Finanz und Wirtschaft, 24 Nov 2012

«Keine Notenbank ignoriert das Wachstum»

LARS SVENSSON Der stellvertretende Gouverneur der Riksbank hält nicht viel von geldpolitischen Instrumenten zur Dämpfung der Immobilienpreise

Lars Svensson gehört zu den Vordenkern in der Notenbankszene. Der stellvertretende Gouverneur der schwedischen Zentralbank Riksbank hat anlässlich des ersten Forums des UBS International Center of Economics in Zürich mit der FuW gesprochen. Er betont die Bedeutung einer transparenten Informationspolitik der Zentralbanken. Die Bändigung eines Immobilienbooms durch die Geldpolitik hält er für zu kostspielig.

Herr Svensson, welche Auswirkungen hat die Eurokrise auf Schweden?

Sie schwächt vor allem die Exporte und damit die Gesamtnachfrage. Schweden ist in einer schweren Rezession, und die Arbeitslosenquote steigt. Derzeit beträgt sie 7,8%, so viel wie in Grossbritannien und in den USA. Die Inflationsrate liegt mit 0,4% weit unter dem Ziel von 2%. Unser Leitzins ist mit 1,25% viel zu hoch. Wie Sie wissen, liegt die Overnight Rate in der Eurozone nahe bei null. Unsere Währung – die Krone – ist dank hoher Zinsen stark, die Exporte sind eingebrochen.

Die Rezession wäre ohne quantitative Lockerung der Notenbanken weit schlimmer verlaufen.

Sie sind Vizechef der schwedischen Zentralbank, warum unternimmt die Riksbank nicht mehr?

Unser Entscheidungsgremium ist gespalten. Eine Kollegin und ich fordern einen tieferen Leitzins, während die Mehrheit einen höheren Zins befürwortet. Wir streiten darüber an jeder Sitzung. Das ist sehr transparent. Unsere Sitzungsprotokolle werden veröffentlicht.

Wie argumentiert denn die Mehrheit?

Ihre Vertreter befürchten eine steigende Verschuldung der privaten Haushalte und zu hohe Immobilienpreise. Aber sie haben nie klargemacht, weshalb andere Massnahmen gegen die Überhitzung des Immobilienmarktes nicht besser wären.

Diese Debatte führen wir in der Schweiz auch, was entgegnen Sie?

Dass die Geldpolitik kein effizientes Instrument darstellt, um mit Privatverschuldung und Hauspreisen umzugehen. Um zu verhindern, dass die Hauspreise 10% steigen, müsste ich die Leitzinsen so stark erhöhen, dass das Bruttoinlandprodukt etwa 6% abstürzt und die Arbeitslosigkeit etwa 3% zunimmt. Der Einsatz der Geldpolitik hat in diesem Bereich enorme Kosten. Viel effektiver sind etwa eine Belehnungsgrenze gemessen am Wert der Immobilien, höhere Risikogewichte von Hypothekardarlehen bei Banken oder eine Änderung der steuerlichen Abzugsregeln. Alles ist besser zur Beeinflussung der Hauspreise als die Geldpolitik.

Was denken Sie über die Schweizer Situation? Der Franken hat sich zum Euro ebenfalls übermässig aufgewertet. Die Nationalbank hat deshalb in die Devisenmärkte eingegriffen und einen Mindestkurs des Euros in Franken installiert.

Als Zentralbanker gebe ich keine Ratschläge an Kollegen in anderen Ländern. Eingriffe in die Devisenmärkte zur Verhinderung einer Aufwertung stellen für mich ganz gewöhnliche Geldpolitik dar – eine Ausweitung der Geldmenge. Es ist also nicht das, was Ökonomen als Beggar-thy-Neighbour-Politik bezeichnen.

Wollte Schweden wie die Schweiz je an den Devisenmärkten intervenieren?

Ich habe diese Möglichkeit 2009 in einer Rede über die Nullzinspolitik erwähnt. Doch uns bleiben vorerst – im Unterschied zur Schweiz – andere Möglichkeiten: Wir könnten den Zins wie gesagt noch senken, und ich würde lieber dies tun.

Über die Rolle der Geldpolitik finden seit der Krise heftige Debatten statt. Die alte Sicht, nach der die Notenbanker einzig auf die Preisstabilität achten sollen, ist umstritten, und der Leitzins wirkt als Instrument oft nicht mehr.

Wir müssen Krisenzeiten von gewöhnlichen Zeiten unterscheiden, in denen eine traditionelle Geldpolitik gefragt ist. Diese würde ich mit dem Begriff «flexibles Inflationsziel» zusammenfassen. Hierbei wird ein Pfad für den Leitzins festgelegt, der die Preise beim Inflationsziel stabilisiert.

Meinen Sie die Taylor-Regel, die immer wieder als Massstab für die Notenbankpolitik herangezogen wird?

Nein. Der Leitzinspfad ist so zu wählen, dass die Inflationsprognose nahe beim Inflationsziel liegt und die Arbeitslosigkeit etwa dort, wo sie langfristig sein sollte. Es geht darum, Preisentwicklung und Realwirtschaft zu stabilisieren.

