

Europlatz Frankfurt

Für eine rechtzeitige Straffung

Von Michael Heise

N och sei der Zeitpunkt für eine geldpolitische Wende, für einen Ausstieg aus der Antikrisenpolitik nicht gekommen, sagt die Europäische Zentralbank (EZB). Die Wirtschaft fahre auf niedrigen Touren, mit ungenutzten Kapazitäten und hohem Druck auf die Preise. Die Kreditnachfrage gehe zurück, und die Bankenkrise sei nicht vorüber. In dieser Situation könne ein verfrühter Entzug der geldpolitischen Medizin einen Rückfall bewirken wie in der Weltwirtschaftskrise vor acht Jahrzehnten.

Also ein klarer Fall für eine Beibehaltung der Niedrigzinsen und der unkonventionellen

Kreditpolitik der Notenbanken? Nicht unbedingt. Zunächst ist für die Geldpolitik nicht die aktuelle wirtschaftliche Situation von zentraler Bedeutung, sondern die Entwicklung in ein, zwei Jahren, in denen die heutigen Entscheidungen auf das Preisniveau durchwirken. Hier zeichnen sich Änderungen ab. Die EZB wird ein unerwartet kräftiges Wachstum in der zweiten Jahreshälfte in ihre Projektionen ein-

arbeiten und diese für 2009 und 2010 deutlich erhöhen müssen. Auch der befürchtete Kahlschlag am Arbeitsmarkt ist bislang ausgeblieben. Die Inflation wird am Jahresende allein wegen der Rohstoffpreise wieder deutlich positiv sein. Bei dieser Perspektive wäre es vertretbar, langsam die Überschussliquidität zurückzuführen. Der klug konstruierte Instrumentenkasten der EZB ließe das ohne größere Marktverwerfungen zu. So könnte die unbegrenzte Tenderzuteilung aufgegeben werden, mit der Banken in beliebiger Höhe Liquidität schöpfen. Man könnte außerordentliche Refinanzierungsgeschäfte auslaufen lassen oder Liquidität über Repo-Geschäfte absorbieren. Wenn man das riesige Liquiditätspolster für das Bankensystem weiterhin als notwendig erachtet, könnte alternativ der Preis der Liquidität etwas erhöht werden.

Solche Schritte hätten nichts mit manischer Inflationsfurcht zu tun, die der EZB gerne unterstellt wird. Vielmehr sollte die Geldpolitik Entwicklungen an den Finanzmärkten stärker als bisher berücksichtigen. Bei sehr niedrigen Zinsen werden höhere Risiken eingegangen und übertriebene Preisbewegungen an den Märkten erzeugt. Dass die Gold- und Rohstoffpreise seit Monaten kräftig nach oben gehen, die Banken hohe Erträge im eigenen Wertpapiergeschäft erzielen und

Schwellenländermärkte boomen, hängt nicht zuletzt mit nahezu kostenlosem Zentralbankkredit zusammen.

Es war gut, dass die Notenbanken in der Krise mit aller Konsequenz zur Sache gegangen sind. Und es ist richtig, dass eine verfrühte Wende vermieden werden muss. Aber auch ein zu langes Festhalten an der expansiven Linie bringt Kosten mit sich. Unter Alan Greenspan wurde die LTCM-Finanzmarktkrise vor zehn Jahren mit niedrigen Zinsen bekämpft. Das unterstützte die Übertreibungen an den Aktienmärkten, deren Kollaps zu Beginn des Jahrzehnts wiederum zu expansiver Geldpolitik führte und uns Übertreibungen an den Immobilien- und Kreditmärkten bescherte, an deren Beseitigung wir heute arbeiten – mit niedrigen Zinsen.

Der Autor ist Chefvolkswirt der Allianz.

