

Medien

Presse und Öffentlichkeit

Pressemitteilungen

IfW-Fokus

IfW Brief

IfW Highlights

Das IfW in den Medien

Downloads

IfW-Fokus 62

20. Mai 2009



„Neue“ Regeln für die Notenbanken?*

Von Volker Wieland

„Die Notenbanken sind schuld. Sie haben zu viel Geld zu billig und zu lange bereitgestellt. Damit haben sie die Risikobereitschaft der Anleger so richtig angeheizt. Gerade die U.S.-Fed hat mit ihrer Niedrigzinspolitik die Immobilienblase erst ermöglicht. So lange die Immobilien- und Aktienpreise stiegen, schaute Greenspan nur zu. Brachen die Preise jedoch drastisch ein, gab er jedes Mal sofort Anweisung, die Zinsen am Geldmarkt zu senken. Das musste ja mal in einer Krise enden!“

Solche Einschätzungen sind heute allorts zu hören. „Neue Regeln braucht das Land“, so lautet dann die Schlussfolgerung. Manche wollen dem freien Spiel der Währungsmärkte Einhalt gebieten, also zurück zu festen Wechselkursen, zu einer Neuauflage von Bretton Woods oder gleich in den vermeintlich sicheren Schoß des Goldstandards der Vor-(1.Welt)kriegszeit. Andere rufen die Zentralbanken aller (europäischen) Länder unter den Schutz des Euro, am besten schon gestern. Oder gar das andere Extrem, „free banking“, das heißt weg mit dem Monopol der Notenbanken, jede Bank darf Geld drucken und der Wettbewerb bestimmt den Preis.

Ist die Schuldzuweisung an die Notenbanken denn richtig? Und sind neue Spielregeln wirklich notwendig? Gewiss, diejenigen, die sich zu hochriskanten Anlageentscheidungen verleiten ließen, oder diejenigen, deren Aufgabe es gewesen wäre, die Finanzinstitute zu überwachen und gegebenenfalls zurückzupfeifen, zeigen nur zu gern mit dem Finger auf andere Schuldige. Da kommen manchen Beteiligten die Notenbanken und die Fed gerade recht, um von eigenen Fehlern abzulenken.

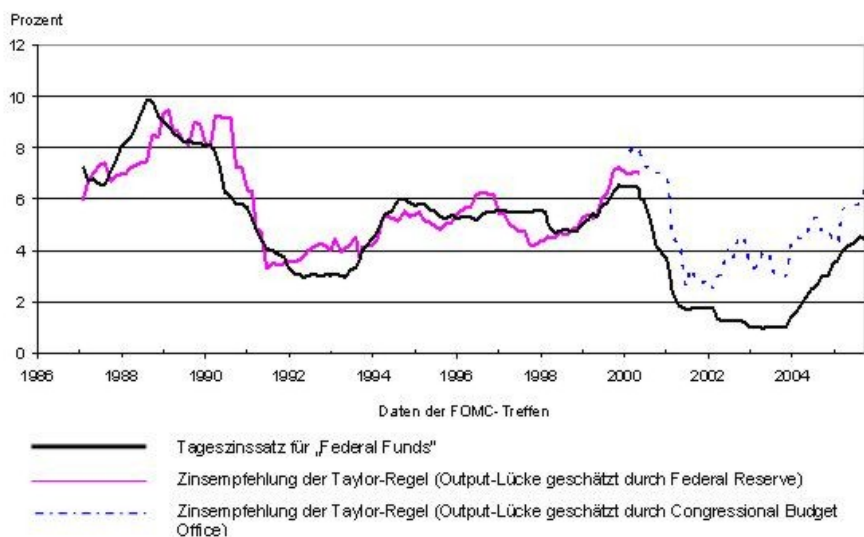
Aber leider ist die Kritik nicht völlig von der Hand zu weisen. Auch ernst zu nehmende Wissenschaftler haben sie untermauert, zum Beispiel Stanford-Ökonom John B. Taylor schon im Sommer 2007 auf der alljährlich in Jackson Hole in den Rockies stattfindenden Konferenz der Zentralbanker. Er argumentierte, dass die Zinspolitik der Fed in den Jahren 2002 bis 2006 treibender Faktor für den U.S.-Immobilienboom war. Es war schließlich der Zusammenbruch der Immobilienpreise, der die heute noch andauernde Finanzkrise auslöste.

