

Der Streit um die Vier: Höhere Zielinflationsrate stärkt Geldpolitik

Die Provokation ist Olivier Blanchard, dem Chefökonom des Internationalen Währungsfonds (IWF) mit seinen beiden Koautoren gelungen. In dem nur achtzehn Seiten umfassenden Arbeitspapier wird untersucht, ob es makroökonomisch unvermeidbar ist, die für die Geldpolitik entscheidende maximal zulässige Zielinflationsrate von derzeit zwei Prozent - auch der Europäischen Zentralbank - auf vier Prozent zu erhöhen. Ohne auf die differenzierte Begründung dieser ersten Überlegungen zu einer optimalen Inflationsrate als Basis einer handlungsfähigen Geldpolitik einzugehen, hagelte es massive Kritik, die gelegentlich einem Paulowschen Effekt zu gleichen scheint. Dazu zählen der Chefökonom der Europäischen Zentralbank, der Präsident der Deutschen Bundesbank, Vertreter der Bundesfinanzpolitik, aber auch viele Wirtschaftswissenschaftler. So beschor geradezu reflexhaft Steffen Kampeter, Staatssekretär im Bundesfinanzministerium, diese Erhöhung der Geldentwertung als „Diebstahl beim kleinen Mann“. Selbst der die Rolle der gesamtwirtschaftlichen Politik zu Recht betonende Peter Bofinger, Mitglied im Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“, charakterisierte die Überlegungen aus dem Denktank des IWS vorschnell als „Schnapsidee“. Dabei hätte eine genaue Lektüre dieses Arbeitspapiers unter dem Titel „Rethinking Macroeconomic Policy“ schnell deutlich gemacht, dass mit diesem Vorschlag keineswegs einer ungezügelter Inflation Tür und Tor geöffnet werden soll. Olivier Blanchard sieht in einem ergänzenden Interview in einer deutschen Zeitung durchaus den möglichen Vertrauensverlust, der gegenüber der Geldpolitik eintreten könnte, wenn beispielsweise die Europäische Zentralbank wegen der stichhaltigen Analyse zugunsten einer optimalen Geldpolitik auf eine maximal zulässige Zielinflationsrate von vier Prozent ihre Geldmengensteuerung umstellen würde. Nach dem langjährig eingepaukten Schwur auf die Zwei-Prozent-Linie könnte der Vertrauensverlust in die Geldpolitik groß sein. Fehleinschätzungen bis zum Chaos auf den Finanzmärkten könnten drohen. Originalton Olivier Blanchard: „Diese Probleme sind mir sehr wohl bewusst“. Wenn aber der Strategiewechsel zu einer höheren optimalen Zielinflationsrate theoretisch abgeleitet und auch empirisch belegt werden kann, dann ist es umso wichtiger, statt hehrer Glaubenssätze und Tabuisierungen eine offene Diskussion zu führen.

Ausgangspunkt der kritischen Überprüfung der makroökonomischen Politik durch das IWF-Team ist die jüngste Finanz- und Wirtschaftskrise. Wie schon in den 1990er Jahren in Japan stieß die aktuelle Geldpolitik schnell angesichts der Wucht

