

## Haben die Zentralbanken den rechtzeitigen Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik verpasst?

Oliver Landmann, Universität Freiburg i.Br.

Seitdem die Zentralbanken der großen Industrieländer im Zuge der Finanzkrise von 2008 und der daran anschließenden weltweiten Rezession ihre Leitzinsen drastisch gesenkt haben, verharren die kurzfristigen Zinssätze in der Nähe von null. Die Langfristzinsen bewegen sich, risikobereinigt, nur wenig darüber. Das Niedrigzinsumfeld und die damit einhergehende reichliche Liquidität haben zwar die Vermögenmärkte beflügelt. Aber die Erholung der Realwirtschaft von der Krise hat nur schleppend und ungleichmäßig eingesetzt; in weiten Teilen Europas hat die Produktion das Vorkrisenniveau noch immer nicht wieder erreicht.

Vor diesem Hintergrund werden die Wirkungen der rekordtiefen Zinsen kontrovers diskutiert. Wenn eine Medizin nicht wunschgemäß wirkt, kann dies zwei Gründe haben. Entweder stimmt die Medizin, aber die Dosis ist zu gering. Oder der Patient erhält die falsche Medizin. Die erste dieser Interpretationen haben sich die meisten Zentralbanken zu eigen gemacht, die mit unkonventionellen Methoden der Liquiditätsausweitung (*Quantitative Easing*) sowie des Erwartungsmanagements (*Forward Guidance*) versuchen, jene zusätzlichen Impulse zu setzen, die sie angesichts des Erreichens der Nullzinsuntergrenze mit der konventionellen Zinspolitik nicht mehr setzen können.

### Konjunkturzyklus, Finanzzyklus und die Doktrin der BIZ

Kritiker der lockeren Geldpolitik bezweifeln dagegen deren Wirksamkeit und warnen vor unerwünschten Nebenwirkungen. Im Vordergrund steht die Sorge, dass das billige Geld der Bildung neuer spekulativer Blasen an den Finanz- und Immobilienmärkten Vorschub leistet. Besonders pointiert wird diese Position von der in Basel ansässigen Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) artikuliert. In ihrem Jahresbericht vom Juni 2014 argumentiert die Bank, dass der Konjunkturzyklus, der gewöhnlich im Zentrum der Aufmerksamkeit der makroökonomischen Stabilisierungspolitik steht, von einem Finanzzyklus überlagert wird.<sup>1</sup> Sie misst ihn hauptsächlich anhand der Bewegungen von Immobilienpreisen und Kreditaggregaten und interpretiert ihn als Ausdruck der sich selbst verstärkenden Wechselwirkungen zwischen Risikobereitschaft, Vermögenswerten und Finanzierungsrestriktionen, die der Abfolge von Boomphasen und Krisen an den Finanzmärkte zugrunde liegen. Die Wellenlänge des Finanzzyklus ist länger als diejenige des Konjunkturzyklus. Allerdings folgen auf Spitzen des Finanzzyklus häufig Finanz- und Banken Krisen, die wiederum in der Regel einen Einbruch der Konjunktur nach sich ziehen.<sup>2</sup> Es kommt zu einer „Bilanz-Rezession“ (*balance sheet recession*),<sup>3</sup> die durch einen sich hinziehenden Schuldenabbau des privaten Sektors gekennzeichnet ist und daher länger anhält und schwerer zu überwinden ist als eine herkömmliche Stabilisierungsrezession, wie sie für die Nachkriegszeit typisch gewesen ist.

Die BIZ moniert, dass die Geldpolitik der Zentralbanken zu stark auf die laufende Inflations- und Konjunkturentwicklung fokussiert sei und zu wenig Rücksicht auf den Finanzzyklus nehme - mit achteiligen Folgen nicht nur für die Finanzmarkt- und Bankenstabilität, sondern gerade auch für die Stabili-

---

<sup>1</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 84. Jahresbericht, Basel, 29. Juni 2014.

<sup>2</sup> Ebenda, Kapitel IV.

