

Für einfache Regeln in der Geldpolitik

Vor der Krise signalisierten Inflationsrate und Wirtschaftswachstum, dass die Politik der Fed zu locker war – Wachstum durch lockere Geldpolitik nicht nachhaltig

Von Volker Wieland*)

Börsen-Zeitung, 11.5.2011
Zu viel oder zu wenig Geld? Wenn's ums eigene Portemonnaie geht, eher zu wenig, denken jetzt wohl die allermeisten. Geht es um die gesamte Wirtschaft, fällt die Antwort etwas komplizierter aus. Jedenfalls ist die



Frage nach der angemessenen makroökonomischen Liquidität nicht nur akademischer Natur, wie auch die globale Finanzkrise gezeigt hat. So ist es nicht überraschend, dass diese Frage zurzeit von den G20 – der Gruppe der wichtigsten Industrie- und Schwellenländer – diskutiert wird, zuletzt im Rahmen eines High-Level-Seminars mit Frankreichs Präsident Nicolas Sarkozy und dem chinesischen Vizepremier Wang Qishan sowie den G20-Finanzministern und Zentralbankpräsidenten im März in Nanking.

Exzesse verhindern

Ursache der Finanzkrise war, dass Akteure an den Finanzmärkten in intransparenter Weise exzessive Risiken eingegangen sind. Ermöglicht wurde dieses Verhalten durch laxer Regulierung, mangelnde Aufsicht und eine zu lockere Geldpolitik, die in ihrem Zusammenwirken eine wahre weltwirtschaftliche Liquiditätsflut auslösten. Das damit einhergehende Wachstum war zu einem guten Teil nicht nachhaltig. Mit Ausbruch der Krise verflüchtigte sich die Liquidität – genauer gesagt Risikoprämien schossen noch oben und

Kredit wurde knapper – und die Konjunktur brach ein. Zentralbanken versorgten den Finanzsektor massiv mit günstiger Liquidität, um Deflation zu vermeiden und neues Wachstum zu erleichtern.

Inzwischen ist die Weltwirtschaft wieder gut in Fahrt gekommen. Aufgabe der Politik ist es nun, neue finanzielle Exzesse zu verhindern. Zentralbanken müssen die Liquiditätsbedingungen, also Preis- und Mengensignale, im Auge behalten. Unangemessen niedrige Geldmarktzinsen und Zinsspreads oder übertriebenes Geldmengen- und Kreditwachstum sind zu vermeiden.

Die geldpolitischen Entscheider benötigen dazu verlässliche Richtwerte. Manche Kommentatoren halten Liquidität für ein schwer fassbares, ja undefinierbares Konzept, umso mehr auf globaler Ebene. Sie unterschätzen jedoch die Nützlichkeit einfacher Bezugsmarken, wie zum Beispiel die bekannte Taylor-Regel. Sie liefert einen einfach zu berechnenden Richtwert für den Geldmarktzins abhängig von der aktuellen Inflationsrate und der Abweichung des realen Bruttoinlandsprodukts vom gesamtwirtschaftlichen Potenzial. In den Jahren vor der Krise signalisierte die Taylor-Regel einen zu lockeren Kurs der US-Notenbank Federal Reserve (Fed), die den Geldmarktzins zu lange zu niedrig gehalten hatte. Begründet wurde dies von den Vorsitzenden Alan Greenspan und Ben Bernanke mit extrem niedrigen Inflationsprognosen, die sich jedoch nicht erfüllten. Diese einfache Regel, die 1993 von Professor John B. Taylor an der Stanford-Universität entwickelt wurde, signalisierte also deutlich, dass Liquidität zu günstig war.

Auf der jährlichen Zentralbankerkonferenz in Jackson Hole zeigte Taylor im Sommer 2007, dass die anhaltende Abweichung der Fed-Politik von dieser Regel den „Subprime“-Immobilienboom in den USA befeuert hatte. Ein erster Ansatz für die Zukunft wäre also, einfache



Volker Wieland

chen Bezugsgrößen wie der Taylor-Regel in der praktischen Geldpolitik mehr Gewicht zu geben. Abweichungen wären natürlich möglich, müssten aber explizit erklärt und relativ zu den Empfehlungen der Regel gerechtfertigt werden.

Vermögenspreise, zum Beispiel für Immobilien oder Aktien, stiegen in den Jahren vor der Krise rasch in schwindelnde Höhen. Für die Zukunft raten nicht wenige Experten deshalb den Zentralbanken, explizit gegenzusteuern, um so automatisch möglichen Preisblasen zu entgegen. Zum Beispiel könnte die Zentralbank Zinserhöhungen über jenen Zinssatz, den die Taylor-Regel aufgrund der aktuellen Inflations- und Wirtschaftsentwicklung empfiehlt, hinaus als Reaktion auf einen Anstieg der Vermögenspreisinflation vornehmen. „Lean against the wind“ ist das gebräuchlichste Schlagwort für diese Politik. Das hört sich einfacher an, als es ist.

EZB handelte zu spät

Es gibt viele Arten von Vermögenspreisen, und sie sind oft kurzfristig großen Schwankungen ausgesetzt. Nicht nur Aktien und Immobilien, sondern auch Rohstoffe wie Erdöl und Erdgas, Edelmetalle wie Gold und Silber oder gar Grundnahrungsmittel werden als Anlagewerte an den Weltmärkten gehandelt und ma-

chen öfter spekulative Boomphasen durch. Welcher Preis oder welcher Index ist nun der richtige? Erfahrung haben wir darin nicht gerade viel. Vor lauter Bäumen ist dabei der Wald leicht zu übersehen. Dagegen können wir festhalten: Wäre die einfache Taylor-Regel vor der Krise in den USA angewendet worden, wären die Geldmarktzinsen für mehrere Jahre höher ausgefallen und hätten die Finanzierungsbedingungen am Immobilienmarkt deutlich verschärft.

