

Damit die Liquiditätsfalle nicht zuschnappt

Schwieriger Kampf gegen hartnäckige Deflationserwartungen

Von unserem Wirtschaftskorrespondenten in Frankfurt, Christoph Eisenring

Wenn die Wirtschaft schrumpft und gleichzeitig die Preise sinken, kann die Zinspolitik der Notenbank unwirksam werden. Sie sollte deshalb alles tun, um eine solche Liquiditätsfalle zu vermeiden, sagt der Geldtheoretiker Volker Wieland von der Universität Frankfurt. Dies schliesst paradoxerweise ein rasches Senken des Leitzinses auf gegen null ein.

Frankfurt, im Februar

Die Europäische Zentralbank (EZB) will vermeiden, dass die Wirtschaft der Euro-Zone in eine Liquiditätsfalle gerät. Was darunter zu verstehen ist, mochte EZB-Präsident Jean-Claude Trichet im Anschluss an die jüngsten geldpolitischen Entscheidungen der Notenbank allerdings nicht diskutieren. Trichet schickte nur nach, dass er mit einer solchen Situation einen sehr niedrigen Zinssatz verbindet und dass die EZB davon Abstand halten sollte. Derzeit liegt der Leitzins, zu dem sich die Banken bei der EZB Geld borgen können, bei 2%. Für Volker Wieland, Professor für Geldtheorie und -politik an der Goethe-Universität Frankfurt, charakterisieren neben einem Leitzins nahe null zwei weitere Elemente eine Liquiditätsfalle: Zum einen herrscht Deflation, das heisst, das allgemeine Preisniveau sinkt, und keiner rechnet damit, dass sich das in absehbarer Zeit ändert. Zum anderen befindet sich die Wirtschaft in einer Rezession.

Notfalls Zinsen auf gegen null senken

Wenn in einer solchen Situation die Bürger mit einem verschärften Preisrückgang rechneten, führe das zu höheren realen Zinsen, argumentiert Wieland. Höhere Realzinsen verringern die Investitions- und Konsumbereitschaft. Deflation kann Firmen in Schwierigkeiten bringen, weil ein Unternehmen real mehr von seinem Ertrag für die Bedienung und Tilgung seiner Schulden aufwenden muss (vgl. Kasten). Die Folge ist, dass viele Investitionsprojekte unprofitabel werden. Die Wirtschaft schrumpft noch stärker, und die Preise gehen noch mehr zurück. Dieser Abwärts spirale mit sich selbst erfüllenden Deflationserwartungen könne die Zentralbank nicht mit Leitzinssenkungen begegnen, wenn der Zins schon nahe null liege, führt Wieland aus. Sie stecke in der Liquiditätsfalle.

Könnte die Notenbank den Banken in diesem Fall nicht eine Prämie bezahlen, wenn sich diese bei ihr Geld leihen, statt einen Zins zu verlangen? Eine solche Prämie wäre gleichbedeutend mit einem negativen Leitzins, erklärt Wieland. Doch bei einem negativen Zins würden die Haushalte Bargeld im Tresor horten, statt das Geld auf die Bank zu bringen. Eine Vergrösserung der Geldmenge kann den Geldmarktsatz nicht weiter nach unten drücken. Ein negativer Nominalzins wirkt nämlich wie eine Steuer auf Bankguthaben. Bargeld ist dagegen eine Anlage, die einen Nominalzins von null bringt. Die konventionelle Geldpolitik stösst deshalb bei einem Nominalzins von 0% an ihre Grenzen.

«Quantitative Lockerung» kann helfen

Wie lässt sich nun die Wirtschaft aus der Liquiditätsfalle befreien? Prägend für eine Abwärts spirale sind die Deflationserwartungen. Denn diese bestimmen den Realzins. Und wenn sich im Publikum die Erwartung von einem scharfen und lang anhaltenden allgemeinen Preisrückgang festgesetzt hat, dann sind die langfristigen Realzinsen hoch. Damit ist auch das Rezept klar: Die Notenbank muss die Leute davon überzeugen, dass die Preise künftig wieder steigen werden. Diese Erwartungen senken den Realzins, was Investitionen und den Konsum ankurbelt. Allerdings ist dieses Drehen der Erwartungen um 180 Grad für eine Notenbank nicht einfach. Deshalb sollte sie Massnahmen ergreifen, sobald sich eine Deflation abzeichnet, rät der Experte.