<sup>3</sup> Der Begriff stammt von Richard Koo: *The Holy Grail of Macroeconomics*, New York 2009.

sierung des Preisniveaus und der Konjunktur. Jüngstes Beispiel: Auf die Konjunkturabschwächung nach dem Platzen der „Dotcom“-Blase im Jahr 2000 haben die Zentralbanken mit einer starken Ausweitung der Liquidität reagiert, obwohl sich der Finanzzyklus mitten in einer Aufschwungsphase befand. Die Folge - so die Interpretation der BIZ - waren eine Verstärkung des Kreditwachstums und ein Schub für die Immobilienpreise, die sich gegenseitig beflügelten, am Ende aber in die Finanzkrise von 2008 mündeten. Die Finanzkrise wiederum zog eine Konjunkturkrise nach sich, deren Dimension die makroökonomische Stabilisierungskapazität der Zentralbanken alsbald überforderte. Damit war auch die „Greenspan-Doktrin“ desavouiert, die im Kern besagte, dass die Zentralbanken nicht versuchen sollten, spekulative Blasen an den Finanzmärkte zu identifizieren und zu bekämpfen, sondern sich darauf beschränken sollten, die Folgen einer Krise, wenn denn einmal eine Blase platzt, mit einer hinreichend akkommodierenden Geldpolitik aufzufangen.<sup>4</sup>

Die BIZ ist besorgt, dass sich ähnliches durch die enorme Liquiditätsschwemme, mit der die Zentralbanken seit 2008 der Finanz- und Bankenkrise entgegengetreten sind, wiederholen könnte. Sie diagnostiziert eine eigentliche „Schuldenfalle“: Tiefe Zinsen ermutigen den privaten Sektor, Schulden aufzunehmen, erleichtern es den Banken, marode Altschulden in den Büchern stehen zu lassen, und verleiten Regierungen dazu, überfällige Haushaltskonsolidierungen zu verschleppen. Umgekehrt lassen hohe Schuldenstände im privaten und öffentlichen Sektor die Zentralbanken davor zurückschrecken, die Zinsen so frühzeitig und in dem Ausmaß zu erhöhen, wie es eigentlich angezeigt wäre.<sup>5</sup>

Aus dieser Analyse leitet die BIZ vier Schlussfolgerungen ab<sup>6</sup>:

1. Tiefe Zinsen führen weder aus der Überschuldung heraus noch sind sie ein besonders wirksames Mittel zur Überwindung der anhaltenden Konjunkturschwäche.
2. Daher sollte die Politik bei der Krisenbekämpfung weniger auf expansive Nachfragepolitik setzen als auf Bilanzsanierung, angebotsseitige Strukturreformen sowie straffe Bankenaufsicht und Finanzmarktregulierung.
3. Die Zentralbanken sollten so rasch wie möglich aus der Niedrigzinspolitik aussteigen.
4. Die Regierungen sollte die Konsolidierung ihrer Haushalte zügig vorantreiben.

Zwei Fragen drängen sich auf: Erstens, stimmt die Diagnose? Zweitens, wie würden Länder, in denen die Rezession noch nicht überwunden ist, die verordnete Therapie verkraften?

### **Geldpolitik systematisch zu locker?**

Die BIZ stützt ihre Diagnose einer unter Missachtung des Finanzzyklus systematisch zu lockeren Geldpolitik mit der Beobachtung, dass das Zinsniveau schon seit den 1980er Jahren einen fallenden Trend aufweist. Dieser Trend ist eine wohl dokumentierte Tatsache. Nur: Was ist Ursache, was Wirkung? Die Referenzgröße, an der sich bemisst, ob die Geldpolitik restriktiv oder expansiv wirkt, ist der langfristige reale Gleichgewichtszins – in der Terminologie von Knut Wicksell: der *natürliche Zins*.<sup>7</sup> Alle Indizien sprechen dafür, dass der natürliche Zins schon seit längerer Zeit sinkt. Als Ursachen stehen fundamentale Veränderungen des globalen Spar- und Investitionsverhaltens im Vordergrund: die demographische Alterung und die rückläufige Wachstumsdynamik in den Industrieländern ebenso wie die hohen Sparüberschüsse der Schwellenländer.<sup>8</sup> Dagegen ist sich die Geld- und Zinstheorie von

<sup>4</sup> Vgl. William White: Should Monetary Policy Lean or Clean? Globalisation and Monetary Policy Institute, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper 34, August 2009.