Die Liquiditätsflut vor der Krise schlug sich natürlich auch in Mengengrößen wie dem Geldmengen- oder Kreditwachstum nieder. Eine wichtige Rolle in der Zunahme der Risikobereitschaft spielte auch ein zunehmender Grad der Fremdfinanzierung von Finanzinvestitionen, gerade mittels Interbank- und grenz- und währungsüberschreitender Kredite. Diese Anzeichen wurden nicht immer gut erkannt oder verstanden. Exzessives Geldmengen- und Kreditwachstum wurde zwar von manchen Experten kritisiert, stieß aber in der sogenannten Inflationssteuerungsstrategie, die von vielen Zentralbanken angewendet wird, auf wenig Aufmerksamkeit.

Im Unterschied zu den meisten anderen Zentralbanken führender Industrienationen setzte die Europäische Zentralbank (EZB) in ihrer Strategie von Anfang an auf eine besondere Rolle der mittelfristigen Geldmengenentwicklung. Dabei übernahm sie nicht die Geldmengensteuerung der Bundesbank mit einer expliziten Zielrate für das Wachstum der Geldmenge, sondern sprach von „Cross-Checking“, also einer Gegenprüfung der kurzfristigen Inflations- und Wachstumsprognosen durch die mittel- bis längerfristige Entwicklung monetärer Trends. EZB-Präsident Jean-Claude Trichet hat wiederholt bestätigt, dass die EZB aufgrund ihrer monetären Analyse im Dezember 2005 beschloss, den Zentralbankzins zu erhöhen – nach fast zweieinhalb Jahren bei einem Satz von 2%.

Er wird zudem nicht müde zu wiederholen, dass die EZB sich damals entgegen den Empfehlungen internationaler Institutionen wie des Internationalen Währungsfonds (IWF) oder der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) für eine Zinswende entschied, die doch rückblickend offensichtlich richtig war. Eine einfache formale Interpretation des monetären „Cross-Checking-Ansatzes“ in der geldpolitischen Strategie wurde erstmals auf dem Kongress der Europäischen Ökonomenvereinigung im

Serienstart

bal – Die Geldpolitik der Industrieländer steht am Scheideweg: Während in der Eurozone die Wende der Geldpolitik bereits begonnen hat, hält die Federal Reserve in den USA noch alle Schleusen offen. Doch nicht nur die Frage, wohin die künftigen Leitzinsen steuern, steht im Fokus. Ökonomen diskutieren auch über die grundsätzliche Ausrichtung der Geldpolitik. Deshalb startet die Börsen-Zeitung eine Serie von Gastbeiträgen zum Thema: „Geldpolitik am Scheideweg“.

Jahr 2006 in Wien vorgestellt (siehe Beck, Günter und Volker Wieland, Money in Monetary Policy Design: A Formal Characterization of ECB-Style Cross-Checking, Journal of the European Economic Association, May 2007).

Damit lässt sich unschwer nachvollziehen, inwieweit der empfohlene Richtwert der Taylor-Regel bei anhaltend überhöhtem Trendwachstum der Geldmenge nach oben angepasst werden kann. Dabei muss das Geldmengenaggregat M3 als Maß der monetären Liquiditätsentwicklung nicht das letzte Wort sein. Hier

ist die Forschung gefragt, weitere Maße der Geld- und Kreditdynamik zu entwickeln und auf ihre Wirkung in Politikanalysen zu testen. Festzuhalten ist jedoch, dass die historische Anwendung der oben genannten Regel des „Cross-Checking“ nicht erst im Dezember 2005, sondern schon mehr als ein Jahr früher eine Zinswende in der Eurozone eingeleitet hätte. Somit wäre der Geldhahn für Immobilienbooms in Teilen der Eurozone wie Spanien, Irland oder Griechenland deutlich früher abgedreht worden.

Transparentere Fiskalpolitik

Zentralbanken können also die Wahrscheinlichkeit von Liquiditätsexzessen reduzieren, indem sie mehr Gewicht auf einfache Regeln legen – insbesondere die Taylor-Regel bei Gegenprüfung monetärer Trends. Abweichungen von der Regel sollten explizit kommuniziert und erklärt werden. So würde die Geldpolitik transparenter. Regelbezogene Entscheidungsfindung hilft, Unsicherheit und Verwirrung seitens der Finanzmärkte zu vermeiden.

Ganz nebenbei gesagt: Dies gilt natürlich nicht nur für die Geldpolitik, sondern umso mehr für die Defizit- und Schuldenpolitik der Regierungen. Einfache Regeln, wie die Maastricht-Defizit- und -Schuldenkriterien, sowie eine explizite Schuldenbremse helfen, Krisen in den Staatsfinanzen zu vermeiden. Doch wie unschwer zu erkennen ist, dominiert auf der fiskalpolitischen Seite zu oft die diskretionäre Entscheidung aus der Tagespolitik heraus.

*) Volker Wieland lehrt als Professor an der Goethe-Universität Frankfurt unter anderem Geldtheorie und -politik und ist Gründungsprofessor am Institut für Geld- und Finanzstabilität (IMFS). Im nächsten Teil der Serie schreibt Thomas Mayer, Chefvolkswirt der Deutschen Bank, zum Thema: Währungsunion ohne politische Union?