

IM INTERVIEW: JOHN TAYLOR

„Die EZB macht alles nur schlimmer“

Der US-Ökonom über das „Angsthasen-Spiel“ zwischen Notenbankern und Politikern, die Gefahr einer neuen Finanzkrise und höhere Inflationsziele

Börsen-Zeitung, 20.10.2016

Herr Professor Taylor, die Geldpolitik weltweit ist so locker wie nie, und das für so lange Zeit wie noch nie. Haben die Zentralbanken die Lehren aus der Weltfinanzkrise nicht gezogen?

In der Krise, vor allem im Jahr 2008, war es absolut richtig, dass die Zentralbanken als Kreditgeber der letzten Instanz, als „lender of last resort“, aufgetreten sind und auch dass sie die Leitzinsen gesenkt haben. Aber ich sehe die Zeit danach sehr kritisch, vor allem die Phase ab 2010/2011, mit lang anhaltenden Nullzinsen und in einigen Ländern sogar negativen Leitzinsen sowie sehr unkonventionellen Maßnahmen, um das Wirtschaftswachstum anzukurbeln. Diese Politik hat nicht besonders gut funktioniert. Zugleich birgt sie aber gewaltige Risiken. Die Zentralbanken sollten ihre Geldpolitik so schnell wie möglich normalisieren, und dann würde die Politik auch wieder besser funktionieren.

Ist die Situation heute sogar noch schlimmer als vor 2008? In den Jahren vor der Krise hat die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) die Zinsen sehr niedrig gehalten und sie sehr langsam mit 25 Basispunkten pro Sitzung angehoben, und das gilt vielen als Grund für eine exzessive Risikobereitschaft der Investoren, die dann in die Finanzkrise mündete. Nun ist die Fed noch viel zögerlicher.

Es ist jetzt anders, aber beides ist sehr schlecht. Die damalige Politik war ein entscheidender Faktor für die folgende Krise. Heute scheint die Renditejagd ein wenig komplizierter. Wir wissen nicht genau, welche Märkte gestört sind, aber einige sind es ganz sicher. Die wichtigste Erkenntnis aber ist: Diese Geldpolitik ist nicht sehr stimulierend. Es wäre viel besser, wenn andere Politikbereiche übernehmen würden, vor allem die Strukturpolitik. Das Problem ist auch: Diese Geldpolitik ist sehr interventionistisch, und das führt zu immer neuen Interventionen. Die Zentralbanken müssen sich unbedingt aus dieser Interventionsspirale befreien.

Säen die Zentralbanken aktuell schon die Saat für die nächste Finanzkrise?

In gewissem Sinne ja. Natürlich ist es schwer, das genau zu belegen. Aber sie verursachen Störungen an den Märkten und exzessive Risikobereitschaft. Das kann in einer Krise enden. Auf jeden Fall aber sorgen sie für eine enorme Fehlallokation von Ressourcen in den Volkswirtschaften.

Wirkt die ultralockere Geldpolitik also sogar selbst deflationär, weil etwa fehlgeleitete Ressourcen am Ende zu weniger Wachstum und Inflation führen und auch dauerhaft das Potenzialwachstum einer Wirtschaft dämpfen?

Diese Geldpolitik stimuliert die Wirtschaft nicht und ist teilweise sogar eine Belastung für die Wirtschaft. Im Moment ist sie noch nicht deflationär,

Die Fed ist auch besorgt wegen solcher Spillovers, aber umgekehrt: Die Fed befürchtet negative Folgen von Zinserhöhungen in den USA auf andere Länder, etwa Schwellenländer, und zieht das mit zur Begründung für ihr Zögern heran.

Steigende Leitzinsen in den USA würden sicher auf der ganzen Welt begrüßt – und ganz sicher in Europa. Eine weitere Normalisierung der Fed wäre vorteilhaft für die gesamte Welt, selbst wenn es auf kurze Sicht einige negative Folgen geben könnte. Was weltweit in den vergangenen Jahren viel Schaden angerichtet hat, war die sehr unkonventionelle

mehr Stimmen, dass sie sich nicht mehr wohlfühlt und andere Politikbereiche auffordert zu handeln. Das Problem ist: Mit ihrem aktuellen, sehr aktivistischen Kurs untergräbt die EZB den Anreiz für politische Entscheider in anderen Bereichen, das zu tun, was nötig ist – vor allem im strukturellen Bereich. Solange die EZB an dieser Politik festhält, so lange wird sich in anderen Politikfeldern im Euroraum wenig ändern.