<sup>5</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 84. Jahresbericht, a.a.O., Kap. IV.

<sup>6</sup> Ebenda, Kap. I.

<sup>7</sup> Knut Wicksell: Geldzins und Güterpreise, Jena 1898

<sup>8</sup> Das Phänomen wird ausführlich analysiert im World Economic Outlook des Internationalen Währungsfonds, April 2014, sowie in Coen Teulings/Richard Baldwin (Hg.): Secular Stagnation, Facts, Causes, and Cures, A VOXeu.org eBook, Centre for Economic Policy Research, London 2014.

Knut Wicksell über Milton Friedman bis zu den modernen Neu-Keynesianern weitgehend darin einig, dass die Geldpolitik den Realzins nicht auf die Dauer beeinflussen kann.

Makroökonomische Stabilisierung betreibt die Geldpolitik, indem sie den Marktzins zeitweilig über den Gleichgewichtszins anhebt bzw. unter den Gleichgewichtszins absenkt. Es liegt auf der Hand, dass jede Beurteilung des Zentralbankverhaltens, die den rückläufigen Trend des natürlichen Zinses außer Acht lässt - gleichviel, ob sie sich auf Zeitreiheigenschaften des Zinses stützt oder eine Taylor-Regel als Maßstab verwendet -, Gefahr läuft, die Schwankungen des Zinsniveaus um den fallenden Trend herum als ein asymmetrisches, systematisch zu Zinssenkungen neigendes Verhalten der Zentralbanken zu missdeuten. Würde diese Deutung zutreffen, hätte der fallende Zinstrend mit steigenden Inflationsraten einhergehen müssen. Da aber gleichzeitig mit dem Realzins auch die Inflationsraten deutlich zurückgegangen sind, dürften die Zentralbankzinsen dem sinkenden Trend des realen Gleichgewichtszinses im Mittel eher leicht hinterhergehinkt sein.

Das Andauern der Bilanz-Rezession trotz Nominalzinsen und Inflationsraten, die nicht mehr weit von null entfernt sind, deutet darauf hin, dass der natürliche Zins durch die simultanen Sparanstrengungen des privaten und des öffentlichen Sektors („*Deleveraging*“) in den negativen Bereich gefallen ist. Da unter diesen Umständen keine Kräfte am Werk sind, die auf einen Wiederanstieg der Inflationsraten hinwirken könnten, verharren die Zinsen oberhalb ihres Gleichgewichtsniveaus. Die Geldpolitik ist mithin systematisch zu restriktiv, kann hieran aber nur wenig ändern, solange ihr die Hände durch die Liquiditätsfalle gebunden sind. Nicht von ungefähr wird das tot geglaubte Gespenst einer „*Säkularen Stagnation*“ wieder als reale Drohung diskutiert.<sup>9</sup>

Die Diagnose der Bilanz-Rezession erklärt, warum die Transmissionsmechanismen der Nachfragepolitik geschwächt sind. Aber hieraus den Schluss zu ziehen, dass die Politik, wenn sie das Wachstum wieder in Gang bringen möchte, deswegen die Gewichte von den Instrumenten der Nachfragesteuerung zu denjenigen der angebotsseitigen Strukturreformen und der Finanzmarktregulierung verschieben müsse, verkennt den Charakter des Problems. Der allenthalben verfolgte Schuldenabbau lässt die Güternachfrage zum bindenden Engpass werden. Politische Maßnahmen zur Stärkung der Angebotsseite der Wirtschaft und zur Erhöhung der Finanzmarktstabilität tragen unmittelbar nichts dazu bei, diesen Engpass zu lockern. In manchen Fällen bewirken sie sogar eher das Gegenteil. Deshalb ist es falsch, angebots- und nachfrageseitig ansetzende Instrumente der Wirtschaftspolitik als Substitute zu behandeln oder gar gegeneinander auszuspielen. So unbestreitbar die Notwendigkeit langfristig angelegter Strukturreformen sein mag, so wenig können solche Reformen ausrichten, wenn sie nicht von einer hinreichend akkommodierenden Nachfragepolitik flankiert werden. Der schon vor Jahren geprägte Begriff eines „*two-handed approach*“, der angebots- und nachfrageseitige Maßnahmen als komplementäre Instrumente der makroökonomischen Stabilisierung propagiert, hat nichts von seiner Aktualität eingebüsst.<sup>10</sup>

