

Vöpel, Henning

**Article — Published Version**

## Konjunkturschlaglicht: wann ist die Geldpolitik neutral?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Vöpel, Henning (2007) : Konjunkturschlaglicht: wann ist die Geldpolitik neutral?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 87, Iss. 2, pp. 135-136, <http://dx.doi.org/10.1007/s10273-007-0621-5>

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/42907>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Konjunkturschlaglicht: Wann ist Geldpolitik neutral?

Die Europäische Zentralbank steht derzeit vor der Entscheidung, ob und in welchen Schritten sie vor dem Hintergrund des robusten konjunkturellen Aufschwungs im Euroraum die Leitzinsen noch weiter erhöhen soll; sie selbst sieht aufgrund des hohen Geldmengen- und Kreditwachstums und der Gefahr hoher Lohnabschlüsse mittelfristig nach wie vor Aufwärtsrisiken für die Preisniveaustabilität. Die Finanzmärkte erwarten im März überwiegend einen weiteren Zinsschritt um 25 Basispunkte auf 3,75%. Verschiedene Schätzungen von Taylor-Regeln für den Euroraum deuten indes darauf hin, dass sich die Geldpolitik bei erreichtem Inflationsziel und fast geschlossener Produktionslücke bereits jetzt auf einem neutralen Kurs befindet.<sup>1</sup> Doch wann ist Geldpolitik neutral und an welchen Größen sollte sie sich ausrichten? Und inwieweit ist eine Taylor-Regel zur Beurteilung der Geldpolitik wirklich geeignet?

Für die Taylor-Regel wird eine Gleichung geschätzt, welche die Zinspolitik einer Zentralbank in Abhängigkeit der Produktionslücke und Abweichungen vom Inflationsziel erklärt. Methodisch stellt die Schätzung einer solchen Regel somit nichts weiter dar als ein empirisches Abbild des Zentralbankverhaltens in der Vergangenheit. Daraus ein normatives Urteil darüber abzuleiten, ob eine Zentralbank sich richtig oder falsch verhält, ist zunächst unzulässig. Nur wenn man postuliert, das Verhalten der Zentralbank in der Vergangenheit sei optimal gewesen, kann die daraus abgeleitete Regel als Referenz für die Beurteilung zukünftiger Geldpolitik dienen. Auch, ob eine Geldpolitik expansiv oder restriktiv ist, kann auf der Grundlage einer solchen Taylor-Regel nicht entschieden werden. Es kann nur ausgesagt werden, ob eine Zentralbank sich etwa expansiver oder weniger expansiv verhält, als sie es in der Vergangenheit in vergleichbarer konjunktureller Situation getan hat. Um aber eine Aussage darüber treffen zu können, wann eine Geldpolitik tatsächlich expansiv oder restriktiv wirkt, ist es notwendig zu wissen, wie stark und in welche Richtung Inflation und Produktionslücke auf Zinsänderungen reagieren, und nicht, wie eine Zentralbank bei gegebener Inflation und Produktionslücke den Zins tatsächlich gesetzt hat.

Eine zentrale Größe für die Taylor-Regel ist die Potenzialrate, die insofern eine wichtige Orientierung für die Geldpolitik darstellt, als sie die Rate angibt, mit der eine

Ökonomie spannungsfrei, d.h. inflationsstabil wachsen kann; aus der Potenzialrate leitet sich – unter bestimmten theoretischen Annahmen – der „neutrale Zins“ ab.<sup>2</sup> Nun handelt es sich bei der Potenzialrate wie beim neutralen Zins aber um eine Größe, die nicht direkt beobachtbar ist und folglich geschätzt werden muss. Da aber die Potenzialrate – je nach ökonomischem Verfahren – mehr oder weniger durch Trendfortschreibung ermittelt wird, stellt sie kein wirkliches „Potenzial“ dar; ein längerfristiger Durchschnitt des tatsächlichen Outputs wird vielmehr als ein solches definiert. Es kommt hinzu, dass nach den gängigen Methoden die geschätzte Potenzialrate auf Entwicklungen am aktuellen Rand sehr sensitiv reagiert, was dem intuitiven Verständnis von „Potenzial“ als längerfristige Orientierungsgröße für die Geldpolitik widersprechen dürfte.

