmänner“.

Die meisten Ökonomen sehen eine „natürliche“ Arbeitslosigkeit bei 5 bis 6%, da bleibt angesichts der aktuellen Arbeitslosigkeit in den USA von deutlich über 8% viel Raum für reales Wachstum und –erst recht– für Inflation. Vorausgesetzt, das (mehr oder weniger) psychologische Kalkül von Woodford funktioniert.

Ich halte es für gut möglich, dass das FOMC der Fed in dieser Woche die ersten Hinweise gibt, künftig in Richtung der Politik eines nominalen Wachstumsziels zu agieren.