Als Vergleichsmaßstab benutzt Taylor eine Zinsregel. Diese Handlungsanweisung für Geldpolitiker hat von Wissenschaftlern, die Politikempfehlungen gern in sehr unterschiedlichen Modellwelten auf ihre Effizienz abklopfen, recht gute Noten erhalten. In Zentralbankerkreisen ist sie ebenfalls bestens bekannt. Taylors Regel gibt eine systematische Reaktion auf Inflation und Wachstum vor. Überschreitet die Inflation das langfristige Ziel, so soll die Bank die Zinsen erhöhen, um 1,5 Prozentpunkte je Prozentpunkt Inflation. Übertrifft das Bruttoinlandsprodukt das langfristige Potenzial, so überhitzt die Wirtschaft und es entsteht Inflationsdruck. Deshalb empfiehlt die Regel auch hier eine Zinsreaktion, und zwar einen halben Prozentpunkt mehr pro Outputlücke von einem Prozent. Gleiches gilt umgekehrt, wenn Inflation und Konjunktur nach unten gehen.

Natürlich folgen Zentralbankräte nicht mechanistisch einer einfachen Regel. Sie treffen ihre Entscheidung unabhängig nach Beratung und unter Berücksichtigung vieler Informationen und Analysen. Trotzdem beschrieb Taylors Regel die Zinsentscheidungen der U.S.-Fed über viele Jahre hinweg überraschend gut. Nach Urteil vieler Experten stellt sie die systematische Komponente erfolgreicher Geldpolitik gut dar. Im Januar 2007 nahm auch William Poole, damals noch Präsident der St. Louis Federal Reserve Bank und Mitglied des entscheidenden Offenmarktausschusses, die Taylor-Regel als Maßstab, um die U.S.-Geldpolitik zu erklären. Er erklärte kleinere Abweichungen in früheren Jahren als vorausschauende Reaktion auf Prognosen der Fed.

Ab Mitte 2002 bis Anfang 2006 ging die Fed jedoch andere Wege. Sie hielt den Geldmarktzins um bis zu drei Prozentpunkte niedriger als die Regel empfohlen hätte. Taylor zeigt, dass eine Politik höherer Zinsen wie von der Regel verlangt, die Liquiditätsversorgung verknappt und damit den kometenhaften Anstieg der U.S.-Immobilienpreise großteils vermieden hätte. Pikant ist übrigens, dass William Poole in seiner Studie 2007 die drastische Abweichung ab 2002 zwar grafisch aufzeigt, aber dann unkommentiert stehen lässt.

Pooles (2007) Version der Taylor-Regel



Quelle: Poole, William (2007). Understanding the Fed, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, January/February 7, 89 (1): 3-13

In der Tat lässt sich auch diese Abweichung durch eine Reaktion auf Fed Prognosen erklären. Den Nachweis haben wir in einer 2008 von der St. Louis Reserve Bank veröffentlichten Studie geführt.

In den Jahren 2003 und 2004 zeigten die Prognosen des Offenmarktausschusses sehr niedrige Inflationsraten an, womit sich die niedrigen Zinsen rechtfertigen ließen. Konsensprognosen der Privatwirtschaft lagen deutlich höher und hätten eine höhere Zinsempfehlung bedeutet. Wichtiger Unterschied: Die Fed konzentrierte sich auf den Konsumdeflator, d.h. einen Preisindex, der Änderungen im Kaufverhalten mit einbezieht, während die verfügbaren Prognosen der Privatwirtschaft einen Konsumentenpreisindex verwenden, der auf der Basis eines festen Warenkorbes berechnet wird. Pech für die Fed war, dass das Maß, auf das sie sich konzentrierte, nachträglich drastisch revidiert werden musste. Sie unterlag also einem Prognosefehler.

Die Fed kann sich demnach den Vorwürfen, eine bedeutende Mitschuld an der Krise zu tragen, nicht so einfach entziehen. Sollen wir deshalb zurück zu Bretton Woods oder gar zum Gold-Standard? Gewiss nicht. Auch sollte man Zentralbanken weder abschaffen noch den Räten ihre Unabhängigkeit nehmen. Beides würde fatale Konsequenzen nach sich ziehen. Sinnvoll ist es dagegen, einfachen Regeln, wie der Taylor-Regel mehr Beachtung zu schenken. Sie sollten nicht mit dem brücker Verweis, „Wir sind doch keine Computer“ abgeschmettert werden. Sicher muss man von strikten Regeln immer wieder abweichen. Die Geldpolitik während der aktuellen Krise ist ein gutes Beispiel dafür. Aber Abweichungen von der Regel verdienen eine explizite Begründung und ein systematisches Vorgehen. Prognosen sind notwendig und sollten berücksichtigt werden. Die Zentralbankräte wären jedoch gut beraten, sich an einfachen Regeln wie der Taylor-Regel zu messen, und sie in ihre Strategien einzubauen.