des ökonomischen Absturzes an ihre Grenzen. Im Zentrum des bisherigen geldpolitischen Konsenses stehen die zwei zusammenhängenden Regeln: (1) Die Geldmengenversorgung (M_3) richtet sich beispielsweise in den USA und im Euro-land an den drei Eckwerten aus: monetäre Alimentierung des prinzipiell inflationsfreien, potenzialorientierten Wirtschaftswachstums, ein monetärer Ausgleich für eine sinkende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes sowie die geldpolitisch zugelassene maximale Inflationsrate von zwei Prozent. So ist über Jahre bei der Europäischen Zentralbank unter der Annahme des potenziellen Wirtschaftswachstums von 2 Prozent, einem Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes um einen halben Prozentpunkt sowie der Zielinflationsrate 2 Prozent jeweils zu Beginn des Jahres der Geldmengenzuwachs mit 4,5% geplant worden. Allerdings ist diese Vorgabe wegen der hohen Volatilität der Geldnachfrage immer wieder massiv verletzt worden. (2) Die Feinsteuerung dieser Geldmenge erfolgte maßgeblich über den Leitzins, der von Banken für die Refinanzierungsgeschäfte mit der Notenbank bezahlt werden muss. Dieses geldpolitische Konzept hat nicht erst in der jüngsten Finanzmarktkrise versagt. Die Notenbank in den USA hat mit dem Ziel, die Banken mit billiger Liquidität zu versorgen, ihren Leitzins recht schnell praktisch auf Null Prozent gesenkt. Die Europäische Notenbank bot seit Anfang Mai 2009 den Banken für die Vergabe von Liquiditätskrediten durch die Übernahme von notenbankfähigen Wertpapieren im Rahmen des Hauptrefinanzierungsgeschäftes einen Zinssatz von einem Prozent an. Die Folge war: Unter dem Regime von mehr oder weniger Nullzinsen für die Refinanzierungsgeschäfte zur Liquiditätsbesorgung ist der zinspolitische Handlungsspielraum vorübergehend verschwunden. In ihrer Not sind die Notenbanken zu einer Politik der quantitativen Lockerung ("Quantitative Easing") übergegangen. Die Anforderungen an die Wertpapiere, die die Banken als Sicherheiten für die Kredite etwa bei der EZB hinterlegen mussten, sind gelockert worden. Auch gingen viele Zentralbanken dazu über, Unternehmensdarlehen zu kaufen. Genau hier setzt die Kritik der IWF-Forscherteams um Olivier Blanchard an. Die Grenze der geldpolitischen Steuerung über die Zinssätze ist die Folge der zu gering bemessenen Zielinflationsrate. Die Messlatte bildet die sog. Liquiditätsfalle. Der Sicherheitsabstand der wirksamen Zinspolitik gegenüber der Liquiditätsfalle ist viel zu eng. Die vor allem von John Maynard Keynes aus den Erfahrungen der „Große Depression“ analysierte Liquiditätsfalle besagt: Die pessimistischen Erwartungen gegenüber der künftigen Wirtschaftsentwicklung sind so groß, das Geld nicht für Investitionen oder den privaten Konsum ausgegeben. Es bleibt vielmehr in der Liquiditätskasse hängen. Die Bargeldnachfrage ist gegenüber dem Zinssatz völlig unelastisch.

John Maynard Keynes sah die Rettung aus der Liquiditätsfalle nur in einer Expansion der relativ zinselastischen staatlichen Nachfrage. Auf diese Folge des Versagens der Geldpolitik gehen Blanchard und seine Koautoren ein. Sie betonen zu Recht, dass neben der unorthodoxen quantitativen Lockerung der Geldpolitik

mit gigantischen staatlichen Konjunkturprogrammen reagiert worden ist (etwa USA, Deutschland, China). Um den Druck zur Auflage schuldenfinanzierter Staatsprogramme zu reduzieren, wird die Frage untersucht, wie in dieser Krisensituation die Geldpolitik auch zur Entlastung der Finanzpolitik optimiert werden kann. Schließlich wird mit der Faustregel für den optimalen Zinssatz nach der Taylor-Formel gezeigt, dass im geldpolitischen Kampf gegen die jüngste Krise der Leitzins in den USA hätte zwischen 3% und 5 % hätte gesenkt werden müssen. Die Autoren verweisen auf eine weitere Studie aus dem Denktank des IWF. Auf der Basis einer Simulationsrechnung wird dort gezeigt, dass mit aggressiveren Zinssatzsenkungen die Deflation in Japan nicht so heftig ausgefallen wäre.

