

Geldpolitik für morgen

Michael Heises Lehren aus dem Niedrigzins

Die Frage nach den Lehren, die Geldpolitiker aus den vergangenen zehn Jahren ziehen können, wird in der Fachwelt unterschiedlich beantwortet. Michael Heise, der langjährige Chefvolkswirt der Allianz, vertritt in einem schmalen, in englischer Sprache veröffentlichten Buch Positionen, die jenen der Deutschen Bundesbank und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) ähneln. Seine Grundthese lautet: Die seit vielen Jahren von führenden Notenbanken verwendete Strategie der Steuerung der Inflationsrate sollte nicht zu dogmatisch betrieben werden. Denn der Geldpolitik fällt es einerseits schwer, die Inflationsrate präzise zu steuern, und leichte Verfehlungen von Inflationszielen sind nicht so dramatisch, als dass sie drastische Maßnahmen wie umfangreiche Anleihekaufprogramme erzwingen. Vor allem aber neige eine einseitig auf die Steuerung der Inflationsrate ausgerichtete Geldpolitik dazu, die Risiken für die Stabilität des Finanzsystems zu unterschätzen.

Was heißt dies für die geldpolitische Praxis? Heise befürwortet zum einen, die Sicherung der Stabilität des Preisniveaus nicht länger an der jährlichen Veränderung des Konsumentenpreisindex abzulesen. So könnte das Ziel der Stabilität des Preisniveaus an der Entwicklung des Konsumentenpreisindex über eine Frist von mehreren Jahren betrachtet werden. Damit sähe sich die Geldpolitik nicht länger veranlasst, auf vorübergehende Verfehlungen des Inflationsziels zu reagieren. Das ist ebenso bedenkenswert wie die Idee, für die Stabilität des Preisniveaus nicht länger ein Punktziel zu nennen, sondern einen Korridor, in dem sich die Inflationsrate bewegen soll.

Besonderen Wert legt Heise auf die Berücksichtigung der Folgen expansiver Geldpolitik für die Finanzstabilität. Sein Ausgangspunkt ist kaum bestritten: Eine expansive Geldpolitik kann in Zeiten einer wirtschaftlichen Schwäche notwendig sein, aber sie schafft in der anschließenden Erholung der Konjunktur Risiken, wenn sie, befördert durch steigende Vermögenspreise, zu einer nachlassenden Risikoscheu der Teilnehmer an den Kapitalmärkten führt. Dann kann es für die Finanzstabilität gefährlich werden.

Ist der Befund auch kaum umstritten, so sind es die Konsequenzen, die daraus gezogen werden sollen. Heise vertritt eine in der Bundesbank und der BIZ populäre, in der internationalen Ökonomenzunft aber wohl minoritäre Position, indem er der Geldpolitik empfiehlt, in solchen Fällen frühzeitig durch eine Straffung („leaning against the wind“) gegen den Aufbau von Gefahren für die Finanzstabilität vorzugehen. Viele Ökonomen wenden sich gegen solche Vorstellungen, weil sie fürchten, eine zu frühe geldpolitische Straffung könnte den Konjunkturaufschwung gefährden. Stattdessen raten sie dazu, Gefahren für die Finanzstabilität vor allem mit Regulierungspolitik zu bekämpfen.

Heise warnt allerdings davor, zu viel Vertrauen in Regulierungspolitik zu setzen. Die von ihm präferierte Geldpolitik erforderte keine grundlegende Änderung der Strategie der Europäischen

Zentralbank, schreibt der Ökonom. Sie wäre durch Anpassungen der Geldpolitik innerhalb des heutigen Rahmens zu bewerkstelligen. Handlungsbedarf sieht er unter anderem, weil die Geldpolitik der EZB die einzelnen Mitgliedsländer unterschiedlich trifft.

So interessant wie seine politischen Schlussfolgerungen sind Heises Analysen der geldpolitischen Lage, die ein sauberes theoretisches Fundament in Verbindung mit einer langjährigen Praxis verraten. Heise hatte in seiner Jugend eine Karriereposition in der deutschen Volkswirtschaftslehre inne – er war Generalsekretär des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Lage. Danach arbeitete er lange Jahr als Chefvolkswirt für große Banken und für die Allianz. Zudem hält er Vorlesungen an der Goethe-Universität, die ihm im Austausch mit ehrgeizigen Studenten helfen, in der Wirtschaftstheorie fit zu bleiben. Heise ist immer ein Ökonom des gesunden Menschenverstands gewesen, der Schwarzmalerei immer ebenso entschieden abgelehnt hat wie theoretisches oder methodologisches Sektierertum. Im Herbst wird sich Heise als Chefvolkswirt der Allianz zurückziehen; sein Nachfolger wird Ludovic Subran.

Ausführlich befasst sich Heise mit der Frage, wie der seit vielen Jahren zu beobachtende Rückgang der Zinsen erklärt werden kann. Auch hier nimmt er eine vermittelnde Position ein. Der in der internationalen Diskussion längst verworfene Ansicht, der Zinsrückgang sei allein das Ergebnis der Geldpolitik, stellt er säkular wirkende Einflüsse wie die Demographie oder das niedrige Produktivitätswachstum entgegen. In einer künftigen Auflage könnte es reizvoll sein, sich ausführlicher mit der wachsenden Bedeutung sogenannter immaterieller Kapitalanlagen für die Zinsentwicklung zu befassen. Als Folge dieses Trends sind nach mehreren Untersuchungen die Unternehmen in den Industrienationen Netto-Sparer geworden.

Aber Heise vertritt auch nicht die Gegenposition, die da besagt, die Geldpolitik hätte keinen Einfluss auf den Rückgang der Zinsen gehabt. Es sei nicht plausibel, dass der Zinsrückgang alleine das Ergebnis fundamentaler Fakten wie der Demographie sei, kommentiert Heise. Wäre dieses Argument richtig, bedeutete dies, dass die Geldpolitik in den vergangenen Jahren gar nicht expansiv gewesen sei, sondern lediglich einen fundamentalen Trend nachvollzogen habe. Diese Erklärung sei aber nicht ausreichend, heißt es. Diese Ansicht ist gerade in der deutschen Finanzbranche weit verbreitet. Als Beleg für die Wirksamkeit der Geldpolitik führt Heise unter anderem an, dass die Anleiherenditen in der Eurozone in den vergangenen Jahren stärker nachgegeben hätten als die Rate des Wirtschaftswachstums: „Die Notenbanken waren in dieser Hinsicht mächtiger, als viele Prognostiker erwartet hatten. Die Anleiherenditen wurden über Jahre beständig überschätzt.“

GERALD BRAUNBERGER

Michael Heise: Inflation Targeting and Financial Stability. Monetary Policy Challenges for the Future. Springer. Cham 2019. 112 Seiten. 58,84 Euro