Der EZB-Kurs ist also sogar kontraproduktiv? Derzeit zeichnet sich ab, dass die EZB zumindest ihr Wertpapierkaufprogramm, das Quantitative Easing (QE), noch einmal verlängert.

ZUR PERSON

Koryphäe der Geldpolitik

Seinen Namen kennt weltweit wohl so ziemlich jeder, der sich mit Geldpolitik beschäftigt – und auch darüber hinaus dürfte er zumindest vielen wirtschaftlich Interessierten ein Begriff sein: John Taylor ist Erfinder der bekannten geldpolitischen Taylor-Regel (siehe Bericht unten auf dieser Seite) und international eine Koryphäe auf dem Gebiet der Geldpolitik.

In den vergangenen Jahren hat sich der heute 69-jährige Amerikaner nicht zuletzt auch einen Namen gemacht als einer der schärfsten Kritiker der Niedrigzinspolitik der US-Notenbank unter Alan Greenspan in den Jahren 2003 bis 2005 und der Anti-Krisenpolitik von Greenspans Nachfolger Ben Bernanke.

Heute ist Taylor Wirtschaftsprofessor an der Universität Stanford. Er lehrte aber auch schon in Princeton und Columbia. 1993 wurde er in die American Academy of Arts and Sciences aufgenommen. Tay-

lor diente mehrfach auch im öffentlichen Dienst. Von 2001 bis 2005 war er Staatssekretär für internationale Angelegenheiten beim US-Finanzministerium und koordinierte da etwa die Finanzpolitik der G7-Staaten nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001. (Börsen-Zeitung, 20.10.2016)

Die EZB muss ihren Punkt sehr viel stärker machen und anfangen, ihre Politik zu normalisieren. Alle müssen verstehen, dass die EZB es nicht alleine schaffen kann und dass das, was sie tut, nicht den erhofften Erfolg bringt. Die EZB macht alles nur schlimmer, wenn sie jetzt bei QE wieder nachlegt und noch mehr Wertpapiere kauft. Dann lehnen sich die anderen politisch Verantwortlichen erst recht noch weiter zurück.

Ist es auch ein Problem, dass die Zentralbanker nicht zugeben wollen, Fehler gemacht zu haben?

Fast jeder ist zögerlich zuzugestehen, wenn es etwas nicht wie gedacht funktioniert. Manchmal muss man das aber zugeben und den Weg ändern. Wir diskutieren ja auch immer noch darüber, ob die niedrigen Leitzinsen von 2003 bis 2005 ein Grund für die Finanzkrise waren. Einige Zentralbanker tun sich immer noch schwer damit, das zuzugeben.

Kann bei der Fed überhaupt noch von einem Zinsnormalisierungspfad gesprochen werden – bei einer Zinserhöhung im Jahr, wenn es denn im Dezember überhaupt zur zweiten nach jener im Dezember 2015 kommt?

Das ist ganz sicher sehr viel langsamer, als es angemessen wäre. Und die Fed hätte viel früher mit Zinserhöhungen beginnen sollen. Aber wie gesagt, es gibt immer Gründe, etwas nicht zu tun, immer Gründe, Sorgen zu haben. Bemerkenswerterweise hat der US-Notenbanker John Williams zuletzt gesagt, der Fed gingen langsam die Ausreden für die Nullzinsen aus.

Bezieht Ihr Appell für eine Normalisierung auch die Europäische Zentralbank (EZB) ein, oder ist die Situation im Euroraum so, dass der aktuelle EZB-Kurs gerechtfertigt ist?

Die USA sind sicher der Ort, auf den sich alle Blicke richten. Wenn die Fed die Zinsen anhebt, wird es für alle anderen Notenbanken auch leichter, ihre Politik zu normalisieren. Wer der nächste ist? Ist es die Bank of England, ist es die Bank of Japan? Keiner weiß es genau. Die Lage im Euroraum ist natürlich besonders schwierig mit diesen enormen wirtschaftlichen Unterschieden zwischen den einzelnen Ländern. Aber auch aus der EZB hört man immer



John Taylor

in den Jahren vor der Krise davon abgewichen sind. Sie müssen nur wieder anfangen, das zu tun, was ihnen diese Rahmenwerke sagen.