Aber es sind nicht allein die methodischen Probleme, welche die Verwendung der Potenzialrate als geldpolitische Orientierungsgröße problematisch erscheinen lassen. Die Potenzialrate stellt eine gesamtwirtschaftliche Größe dar, die auf disaggregierter Ebene schnell an Aussagekraft verlieren und sogar zu irreführenden Schlüssen führen kann. Wächst eine Ökonomie mit Potenzialrate, kann dies weitgehend spannungsfrei verlaufen, aber auch mit beträchtlichen Verwerfungen zwischen einzelnen Sektoren infolge von Präferenzänderungen oder Produktivitätsverschiebungen verbunden sein. Trotz identischer Potenzialrate kann die Aufgabe der Geldpolitik – wie auch der Wirtschaftspolitik im Allgemeinen – in beiden Fällen doch eine dezidiert unterschiedliche sein. Dies gilt umso mehr für einen nach wie vor so heterogenen Wirtschaftsraum wie den Euroraum. Wie aussagekräftig aber ist eine „gemeinsame“ Potenzialrate für den gesamten Euroraum dann noch für die Geldpolitik? Und wie ist diesbezüglich der „neutrale Zins“ zu interpretieren?

Schließlich kommt noch das Problem hinzu, dass in einer als Durchschnitt berechneten Potenzialrate auch das Verhalten der Zentralbank selbst abgebildet wird. Wäre beispielsweise das Zinsniveau in der Vergangenheit „zu hoch“ gewesen, könnten möglicherweise Investitionen unterblieben sein, die über den Kapazitätseffekt zu einer Erhöhung des Produktionspotenzials beigetragen hätten. Falls also die Geldpolitik in der Vergangenheit irrtümlich zu restriktiv ausgerichtet war,

<sup>1</sup> Vgl. hierzu Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute: Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Frühjahr 2006, Hamburg 2006.

<sup>2</sup> „Potenzialrate“ und „neutraler Zins“ entwickeln sich dabei jedoch nicht notwendigerweise immer gleichgerichtet.

könnte sie damit das tatsächliche Wachstum unter die „wahre“ Potenzialrate gedrückt haben, obgleich sie sich ex post durch die solchermaßen „berechnete“ Potenzialrate in ihren Entscheidungen gerechtfertigt sehen würde. In diesem Zusammenhang ist auch die von der EZB verfolgte Kommunikationsstrategie kritisch zu sehen. Bislang hat sie stets lange vorher die Finanzmärkte auf ihre zinspolitischen Entscheidungen vorbereitet und so versucht, die Erwartungen des Marktes in die gewünschte Richtung zu beeinflussen. Hieraus kann jedoch die Gefahr einer prädeteminierenden Geldpolitik erwachsen. In gewisser Weise stellt dieses Vorgehen die Umkehrung der „Lucas-Kritik“ dar: Ein beliebiges Modell wird wahr, wenn nur alle Akteure daran glauben. Sich wechselseitig bestätigende Erwartungen könnten im schlechtesten Fall am Ende nur die gleichen falschen Annahmen begründen.

Das Konzept der „rationalen Erwartungen“ hat längst Einzug in die praktische Wirtschaftspolitik gehalten, und sicherlich haben die Lehren aus den Zeiten der Stagflation wesentlich dazu beigetragen, Irrwege der Wirtschaftspolitik zu vermeiden. Gerade in der Geldpolitik spielen Erwartungen eine maßgebliche Rolle, und der Erfolg der Zentralbank hängt wesentlich davon ab, inwieweit es ihr gelingt, diese zu stabilisieren. Hierfür ist es unbestreitbar wichtig, dass sie ihre geldpolitischen Entscheidungen überzeugend kommuniziert. Angesichts theoretischer und methodischer Unsicherheiten darüber, an welchen Größen sich die EZB ausrichten sollte, scheint in der derzeitigen konjunkturellen Situation aber eher eine abwartende und „moderierende“ Rolle der Geldpolitik geboten zu sein.

*Henning Vöpel*  
*voepel@hwwi.org*