



## AUTOREN



**Prof. Dr. Thomas Straubhaar**  
Direktor des HWWI  
Tel: 040 - 34 05 76 - 100



**Dr. Henning Vöpel**  
Senior Economist im HWWI  
Tel: 040 - 34 05 76 - 334

## FINANZMARKTKRISE

### Zwischen Inflation und Deflation: Geldpolitik in schwierigen Zeiten

Noch vor einer Woche hatte die Europäische Zentralbank beschlossen, den Leitzins trotz Finanzmarktkrise bei 4,25 Prozent zu belassen. Nun hat sie ihn angesichts der jüngsten Zuspitzung der Krise auf 3,75 Prozent gesenkt. Ein Schritt, der auch mit Blick auf die realwirtschaftlichen Gegebenheiten richtig war, auch wenn er vor allem als Symbol wichtig war und die enge Kooperation mit der Federal Reserve Bank (Fed) und anderen Zentralbanken im Vordergrund stand.

Die EZB stand und steht bei ihrer Zinspolitik vor schwierigen Entscheidungen. Schon längere Zeit hat sich die Konjunktur im Euroraum eingetrübt. Noch aber bleibt die Beschäftigung stabil. Vor allem aus deutscher Sicht sprach lange Zeit vieles für eine Politik der ruhigen Hand und einer stabilen Zinspolitik. Nun aber bedroht die Finanzkrise in dramatischer Weise die Stimmung. Die realen Folgen machen sich bemerkbar. Die Automobilbranche meldet Alarm. Opel, BMW & Co. müssen ihre Produktion drosseln, weil die Nachfrage weg bricht. Eine Rezession droht. In den letzten Tagen hat sich zudem die Lage auf den Finanzmärkten weiter zugespitzt. Immer mehr Länder mussten mit immer größeren staatlichen Schutzschirmen die nationalen Kreditmärkte vor dem drohenden Untergang retten. Da stellte sich zwangsläufig die Frage, welchen Beitrag die Notenbanken beim Krisenmanagement zu leisten im Stande sind.

Kann die EZB mit einer Zinssenkung verhindern, dass es zu einer länger anhaltenden, tiefen Konjunkturschwäche kommt? Bei

der letzten Rezession in USA und nach dem 11. September 2001 war eine Tiefzinspolitik erfolgreich. Rasch fand die Wirtschaft wieder Tritt. Eine lange und schwere Rezession konnte vermieden werden. Allerdings wissen wir, dass der Erfolg von damals zu den Problemen von heute beigetragen hat. Nichtsdestotrotz stellt sich die Frage, ob die EZB mit ihrer Zinssenkung auch dieses Mal erfolgreich sein wird.

Das derzeit primäre Ziel der Zentralbanken ist die kurzfristige Sicherung des Zahlungsverkehrs. Hiervon hängen Vertrauen und Stabilität der Finanzmärkte maßgeblich ab. Vor diesem Hintergrund haben die Zentralbanken dem Markt zusätzliche Liquidität zugeführt. **In der mittleren Frist gilt es dagegen zwischen möglichen Inflations- und Deflationsgefahren abzuwägen. Inflationserwartungen steigen, weil sehr viel Liquidität und Staatsgeld in die Märkte gepumpt wurde. Deflationsgefahren nehmen zu, weil als Folge der geplatzten Vermögensillusionen, der Angst und der Unsicherheit sowie Sorgen um die Beschäftigungsentwicklung der Konsum einbrechen könnte.** Die Erfahrung Japans in den 1990er Jahren verdeutlicht, wie schmal der Grat ist und wie schnell eine Volkswirtschaft nach dem Platzen einer Immobilienblase in eine lang anhaltende Depression abstürzen kann. Deshalb ist es so wichtig, bei Zinsentscheidungen nicht nur das Inflationspotenzial, sondern auch die Deflationsgefahren im Auge zu behalten.