Sie spielen vermutlich nicht zuletzt auf die nach Ihnen benannte Taylor-Regel an, die festlegt, wie viele Zentralbanker den nominalen Leitzins verändern sollte in Reaktion auf Änderungen bei der Inflation, dem Output oder anderen wirtschaftlichen Bedingungen. In den Jahren vor der Finanzkrise hat die Fed ihren Leitzins sehr viel niedriger gehalten, als es diese Regel nahegelegt hätte. Das Gleiche ist jetzt der Fall.

Wie gesagt, es gab vor der Krise Rahmenwerke für die Geldpolitik, die lange sehr gut funktioniert haben. Die Zentralbanken sollten ihre unkonventionelle Geldpolitik jetzt schrittweise zurückfahren und normalisieren und zu diesen Rahmenwerken zurückkehren. Ich denke, diese Ansicht greift auch um sich. Außerhalb der Zentralbanken gibt es mehr und mehr Sorgen wegen der negativen Nebenwirkungen der aktuellen Politik. Ich gehe davon aus, dass sich das nun in den Zentralbanken fortsetzt.

Mit ihrer unkonventionellen Politik sind die Zentralbanken stark in den öffentlichen Fokus gerückt, und es gibt jede Menge Kri-

... also der Zins, der Wachstum und Inflation in das gewünschte Gleichgewicht bringt ... deutlich gesunken ist. Damit hat Williams viele stark beeinflusst. Vor zwei Jahren ging etwa die Fed noch davon aus, dass dieser neutrale Zins bei etwas mehr als 4% liegt. Nun sieht sie ihn bei rund 3%. Das verändert natürlich prinzipiell ihre Sicht auf die Dinge und was sie glaubt, tun zu müssen. Aber selbst wenn diese Analyse stimmt – und es gibt einige Gründe, zumindest den konkreten Wert anzuzweifeln –, ist die Fed immer noch weit von diesen 3% entfernt. Sie hat also noch einen langen Weg vor sich.

Aber grundsätzlich würden Sie sagen, ein generelles Nachdenken über die Geldpolitik wäre angebracht?

Es wäre nicht angebracht zu sagen, Zentralbanker müssten nicht mehr nachdenken. Für mich ist aber etwas anderes entscheidend: Es gibt Rahmenwerke, die funktionieren. Das Problem war, dass die Zentralbanken

Ja, das stimmt. Das ist ein Übel aller unkonventionellen Maßnahmen. Nehmen Sie die EZB, die Unternehmensanleihen kauft: Für Investoren geht es nur noch darum, was die Zentralbank tut, und nicht mehr, wie die Situation eines einzelnen Unternehmens aussieht, etwa dessen Kreditwürdigkeit. In Japan ist es noch schlimmer mit dem Kauf von Aktien. Und auch in den USA sind die Marktzinsen durch das vormalige QE und die Forward Guidance verzerrt. Diese Zinsen werden administrativ festgelegt. Wir müssen aber zurückkommen zu einer Welt, in der die Zinsen an den Märkten bestimmt werden und nicht von Zentralbanken und Regierungen.

Die Zentralbanken begründen ihre beispiellose Geldpolitik damit, dass sie das Risiko einer Deflationsspirale verhindern müssten. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) als Zentralbank der Zentralbanken hält diese Angst für überzogen. Die BIZ argumentiert, dass es außer in den 1930er Jahren noch nie eine solche Abwärtsspirale aus Preisen, Löhnen und Wachstum gegeben habe. Wie sehen Sie das?

Es ist nachgewiesen, dass es in der modernen Geschichte keine solchen deflationären Abwärtsspiralen gab. Die Große Depression in den 1930er Jahren war etwas komplett anderes. Damals war die Geldpolitik kontraktionär, die Geldmenge verringerte sich. Das ist heute ganz anders. Selbst in Japan hat sich die Inflation stabilisiert, wenn auch knapp unter 0%.

