

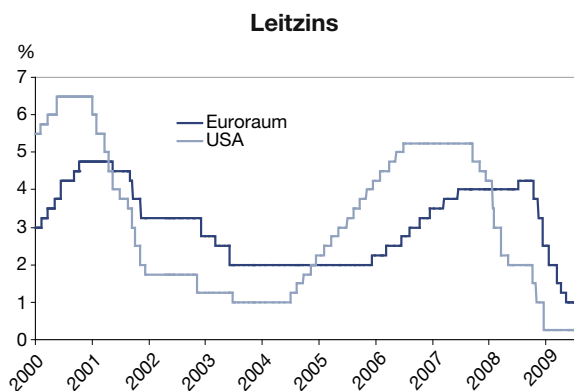
Konjunkturschlaglicht: Geldpolitik im Dilemma

Die Geldpolitik steht immer vor der Aufgabe, nicht zu expansiv oder zu restriktiv zu agieren. Dies ist dem Umstand geschuldet, dass Zentralbanken aufgrund der Wirkungsverzögerungen geldpolitischer Maßnahmen im Regelfall handeln müssen, bevor die realwirtschaftliche Entwicklung sich eindeutig abzeichnet. Sie entscheiden daher immer unter Unsicherheit. Aus diesem Grund richten Zentralbanken ihre geldpolitische Strategie typischerweise vor allem auf die langfristige Stabilisierung der Erwartungen und den Aufbau und den Erhalt ihrer Glaubwürdigkeit aus. In der geldpolitischen Praxis gilt es, nicht nur die jeweils richtige Politik zu antizipieren, sondern auch den möglichen Fehler einer falschen Politik zu minimieren.

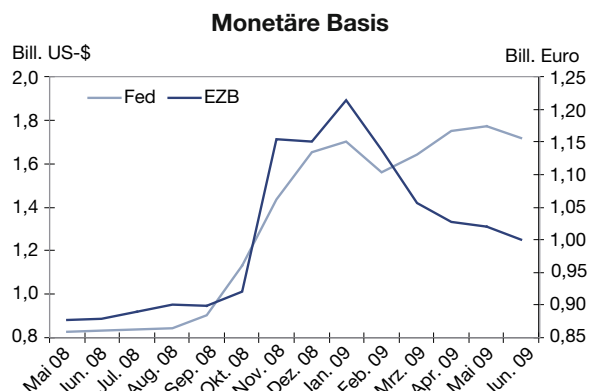
In der derzeit sehr instabilen makroökonomischen Lage ist die Gefahr gravierender Fehler groß. Noch nie stand die Europäische Zentralbank (EZB) so massiv vor dem Problem, zwischen kurzfristigen konjunkturellen Erfordernissen und langfristigen Stabilitätszielen abwägen zu müssen. Um aus der gegenwärtigen Krise zu kommen, müssen zwei Probleme simultan gelöst werden: Zum einen muss die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gestützt werden, um einen sich selbst verstärkenden Prozess aus steigender Arbeitslosigkeit und sinkender Nachfrage zu verhindern. Zum anderen müssen der Zahlungsverkehr gesichert und das Vertrauensproblem auf dem Interbankenmarkt gelöst werden. Ein funktionierender Kreditmarkt ist wichtig, damit die Vor-, Zwischen- und Anschlussfinanzierung von Unternehmen gewährleistet ist. Zu beiden Problemen leistet die EZB ihren Beitrag, indem sie die Zinsen senkt und die Banken über weitere Instrumente mit Liquidität versorgt. So sind die Leitzinsen in den USA – und verzögert im Eu-

rorraum – in der Krise drastisch und schnell gesenkt und die monetäre Basis kräftig ausgeweitet worden (vgl. Schaubilder). Beides ist notwendig, um die akute Gefahr einer Deflation abzuwenden.

Nach Überwindung der Krise – wenn die gesamtwirtschaftliche Geldnachfrage wieder sinkt und sich der Kreditschöpfungsprozess normalisiert – droht jedoch aus der Überschussliquidität ein erhöhtes Inflationspotenzial zu entstehen. Solange die Löhne in der Rezession aber nicht oder nur moderat steigen, ist die Gefahr einer Kosteninflation gering. Und solange Kapazitäten deutlich unterausgelastet sind, ist auch eine Nachfrageinflation so gut wie ausgeschlossen. Viel wahrscheinlicher ist dagegen das Szenario, dass die Überschussliquidität schon in der frühen Phase der konjunkturellen Erholung der Weltwirtschaft zu Spekulationsliquidität wird und die Vermögenspreise – z.B. auf Immobilien- und den Energie- und Rohstoffmärkten – steigen, bevor die Rezession überwunden ist. Hieraus kann für die Geldpolitik ein gravierendes Dilemma erwachsen: Es kann einerseits zur Entstehung von Blasen auf Vermögensmärkten kommen, der die Geldpolitik mit restriktiven Maßnahmen entgegenzutreten müsste. Andererseits aber kann konjunkturell zugleich eine weiterhin expansive Geldpolitik angezeigt sein. Nun ist es nicht das primäre Ziel und auch nicht die Aufgabe der Geldpolitik, die Entstehung von Blasen unter allen Umständen zu verhindern. Sie lassen sich zum einen ohnehin nur schwierig identifizieren, und zum anderen stellt übermäßige Liquidität allenfalls eine notwendige, aber keinesfalls eine hinreichende Bedingung für deren Entstehung dar. Die Aufgabe von Zentralbanken ist es, eine gesamtwirtschaftlich adäquate Geldpolitik zu betreiben. Auf die Transmissionsmechanismen und die allokat-



Quellen: EZB, FED.



Quellen: EZB, FED.

ven Folgen für Portfolios, Renditen, Verbraucherpreise und Vermögenswerte auf einzelnen Märkten hat sie ohnehin nur begrenzt Einfluss.

Dennoch stellt sich bereits heute – nicht nur für die Regierungen, die in vieler Hinsicht in Marktprozesse eingegriffen haben, sondern auch für die Zentralbanken – die Frage nach einer „Exit-Strategie“. Wann sollte die EZB die Zinswende einleiten? Wie kann sie die überschüssige Liquidität vom Markt wieder abschöpfen? Und wie sieht ein optimaler Pfad aus, um einerseits nicht zu schnell und zu stark konjunkturell zu dämpfen und andererseits nicht zu langsam und zu schwach der Inflationsgefahr zu begegnen. Zwar ist das Kreditangebot der Geschäftsbanken elas-

tisch, doch die Liquidität an Zentralbankgeld, die den Kreditschöpfungsprozess beschränkt, ist sehr direkt durch die Zentralbank steuerbar. Dies gilt zumindest für die Abschöpfung von Liquidität. Das Risiko einer erhöhten Inflation nach der Rezession ist daher existent und ernst zu nehmen, aber nach derzeitiger Lage nicht sehr hoch. Dennoch besteht die Gefahr, dass Zentralbanken und Regierungen in ihrem Versuch, einseitig die kurzfristigen Folgen der Krise auf Einkommen und Beschäftigung zu begrenzen, die zukünftigen Kosten ihrer heutigen Politik unterschätzen könnten.

Henning Vöpel
voepel@hwwi.org