### **Kann die Geldpolitik Dienerin zweier Herren sein?**

Auch wenn den Zentralbanken der Industrieländer unter dem Gesichtspunkt ihrer direkten Wirkungen auf Konjunktur und Preisniveau nicht vorgeworfen werden kann, sie hätten eine systematisch zu lockere Politik betrieben, lässt sich nicht bestreiten, dass die niedrigen Zinsen zeitweise Nebenwirkungen hatten, die lange Zeit unterschätzt wurden. Phasen, in denen die Wachstumsraten höher sind als die Zinssätze, begünstigen das Kreditwachstum und spekulative Übertreibungen bei den Vermögenspreisen und unterminieren dadurch die Finanzmarktstabilität - insbesondere, wenn die Marktteilnehmer dazu neigen, die jeweils herrschenden Verhältnisse in die Zukunft zu extrapolieren und in

<sup>9</sup> Teulings/Baldwin: *Secular Stagnation, Facts, Causes, and Cures*, a.a.O.

<sup>10</sup> Der Gedanke des „*two-handed approach*“ geht zurück auf Olivier Blanchard, Rudiger Dornbusch und Richard Layard (Hg.): *Restoring Europe's Prosperity*, Cambridge 1986.

ihrem Verhalten nicht durch eine straffe Regulierung eingeschränkt werden. Ebenso trifft zu, dass viele Regierungen, das günstige makroökonomische Umfeld und die niedrigen Zinsen nicht dazu genutzt haben, ihre Haushalte nachhaltig zu konsolidieren und für künftige Krisen zu rüsten, sondern darin eher eine Gelegenheit gesehen haben, weitere Schulden aufzunehmen, ohne die Schuldenlast unmittelbar zu erhöhen.

Dies bedeutet, dass eine Geldpolitik, die für die Kontrolle des Konjunkturzyklus und der Inflation angemessen ist, nicht gleichzeitig auch den Finanzzyklus zähmen und passende Anreize für nachhaltige öffentliche Finanzen schaffen kann. Sie kann nicht Dienerin zweier (geschweige denn dreier) Herren sein. Genau das ist aber, was die oben beschriebene BIZ-Doktrin fordert, wenn sie als Lehre aus der Finanzkrise nicht nur eine Straffung der Bankenaufsicht und der Finanzmarktregulierung postuliert, sondern auch eine Geldpolitik, die Rücksicht auf den Finanzzyklus nimmt. Obwohl von der BIZ nicht präzise beschrieben, würde dies auf einen Spagat hinauslaufen, der das Spannungsfeld zwischen der makroökonomischen Stabilität und der Finanzmarktstabilität irgendwie überbrücken soll.

Zugunsten dieses Ansatzes lässt sich ins Feld führen, dass ein aus dem Ruder gelaufener Finanzzyklus Entwicklungen in Gang setzen kann, die am Ende nicht nur die Finanzmarktstabilität, sondern auch die makroökonomische Stabilität zerstören. Aber rationale Wirtschaftspolitik ist es nicht, von der Geldpolitik mehr zu verlangen, als sie leisten kann.. Nach dem *Tinbergen-Prinzip* benötigt die Wirtschaftspolitik so viele unabhängige Instrumente, wie sie Ziele verfolgt.<sup>11</sup> Darüber hinaus lehrt die Theorie der Wirtschaftspolitik, dass es in einem interdependenten System von Zielen und Instrumenten nicht sinnvoll ist, wenn der Einsatz eines Instruments auf alle Interdependenzen und Ziele Rücksicht nimmt. Viel effizienter ist eine klare, zweckmäßige Zuordnung der Verantwortlichkeiten.<sup>12</sup>