Die Unsicherheit und der Vertrauensverlust haben bei den Banken zu einer höhe-

ren Reservehaltung geführt. Ebenso ist bei Unternehmen und Haushalten die Geldnachfrage aus dem Vorsichtsmotiv gestiegen. Dies absorbiert Liquidität und kann – bei einer Transmission über relative Preise – am Ende zu sinkenden Vermögenspreisen führen. Wenn dann über negative Vermögenseffekte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage sinkt und „Mengen“ schneller als „Preise“ reagieren, kann dies Einkommen und Beschäftigung verringern: Der Absatz beginnt zu stocken. Umsätze brechen ein. Rabatte müssen gewährt, Preise gesenkt werden. Das setzt eine Deflationsspirale in Gang, weil Kunden warten, bis die Güter noch einmal billiger geworden sind. In erster Konsequenz steigt die Arbeitslosigkeit, danach sinken Preise und Löhne – und es ist nicht mehr weit, bis die Deflation die Wirtschaft fest in den Griff nimmt. **Um dieses Szenario zu verhindern, muss die Geldpolitik schnell reagieren, bevor Investitionen und Konsum vollkommen zinsunelastisch sind und Geldpolitik unwirksam wird. Staatliche Konjunkturprogramme sollten angesichts der notwendigen Konsolidierung öffentlicher Haushalte nur die ultima Ratio sein.**

Was also bleibt zu tun? Ist ein staatliches Eingreifen, die Übernahme von Bürgschaften und Ausfallrisiken, sinnvoll und ordnungspolitisch gerechtfertigt? In Marktwirtschaften werden Investitions- und Allokationsentscheidungen dezentral getroffen. Preise sind typischerweise Ausdruck und Indikatoren von fundamentalen Entwicklungen und leiten die Investitionsentscheidungen. Spekulation aber kann einzelne Preise und damit die Einschätzung von Fundamentaldaten verzerren. So geschehen auf dem US-Immobilienmarkt, dem Auslöser der derzeitigen Finanzkrise. Die Spekulationsblase auf dem US-Immobilienmarkt wurde durch die weltwirtschaftliche Konstellation mit niedrigen Zinsen, hohem Wachstum und globalen Ungleichgewichten (das hohe US-Defizit und Chinas Währungsreserven) begünstigt. Die Erwartungen steigender Preise haben tatsächlich zu Preissteigerungen geführt, die das Investment unmittelbar rechtfertigten und weitere Spekulation nährten. Es kam zur Bildung einer spekulativen Blase. Und genau hierin besteht das systemische Risiko: Wo Investitionen und Anlageentscheidungen bei spekulativ steigenden Preisen noch

individuell rational sind, sind sie gesamtwirtschaftlich schon lange ineffizient. Die Folge sind Überinvestitionen und makroökonomische Ungleichgewichte – Vorläufer einer realwirtschaftlichen Krise.

**Vor diesem Hintergrund ist es richtig, dass der Staat mit Garantien für die Spareinlagen und durch die Übernahme von Bürgschaften Vertrauen schafft. Die Zentralbanken sollten diese Maßnahmen mit Zinssenkungen unterstützen. Denn sollte es doch zu einer Rezession kommen, können jetzt gegenläufige Politiken von Staat und Zentralbanken in eine Glaubwürdigkeitsfalle geraten.** Es gilt, den Dominoeffekt zu unterbrechen, um die Ausbreitung auf gesunde Banken und Branchen zu verhindern. Je früher dies gelingt, umso geringer sind die volkswirtschaftlichen Kosten. Genau aus dem Grunde ist, aller bestehen bleibender Inflationsgefahren zum Trotz die Zinssenkungsstrategie der Notenbanken der zurzeit richtige Weg, um der realen Wirtschaft geldpolitisch zu Hilfe zu eilen.

*Dieser Beitrag ist am 8. Oktober 2008 auf FTD-WirtschaftsWunder erschienen.*