Der von Ihnen bereits zitierte US-Notenbanker Williams hat zuletzt mit einem Papier für Aufsehen gesorgt, in dem er ein grundsätzliches Umdenken in der Geldpolitik fordert und für ein höheres Inflationsziel als die verbreiteten 2% plädiert. Als der Internationale Währungsfonds (IWF) 2010 eine Anhebung von 2% auf 4% ins Spiel gebracht hatte, war der Widerstand der Zentralbanken noch immens. Ich denke, dass es immer noch starken Widerstand der Zentralbanken gegen solche Ideen gibt. Zugleich gibt es nichts Heiliges an den aktuellen Inflationszielen. Williams geht davon aus, dass der reale neutrale Zins ...

Wirtschaft – und vereinzelt schon Zweifel an der Unabhängigkeit der Geldpolitiker. Sehen Sie ein Risiko, dass die Ära unabhängiger Notenbanken zu Ende geht?

Dieses Risiko besteht durchaus. In den USA gibt es aber auch ermutigende Signale. Der Kongress diskutiert ein Gesetz, das vorsieht, dass die Fed ihre Strategie genau erklärt und begründet, wenn sie von herkömmlichen Regeln abweicht. Das könnte die Unabhängigkeit letztlich sogar stärken.

Die Trennung von Geld- und Fiskalpolitik halten Sie aber weiterhin für richtig, oder braucht es mehr Kooperation? Einige Ökonomen sagen, die Trennung sei vielleicht die richtige Strategie gewesen, als das Ziel war, die Inflation zu bremsen, aber nicht, wenn das Ziel ist, die Inflation anzukurbeln.

Kooperation bedeutet für jeden etwas anderes. Eine gute Zentralbank hat ein begrenztes Ziel und sollte sich daran halten. Andere politische Entscheidungsträger haben ihre Ziele und sollten diese erfüllen. Das ist auch eine Form des Kooperation: Jeder tut das, für was er verantwortlich ist – mehr nicht. Fiskalpolitik oder Kreditverteilung ist ganz sicher nicht Aufgabe und Ziel einer Zentralbank.

Das sogenannte Helikoptergeld, also Geldgeschenke an Haushalte, Unternehmen oder den Staat, wäre definitiv ein Schritt zu weit? Helikoptergeld ist nichts, was eine verantwortungsvolle Zentralbank in die Tat umsetzen sollte. Die Zentralbanken haben die Aufgabe, das Geldangebot zu kontrollieren. Das bedeutet nicht, der Fiskalpolitik einen Blankoscheck auszustellen.

Einige Zentralbanker argumentieren, ohne ihr Gegensteuern drohe ihnen eine Vertrauenskrise wie in den 1970er Jahren, nur mit umgekehrten Vorzeichen: Damals hätten die Menschen ihnen nicht zugestimmt, die Inflation zu senken – heute traue ihnen keiner zu, sie auf 2% zu bekommen. Ist diese Sorge berechtigt?

Natürlich verstehe ich diese Sorge. Aber die Zentralbanken würden ihre Ziele sicher schneller erreichen, wenn sie wieder eine normalere Geldpolitik betreiben würden – statt immer neue unkonventionelle Maßnahmen zu ergreifen. Es wäre viel besser zu erklären, dass es aktuell gute Gründe gibt, warum die Inflation unterhalb der Ziele liegt. Es hilft der Glaubwürdigkeit der Zentralbanken ganz sicher nicht, wenn sie unter Einsatz unkonventioneller Geldpolitik verzweifelt einem Inflationsziel hinterherhecheln, ohne es zu erreichen. Und dabei enorme Risiken kreieren, die mittel- und langfristige in die nächste Krise münden können.

Das Interview führte Mark Schrörs.