Was dies im vorliegenden Zusammenhang konkret bedeutet, illustriert Abbildung 1. Dargestellt sind die drei Stabilitätsziele der Finanzmarktstabilität, der makroökonomischen Stabilität und der Stabilität der öffentlichen Finanzen (in den drei hellen, eingerahmten Kästen) sowie die drei Politikbereiche der Geldpolitik, der Finanzpolitik und der Finanzmarktordnung (in den schattierten Kästen). Die durch Pfeile schematisch veranschaulichte dichte Vernetzung der Ziele und Politikbereiche verdeutlicht, dass jeder politische Aktionsparameter direkt oder indirekt jedes der Ziele beeinflusst. So hat auch Janet Yellen, die Vorsitzende des Federal Reserve Board, jüngst eingeräumt, dass eine straffere Geldpolitik im Vorfeld der Finanzkrise zwar einige der Risiken für die Finanzmarktstabilität vermindert hätte. Sie verweist aber auch darauf, dass die Abhängigkeit von sehr kurzfristigen Krediten im Finanzsektor vor der Krise auch dann noch weiter zunahm, als die Geldpolitik die Zügel schon merklich angezogen hatte. Dies deutet darauf hin, dass aggressivere Zinserhöhungen im Hinblick auf die Prävention einer Finanzkrise ein wenig zielgerechtes Instrument und somit ein schlechtes Substitut für eine effektivere Finanzmarktregulierung gewesen wäre.<sup>13</sup>

Es ist somit unzweckmäßig, die Geldpolitik für andere Ziele als dasjenige der makroökonomischen Stabilität in die Verantwortung zu nehmen. Vielmehr muss jeder Politikbereich derjenigen Zielsetzung zu- und untergeordnet werden, für die er einen komparativen Vorteil besitzt, d.h. relativ am wirksamsten ist. Die Art der Zuordnung liegt im vorliegenden Fall auf der Hand und ist in Abbildung 1 durch die breiten Wirkungspfeile gekennzeichnet. Die Finanzmarktstabilität sollte durch geeignete Regeln und Institutionen der Finanzmarktordnung angestrebt werden. Bezüglich der Finanzpolitik herrscht weitgehend Konsens, dass sie das Ziel der makroökonomischen Stabilität normalerweise der Geldpolitik überlassen sollte. Wenn letztere allerdings nicht zur Verfügung steht, weil sie z.B. in einer Liquiditätsfalle ihre Wirksamkeit eingebüßt hat, oder weil sie in einer Währungsunion an die gemein-

