
WHITE PAPER

JULY 2009

Dem Druck Standhalten©

Volker Wieland

Erschienen am 13.07.2009
in der Wirtschafts Woche



Policy Network
Goethe-Universität Frankfurt ■ House of Finance
Grüneburgplatz 1 ■ 60323 Frankfurt ■ Deutschland
Telefon: +49 (0)69 798-30050 ■ Fax: +49 (0)69 798-30077
www.hof.uni-frankfurt.de/policy-network

Dem Druck standhalten

Volker Wieland

Für ein Ende der expansiven Geldpolitik ist es zu früh. Doch wenn die Inflationserwartungen steigen, muss die EZB trotz aller Widerstände den Leitzins erhöhen, sagt Volker Wieland.

Unbegrenzt Geld für nur 1,0 Prozent Zins! Erstmals für ein ganzes Jahr! Das Angebot der Europäischen Zentralbank (EZB) am 24. Juni stieß bei den Banken auf großes Interesse. Sie besorgten sich 442 Milliarden Euro frisches Geld, das entspricht nahezu fünf Prozent des Bruttoinlandsprodukts der Euro-Zone im Jahr 2008. Doch einen großen Teil der neuen Gelder deponierten die Banken sofort wieder bei der EZB - obwohl dies für sie bei 0,25 Prozent Einlagezins ein Verlustgeschäft ist.

Manche Politiker und Experten klagen daher einmal mehr, das Geld komme bei Unternehmen nicht an. Man müsse mehr Druck auf die Banken ausüben oder sie umgehen und weiteres Geld direkt in die Wirtschaft pumpen. Gleichzeitig werden aber auch Stimmen laut, dass die aktuelle Liquiditätsschwemme bereits das Risiko einer neuen Spekulationsblase in sich trage. Einige beschwören eine hohe Inflationsgefahr und fordern den Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik. Was ist nun richtig? Benötigt Euroland noch mehr Liquidität als Schmiermittel, sodass das Wirtschaftsgetriebe wieder rund läuft? Oder muss die EZB die Liquidität wieder abschöpfen, damit Aktien-, Immobilien- und Güterpreise nicht erneut die Bodenhaftung verlieren?

Wichtig ist, klar zwischen der akuten Krisenbekämpfung heute und Maßnahmen zur Krisenvermeidung in der Zukunft zu unterscheiden. Auf die Verschärfung der Finanzkrise im Herbst 2008 und den dramatischen Konjunkturereinbruch reagierten die Notenbanken weltweit mit drastischen Leitzinssenkungen.

Dieser Spielraum ist jedoch begrenzt. Geldmarktzinsen fallen nicht unter null, sonst würden Anleger lieber Bargeld horten. Für Unternehmer, die neue Projekte finanzieren wollen, zählt die reale Verzinsung. Wenn sie wegen der Nachfrageschwäche mit fallenden Absatzpreisen rechnen müssen, können sie auch den scheinbar günstigen Kredit nicht mehr zurückzahlen. Ihr Investitionsverzicht verstärkt die Rezession und den Preisverfall. Die Notenbank muss dem deflationären Druck mit zusätzlichen Maßnahmen entgegenwirken.

Der jüngste Vorstoß der EZB ist ein Beispiel dafür. Längerfristige Geldmarktzinsen liegen in der Regel über dem Tagesgeldsatz und damit weiter weg von der Nullzinsgrenze. Die EZB hat diesen Spielraum genutzt, um die längerfristigen Zinsen nach unten zu drücken. Inzwischen liegt sogar der Euribor- Zins, also der Preis für nicht besichertes Einjahresgeld am Geldmarkt, unter dem vergleichbaren US-Zins. Am Geldmarkt sind die Risikoprämien seit Herbst deutlich zurückgegangen. Seit März haben auch die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen stark nachgegeben.

Die Notenbank kann zusätzlich auf direktem Weg Geld in die Wirtschaft pumpen, indem sie Wertpapiere aufkauft. Diese "quantitative Lockerung" ist die konsequente Fortführung der Geldpolitik bei einem Leitzins nahe null. So kann die Zentralbank die Geldmenge weiter erhöhen; die EZB etwa wird Pfandbriefe im Umfang bis zu 60 Milliarden Euro direkt auf ihre Bilanz nehmen.

Reicht das dann aus - oder hat die EZB bereits zu viel getan? Ein Maßstab ist die Inflationsprognose der EZB. Im Mai lag sie für 2010 bei 0,6 bis 1,4 Prozent und damit unter dem

EZB-Ziel von knapp zwei Prozent. Nach dieser Prognose, wäre jetzt eher mehr und nicht weniger geldpolitische Lockerung angesagt. Für den Ausstieg ist es noch zu früh. Erst wenn die Inflationserwartungen steigen und die Konjunktur anzieht, muss die EZB die Liquidität abschöpfen. Im Vergleich zur Fed und der Bank of England hat sie nur begrenzt Wertpapiere eingekauft und kann aus diesem Programm leicht aussteigen. Ein gewisses Verlustrisiko ergibt sich aus der Qualität der Sicherheiten aus den Refinanzierungsgeschäften mit den Banken. Bedeutende Zahlungsausfälle sind aber aufgrund der Staatsgarantien für Banken kaum zu erwarten. Das größte Problem liegt in der politischen Durchsetzbarkeit von Zinserhöhungen - sie dürften in eine Zeit hoher Arbeitslosigkeit und wachsender Schuldenberge fallen. Hier steht die EZB vor einer Bewährungsprobe: Sie muss ihre Unabhängigkeit verteidigen und dem politischen Druck standhalten.

Die Fed wird es schwerer haben, einen Anstieg der Inflation zu vermeiden, da sie laut Statut nicht nur für Preisstabilität sorgen soll, sondern auch für Wachstum und Beschäftigung. Im Windschatten der Rettungsmaßnahmen für USFinanzinstitutionen ist sie in eine gewisse Abhängigkeit vom Finanzministerium geraten.

Die lockere Geldpolitik der Fed zwischen 2002 und 2005 war ein treibender Faktor für die Spekulation am Immobilienmarkt. Ohne billiges Zentralbankgeld wären die Immobilienpreise nicht so schnell gestiegen. Erst das Platzen der Blase löste die Finanzkrise aus. Die Fed wich zudem 2002 und in den Folgejahren systematisch von ihrer früheren Zinspolitik ab. Sie reagierte weniger auf die beobachtete Inflation als in früheren Jahren. Dabei konzentrierte sie sich wohl zu sehr auf die Prognosen einer Kerninflationsrate gemessen durch den Konsumdeflator, der später revidiert werden musste.

Für die Zukunft gilt daher: Die Notenbanken sollten sich an Regeln orientieren. Regelbezogene Geldpolitik reagiert systematisch, also berechenbar auf Abweichungen von ihrem Politikziel. Im Gegensatz zur Fed achtet die EZB besonders auf die längerfristige Geldmengenentwicklung. Die monetäre Analyse gab laut EZB-Präsident Trichet den Ausschlag für den Beginn des Zinserhöhungszyklus Ende 2005. Allerdings schlug die monetäre Säule schon früher Alarm und hätte raschere Zinssteigerungen gerechtfertigt. Für die Zukunft sollten Notenbanken monetäre Trends stärker in ihr Kalkül einbeziehen.

Volker Wieland, 43, ist seit 2000 Professor für Geldtheorie und -politik an der Universität Frankfurt. Zuvor arbeitete er als Makroökonom im Forscherstab der amerikanischen Notenbank in Washington.