Wieland spricht sich dafür aus, den Leitzins rasch auf gegen null zu senken, wenn eine Liquiditätsfalle droht. Damit könne den Deflationserwartungen die Spitze gebrochen werden. Reiche dies nicht, sollte die Notenbank auf die «quantitative Lockerung» übergehen, empfiehlt er. Darunter versteht man den Kauf längerlaufender Wertpapiere durch die Notenbank. Hier stimmt er mit dem zypriotischen EZB-Ratsmitglied Athanasios Orphanides überein. Das überrascht nicht, da Wieland und Orphanides diesen Fall vor einigen Jahren zusammen in einem Forschungspapier durchgespielt haben. Was ist der Effekt einer «quantitativen Lockerung»? Mit dem Kauf längerfristiger Wertpapiere kann die Zentralbank die Zinsaufschläge, die mit diesen Wertpapieren im Vergleich zu kurzfristigen Anlagen verbunden sind, nach unten drücken. Sinken die längerfristigen Zinsen, macht das Investitionen in Maschinen oder Gebäude attraktiver. Durch die zusätzliche Nachfrage würde die Deflation bekämpft. Im Zug einer solchen Intervention stiege auch die Geldmenge relativ zu anderen Anlagen, was Deflationserwartungen vertriebe.

Rasche Zinssenkungen und allenfalls eine «quantitative Lockerung» seien aber nur ange-sagt, wenn eine anhaltende Deflation und damit eine Liquiditätsfalle drohe, präzisiert Wieland. In einer solchen Situation sieht er die Euro-Zone derzeit aber nicht. So liegt gegenwärtig die Kerninflationrate, also die Teuerungsrate ohne die stark schwankenden Energie- und Nahrungsmittelpreise, noch immer bei 2%. Trichet sagt zwar voraus, dass der Konsumentenpreisindex 2009 in einzelnen Monaten sinken könnte. Der Grund liegt in der extremen Aufwärts- und Abwärtsbewegung des Ölpreises im vergangenen Jahr. Bis zur Jahresmitte wird die Inflationsrate deshalb sehr niedrig oder sogar negativ sein und wird dann gegen das Jahresende hin wieder ansteigen. Ein vorübergehend sinkendes Preisniveau, das mit billiger werdenden Rohstoffen zu tun habe, lasse sich aber nicht mit einer drohenden Liquiditätsfalle gleichsetzen, sagt Wieland.

Beschränkte Wirkung der Fiskalpolitik

Eine Notenbank kann auch in ihrer Strategie Vorkehrungen treffen, damit sie nie in eine Liquiditätsfalle tapt. Sie sollte gemäss Wieland stets ein geringes Mass an Inflation zulassen. Dies

führe dazu, dass die Bürger längerfristig mit Inflation rechneten, was im Schnitt auch etwas höhere Nominalzinsen bedeute. Es bleibe dann mehr Spielraum, um rezessive und deflationäre Entwicklungen, wie sie bei einer Finanzkrise auftreten könnten, zu bekämpfen. Dieses Postulat erfüllt die EZB mit ihrer Definition von Preisstabilität, die sie mit einer Teuerungsrate von mittelfristig «unter, aber nahe 2%» gleichsetzt. Die Bekämpfung deflationärer Tendenzen war das zentrale Argument der EZB für die Strategierevision im Frühling 2003. Zuvor hatte sie stabile Preise mit einer Teuerungsrate von «unter 2%» verbunden, was man mit einer Rate in der Mitte von 0% und 2%, aber auch nahe 0% hatte interpretieren können.

Von keynesianisch inspirierten Ökonomen werden oft Konjunkturprogramme als Mittel propagiert, um aus der Liquiditätsfalle zu kommen. Hier ist die Idee, über eine Erhöhung der Staatsausgaben oder eine Senkung der Steuern die Nachfrage zu beleben. Sobald auf diese Weise die Wirtschaft an Kapazitätsgrenzen stösst, steigt der Druck, die Preise zu erhöhen. Damit könnte Deflationserwartungen der Boden entzogen werden. Wieland bestreitet nicht, dass solche Konjunkturprogramme temporär die Nachfrage heben. Er befürchtet aber, dass sich dadurch bei den Bürgern nicht die Erwartung steigender Preise verankern lässt. Aus einer Liquiditätsfalle befreie man sich damit nicht unbedingt. So habe man in Japan Ende der Neunziger über längere Zeit versucht, die Wirtschaft auf diesem Weg aus der Deflation und der Rezession zu führen – mit mässigem Erfolg. Aus seiner Sicht bringt die «quantitative Lockerung» eher die gewünschten Effekte.