„Wir müssen zurückkommen zu einer Welt, in der die Zinsen an den Märkten bestimmt werden.“

TAYLOR-REGEL

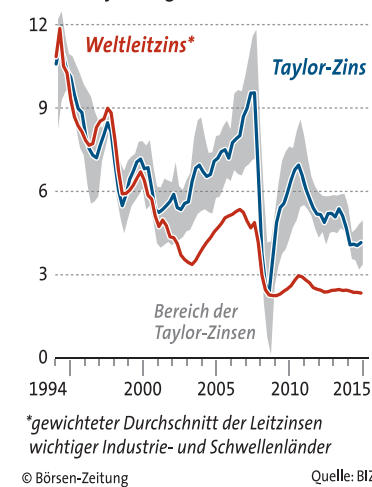
Benchmark für die Notenbanken

ms – Die Taylor-Regel (Taylor-Rule) ist wahrscheinlich die bekannteste geldpolitische Regel überhaupt. Die 1993 von John Taylor vorgestellte Regel postuliert, dass eine Notenbank den kurzfristigen Zinssatz in Abhängigkeit von der aktuellen Inflations- und Konjunktursituation setzen sollte. Der Taylor-Zins ergibt sich dabei aus realem Gleichgewichtszins plus (erwarteter) Inflationsrate plus Produktionslücke plus Inflationslücke (wobei die beiden letzteren Größen mit einem positiven Gewichtungsfaktor eingehen).

Taylor konzipierte seine Regel für die Geldpolitik der US-Notenbank Fed. Sie bildete die Entscheidungen der Fed zwischen 1998 und 1993 gut nach – ein Zeitraum, in dem Inflation und Wachstum effektiv stabilisiert wurden. Weil sie als Bewertungsmaßstab und zur Beschreibung der Geldpolitik von Nutzen war, erhielt sie sehr viel Aufmerksamkeit. Die Taylor-Regel wird häufig als Benchmark für die laufende Geldpolitik verwendet – auch von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), der Zentralbank der Zentralbanken. In den Jahren vor der Weltfinanzkrise

Lange zu locker

Abweichung des globalen Leitzinses von der Taylor-Regel als Benchmark



setzte die Fed den Geldmarktzins deutlich unterhalb des Niveaus fest, das die Taylor-Regel implizierte. Das gilt vielen Ökonomen und auch Taylor selbst als wesentlicher Grund für die folgende Krise. Auch im Euroraum sei die Geldpolitik vor der Kri-

se gemessen an der Taylor-Regel zu locker gewesen, hat der deutsche Sachverständigenrat vorgerechnet. Auch die aktuelle Geldpolitik von Fed und EZB sowie die globale Geldpolitik insgesamt gilt gemessen daran als zu locker (siehe Grafik).

Die Regel, die es inzwischen in verschiedenen Abwandlungen gibt, ist aber nicht unumstritten. Als Mängel gelten Kritikern etwa Unsicherheiten bei ihrer Berechnung und konzeptionelle Schwächen. Ein Problem besteht etwa darin, den neutralen kurzfristigen Zins zu bestimmen. Viele Notenbanker sehen den Taylor-Zins deshalb auch eher als grobe Orientierungsgröße und lehnen die Regel als Handlungsanleitung ab – zumal im Sinne einer formelartigen Vorab-Festlegung. Ein 2015 in den US-Kongress eingebrachter Gesetzesvorschlag sieht vor, die Fed darauf zu verpflichten, eine eigene Regel zu kommunizieren und Abweichungen davon ebenso wie von der Taylor-Regel regelmäßig zu kommunizieren. Damit würde die praktische Bedeutung der Taylor-Regel und generell von Zinsregeln deutlich steigen. (Börsen-Zeitung, 20.10.2016)

„Eine weitere Normalisierung der Fed wäre vorteilhaft für die gesamte Welt, selbst wenn es auf kurze Sicht einige negative Folgen geben könnte.“

är, aber das kann am Ende durchaus der Fall sein, wenn es infolge dieser Geldpolitik zur Krise oder einem Wachstumseinbruch kommt. Deshalb bleibe ich dabei, dass es viel besser wäre, wenn die Zentralbanken ihre Politik normalisierten. Wir wissen aus der Vergangenheit und aus der Theorie sehr genau, welche Form der Geldpolitik wirkt. Die aktuelle Geldpolitik tut das nicht. Ich bin sicher, dass eine schrittweise Rückkehr zur Normalität der Weltwirtschaft helfen würde. Es gibt ja auch viele Übertragungseffekte: Niedrige Zinsen in der einen Region, beispielsweise in der Eurozone, führen zu niedrigen Zinsen andernorts. Das ist eine gefährliche Entwicklung.