Regeln haben in der deutschen Geldpolitik übrigens eine Tradition. In den 70er- und 80er-Jahren gelang es der Bundesbank mit ihren jährlichen Geldmengenzielen, immerhin die schlimmsten inflationären Auswüchse zu verhindern. Strikte Geldmengenpolitik erwies sich allerdings aufgrund von Schwankungen der Geldnachfrage nicht immer als praktikabel. Die EZB entwickelte deshalb eine neue Strategie für Euroland. Aber diese Strategie beinhaltet neben der üblichen Analyse konjunktureller und inflationärer Risiken, eine zweite explizit monetäre Säule, mit der längerfristige Inflationsrisiken abgegriffen werden sollen. Zudem verfügt Euroland mit dem Stabilitätspakt immer noch über eine Reihe von fiskalpolitischen Regeln, die für die langfristige Stabilität des Euro von großer Bedeutung sind.

Ob die EZB deshalb von jeglicher Mitschuld freigesprochen werden kann, ist allerdings fraglich. Zwar hat sie die Zinsen in 2002 nicht so stark gesenkt wie die Fed, aber sie begann ihren Zinserhöhungszyklus dafür auch erst im Dezember 2005. EZB-Präsident Trichet wird nicht müde darauf hinzuweisen, dass gerade die monetäre Säule der EZB-Strategie bei der Vorbereitung dieser Zinserhöhung entscheidend war. Die Geldmengenaggregate wiesen jedoch schon deutlich früher auf ein hohes Maß an Liquidität im Euro-Raum hin. Viele Experten gaben der EZB damals den Rat, diese Entwicklung zu ignorieren und ihre Strategie zu revidieren. Aus heutiger Sicht lässt sich dagegen sagen, dass die EZB den Warnsignalen von der monetären Säule durchaus noch mehr Gewicht hätte geben können. Während sich aus der Taylor-Regel praktische Zinsempfehlungen im Rhythmus Ratssitzungen ableiten lassen, kann die Entwicklung der Geldmengenaggregate durchaus über die mittlere Frist einen nützlichen zusätzlichen Korrekturmechanismus liefern.

Mehr und mehr Experten empfehlen heute, dass die Notenbanken in Zukunft nicht nur auf Aktiencrashes abfedern sollten, sondern aktiv gegen Blasenbildung an Aktien- und Immobilienmärkten vorgehen sollten. Typischerweise ist damit gemeint, dass die Zinspolitik der Notenbank nicht nur auf Inflation und Wachstum systematisch reagieren sollte, sondern zusätzlich auch auf Änderungen der Vermögenspreise. Ich denke, es ist wichtig mit dem Instrumentarium der Wirtschaftswissenschaft zu überprüfen, ob von einer vorausschauenden symmetrischen Reaktion auf Vermögenspreise gute Ergebnisse zu erwarten wären. Eine eindeutige Antwort darauf gibt es noch nicht. Für die Praxis gilt jedoch schon heute, dass es sinnvoll ist, bewährte einfache Regeln stärker zu gewichten. Dazu gehört sicher die Taylor-Regel. Aber auch eine zusätzliche Gegenprüfung der Zinspolitik an der längerfristigen Geldmengenentwicklung kann helfen, monetäre Exzesse zu vermeiden.

(Überarbeitete Version eines Artikels im Rheinischen Merkur Nr. 18/2009 unter dem Titel „Aus Erfahrung klug“.)

* In der Reihe IfW-Fokus veröffentlicht das Institut für Weltwirtschaft Essays zu aktuellen wirtschaftspolitischen Themen für deren Inhalte die Autoren selbst verantwortlich sind. Die in den Essays abgeleiteten wirtschaftspolitischen Empfehlungen spiegeln nicht notwendigerweise die Empfehlungen des Instituts für Weltwirtschaft wider.