Daran orientiert sich aber die EZB offiziell nicht, sie hat nur ein Inflationsziel.

Ja, ein striktes Inflationsziel gibt vor, sich nur an der Teuerung zu orientieren. In der Praxis orientieren sich aber alle Zentralbanken an einer flexiblen Zielsetzung – ob sie das nun so sagen oder nicht. Das heisst, sie berücksichtigen die Realwirtschaft und machen temporär Konzessionen bei der Teuerung. Vor der Krise hat das gut funktioniert, und es wird auch danach wieder gut funktionieren. Aber in der Krise gibt es Aspekte, die gesondert betrachtet werden müssen. Das gilt für den Fall, dass sich eine Wirtschaft so stark abschwächt, dass die Leitzinsen bis auf null sinken.

Keine Notenbank hat ein nominelles BIP-Targeting ausprobiert, daher wissen wir nicht, ob es wirkt.

Sie sprechen von der Liquiditätsfalle.

Ja. Wenn ein Zins bei null ankommt und tiefere Sätze nötig wären – was kann man tun? Wir haben seit 2008 gelernt, dass einiges mehr getan werden kann: zum Beispiel das Quantitative Easing. Auch wenn die Leitzinsen – das heisst die Kurzfristzinsen – bei null liegen, gilt das nicht unbedingt für die Langfristsätze. Die Zentralbank kann sie nach unten drücken, indem sie langfristige Anleihen kauft. Das Fed hat das gemacht, ebenso die Bank of England. Forschungsergebnisse zeigen, dass das die Wirtschaft stimuliert hat.

Die Massnahmen sind aber auch sehr umstritten.

Es gibt zwar eine grosse Debatte darüber, wie stark der Effekt war. Aber fast alle Experten sind sich darin einig, dass die Rezession ohne diese Massnahmen schlimmer verlaufen wäre.

Ein neues Ziel von Notenbanken ist auch, die Inflationserwartungen zu erhöhen.

Bei einem Zins von null kann man noch immer den Realzins senken, also den Nominalzins abzüglich der Teuerung. Wenn Sie also die Inflationserwartungen erhöhen können, führt das zu einem tieferen Realzins. Dies kurbelt wiederum die Investitionen an. Einige Leute haben vorgeschlagen, dass eine Zentralbank bei einer Liquiditätsfalle ihr Inflationsziel erhöhen sollte. Ich glaube das nicht. Aber man sollte auch nicht nervös werden, wenn

man das Inflationsziel überschiesst.

Aber wie wollen Sie die Inflationserwartungen glaubwürdig erhöhen, wenn Sie das Inflationsziel nicht ebenfalls erhöhen? Zudem dürfte das Anstreben einer höheren erwarteten Inflation politisch auf wenig Akzeptanz stossen.

In den USA hat die Zentralbank sich darauf festgelegt, den Leitzins für eine längere Zeit bei 0% zu belassen. Auf diesem Weg verspricht die Zentralbank, die Wirtschaft weiter zu stimulieren. Dies kann dazu führen, dass die Leute von einer leicht höheren Inflationsrate ausgehen.

Glauben Sie, dass das funktioniert?

Es gibt in der Fachliteratur ausreichend Hinweise darauf, dass eine Politik der zukunftsorientierten Information über die Leitzinsentwicklung nützt. Beim Fed und bei der Bank of Canada hat man zu Beginn der Krise angekündigt, dass der Leitzins längere Zeit tief bleibt. In Neuseeland, in Norwegen und bei uns in Schweden – und seit kurzem beim Fed – ist man noch weiter gegangen und hat sogar den künftigen Leitzinspfad veröffentlicht.

Nach einem weiteren Vorschlag sollen sich Zentralbanken gar direkt am nominellen Bruttoinlandprodukt bzw. BIP ausrichten.

Michael Woodford hat das in seiner Jackson-Hole-Rede vorgeschlagen. Wenn das BIP weniger als erwartet zunimmt, lässt man das Preisniveau stärker wachsen. Dann bleibt das Einkommen nominell auf dem Zielpfad. Wenn die Leute das glauben, steigen die Inflationserwartungen, die Realzinsen sinken. Das stimuliert die Wirtschaft. Niemand hat ein nominelles BIP-Targeting ausprobiert, daher wissen wir in der Praxis nicht, ob es wirkt.

INTERVIEW: MARKUS DIEM MEIER

Zur Person

Lars Svensson zählt zu den **weltweit einflussreichsten Ökonomen** im Bereich Makroökonomie und speziell Geldpolitik. Als Professor an der US-Eliteuniversität **Princeton** hat er sich zu Beginn des Jahrtausends gemeinsam mit dem heutigen Notenbankchef der USA, Ben Bernanke, sowie mit Michael Woodford und Paul Krugman bereits intensiv mit Problemen der Geldpolitik und den Lösungen dafür auseinandergesetzt, wie sie heute in vielen Ländern dominieren. Heute ist Svensson **stellvertretender Gouverneur der schwedischen Zentralbank,** die mit ähnlichen Problemen konfrontiert ist wie die Schweiz. **MDM**