Im Mittelpunkt des makroökonomischen Neudenkens steht also die Suche nach einer optimalen Inflationsrate, die jedoch ausschließlich auf die Stärkung der Geldpolitik in der Krise ausgerichtet ist. Bei der Ableitung ist ein theoretisch ableitbarer und empirisch belegbarer, geradezu eherner Zusammenhang entscheidend: Wenn die Inflationsrate zunimmt, dann steigen die Zinssätze auf Dauer. Ein Grund liegt in der Berücksichtigung der inflationsbedingten Risikoaufschlags bei den Zinssätzen. Anders ausgedrückt, bei der derzeitigen Zielinflationsrate in den USA und im Euroland von zwei Prozent sind die Leitzinsen zu niedrig, um mit diesen gegen Wirtschaftskrisen steuern zu können. Wird dagegen die Zielinflationsrate auf 4% erhöht, dann gewinnt die Geldpolitik wieder Spielraum bei der krisenbedingten Gestaltung der Leitzinsen. Die abgeleitete Anhebung der optimalen Inflationsrate zugunsten einer wirksamen Geldpolitik hat nichts mit einer verantwortungslosen Inflationierung zu tun. Unseriös wäre auch der Vorwurf, sich selbstverstärkenden Inflationserwartungen würden geschürt. Die klare Vorgabe dieser Zielinflationsrate trägt gerade dazu bei, gefährliche, sich selbst verstärkende Inflationserwartungen zu ersticken.

Bei Umgang mit diesem provokanten Denkmodell gilt es, daran zu erinnern, dass sich angesichts der jüngsten Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise die „mainstream economics“ blamiert hat. Das trifft auch für den „Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung“, den „Rat der fünf Weisen“ zu. Die Ursachen und Wirkungen des ökonomischen Absturzes wurden nicht erkannt, weil die Finanzmärkte als aus sich selbst heraus als effizient und rational betrachtet wurden. Dies hat auch den Blick für die neuen Herausforderungen an eine taugliche Geld- und Finanzpolitik verstellt. Nicht methodische und ideologische Rechthaberei, sondern die Bestimmung der richtigen Geldpolitik unter Berücksichtigung der jüngsten Erfahrungen in der Krise ist jetzt gefragt. Schließlich musste ja auch nach der jahrelangen Vorherrschaft des neoklassischen Markt fundamentalismus die damit verdrängte antizyklische Finanzpolitik wieder erneut buchstabieren werden.

Der Denkanstoß durch das IWF-Forscherteam um Olivier Blanchard verdient in vielerlei Hinsicht größte Anerkennung. Der kritische Diskurs sollte nicht durch

kleinkarierte Rechthaberei und das Bestehen auf schon lange nicht mehr begründeten Dogmen verhindert werden. Immerhin hatte Paul Krugman unter dem Eindruck der Dauerrezession seit Anfang der 1990er Jahre in Japan gefordert, das Inflationsziel bei der geldpolitischen Bekämpfung durch die Bank von Japan auf 4% zu erhöhen. Unterstützung erhält die IWF-Studie auch durch den Geldtheoretiker Paul De Grauwe von der Universität Leuven. De Grauwe stellt fest: „Es gibt keine Beweise, dass eine Inflationsrate von vier Prozent negative Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum hat“. Im Gegenteil, mit dem gewonnenen geldpolitischen Spielraum lässt sich die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt steigern. Schließlich sei die Inflation in Deutschland in den 1980er Jahren höher gewesen. Auch ist nicht mit einer steigenden Volatilität bei einer höheren Zielinflationsrate zu rechnen.

Wie gesagt, es geht um die Definition der optimalen Inflationsrate, die der Geldpolitik wieder Handlungsspielraum verschaffen soll. Durch eine erfolgreiche monetäre Steuerung lassen sich die ansonsten höheren Krisenkosten reduzieren. Schließlich geht es auch um die Entlastung des Staates bei seiner Krisenbekämpfung mit schuldenfinanzierten Ausgabenprogrammen. Sicherlich wäre es fatal, wenn über Nacht der Wechsel bei der Zielinflationsrate von zwei auf vier Prozent erfolgen würde, wenn über Nacht dieser geldpolitische Wechsel vollzogen würde. Die Inflationsängste sind viel zu groß und vor allem irrational. Wenn sich jedoch dieser Wechsel ableiten und als unvermeidbar begründen lässt, dann sollte in diese Richtung die offene Diskussion intensiv geführt werden. Die Wirtschaftswissenschaft braucht nach ihrer Blamage bei der Erklärung und der Therapie der jüngsten Krise viel Mut zum unkonventionellen Denken. Dazu bietet Olivier Blanchard zusammen mit Giovanni Dell' Ariccia und Paolo Mauro eine Vorlage, die viel Anerkennung verdient.

April 2010