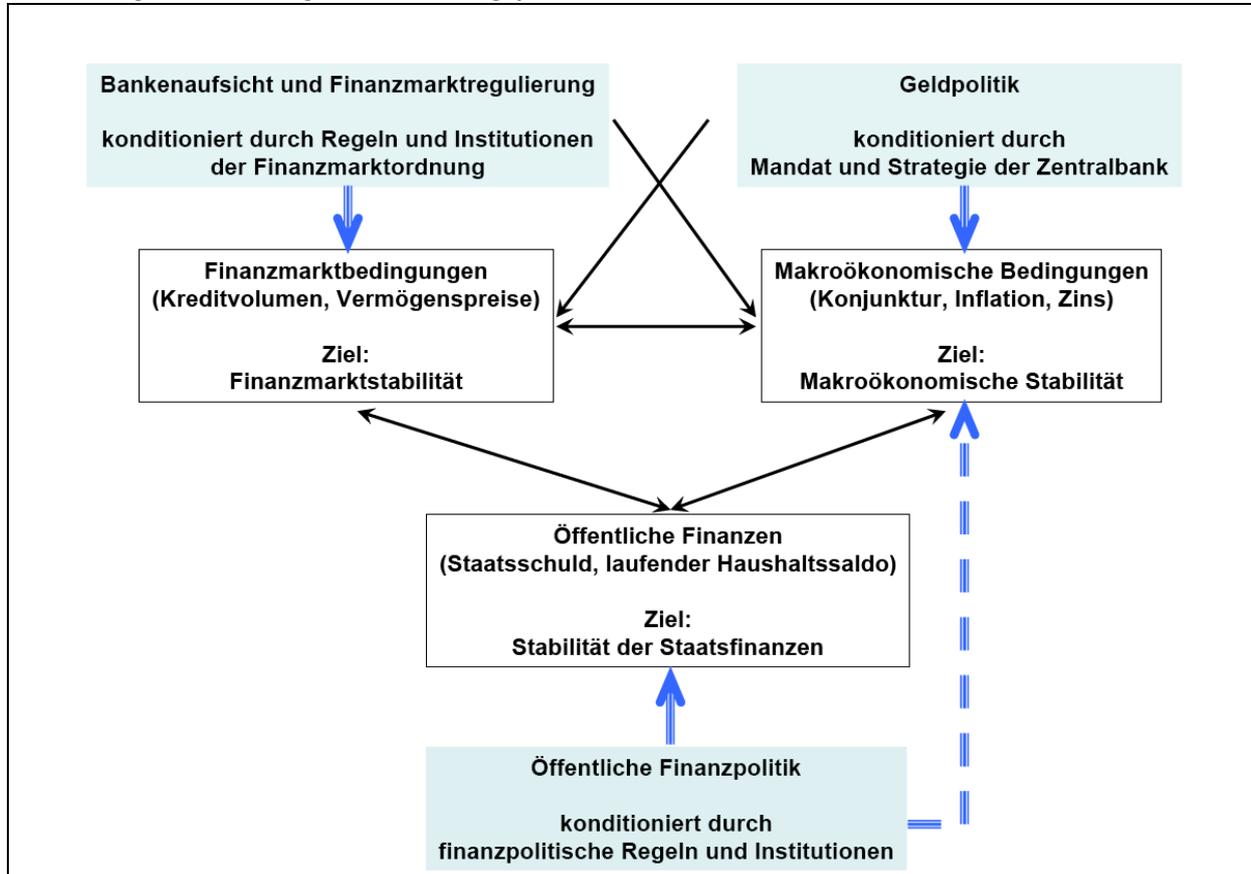
<sup>11</sup> Jan Tinbergen: *On the Theory of Economic Policy*, Amsterdam 1952.

<sup>12</sup> Das Zuordnungsproblem wurde erstmals von Robert A. Mundell im Kontext der Stabilisierung einer offenen Volkswirtschaft gelöst: *The Appropriate Use of Monetary and Fiscal Policy Under Fixed Exchange Rates*,” IMF Staff Papers 9, 1962, 70-77.

<sup>13</sup> Janet Yellen: *Monetary Policy and Financial Stability*, The 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Washington, D.C., Juli 2014.

same Zentralbank delegiert wurde, kommt der Fiskalpolitik dennoch eine Rolle bei der Wahrung der makroökonomischen Stabilität zu (gestrichelter Pfeil in Abbildung 1).<sup>14</sup>

**Abbildung 1: Die Lösung des Zuordnungsproblems**



→ Wirkungsrichtungen  
⇒ Wirkungsrichtungen und effiziente Zuordnungen

### Fazit: kein übereilter Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik!

Was vor der Krise eine dubiose Strategie gewesen wäre, wäre es erst recht unter den Bedingungen fortgesetzt unterschrittener Inflationsziele und anhaltender Wachstumsschwäche, wie sie derzeit insbesondere noch die Eurozone kennzeichnen. Ein verfrühter Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik würde den Abbau überhöhter Schulden nicht beschleunigen, sondern verlangsamen, und den Deflationsdruck nicht vermindern, sondern verschärfen. Eine Strategie, die darauf hinausläuft, die Realwirtschaft mit einer deflationären Geldpolitik dafür in Geiselnhaft zu nehmen, dass die Finanzmärkte keine bedrohlichen Risiken aufbauen, oder dass Regierungen ihre Hausaufgaben tatsächlich angehen, wäre eine ineffiziente und kostspielige Fehlallokation der Verantwortlichkeiten und daher zum Scheitern verurteilt.

<sup>14</sup> Überlegungen zum Design fiskalpolitischer Regeln, die der Notwendigkeit einer solchen konditionalen Zuordnung Rechnung tragen, haben Jonathan Portes und Simon Wren-Lewis angestellt: Issues in the Design of Fiscal Rules, Department of Economics Discussion Paper No. 704, Oxford University, Mai 2014.