

## Ist die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten zu expansiv ausgerichtet?

Nils Jannsen und Joachim Scheide

Die Fed hat auf die Immobilien- und Finanzkrise in den Vereinigten Staaten mit einer extrem expansiv ausgerichteten Geldpolitik reagiert. Dazu hat sie, beginnend in der zweiten Jahreshälfte 2007, nicht nur den Leitzins innerhalb von eineinhalb Jahren von 5,25 Prozent auf nahe null gesenkt sondern, hat die Finanz- und Immobilienmärkte auch durch direkte Eingriffe massiv gestützt. Vor dem Hintergrund der anhaltend hohen Arbeitslosigkeit wurden die Maßnahmen der sogenannten quantitativen Lockerung mit der Ankündigung, amerikanische Staatsanleihen in einem Volumen von 600 Mrd. Dollar aufzukaufen, sogar noch einmal erweitert.

Es stellt sich zunehmend die Frage, ob die extrem expansive Ausrichtung der Geldpolitik noch angemessen ist. Zum einen könnten die zusätzlichen Maßnahmen mittelfristig eine nicht zu unterschätzende Gefahr für Preisstabilität darstellen, auch wenn ihre stimulierende Wirkung auf die Konjunktur zweifelhaft ist.<sup>a</sup> Zum anderen könnte die Nullzinspolitik bei der derzeitigen konjunkturellen Lage bereits zu expansiv sein.

Letzteres soll anhand einer Taylor-Regel untersucht werden, die sich als ein Standardwerkzeug zur Einschätzung der Geldpolitik einer Zentralbank etabliert hat. Sie beschreibt das angemessene Niveau des Leitzinses einer Zentralbank  $i_t^*$  anhand der aktuellen Inflationslücke, also der Differenz zwischen der Inflationsrate  $\pi_{t-1}$  und dem Inflationsziel  $\pi^*$  der Zentralbank, und der Produktionslücke, also dem Verhältnis zwischen Bruttoinlandsprodukt  $y_{t-1}$  und dem Produktionspotential  $y_{t-1}^P$  (Taylor 1993):

$$i_t^* = rr^* + \pi_{t-1} + \alpha(\pi_{t-1} - \pi^*) + \beta(y_{t-1} - y_{t-1}^P). \quad (1)$$

Die Parameter  $\alpha$  und  $\beta$  bestimmen, welches Gewicht die Abweichung vom Inflationsziel und die Produktionslücke für die Ausrichtung der Geldpolitik haben. Liegt die Inflation auf dem Ziel und ist die Produktionslücke geschlossen, so sollte der Zins der Regel zufolge der Inflationsrate zuzüglich dem gleichgewichtigen Realzins  $rr^*$  entsprechen. Letzterer wird für gewöhnlich gleich der Wachstumsrate des Produktionspotentials gesetzt.

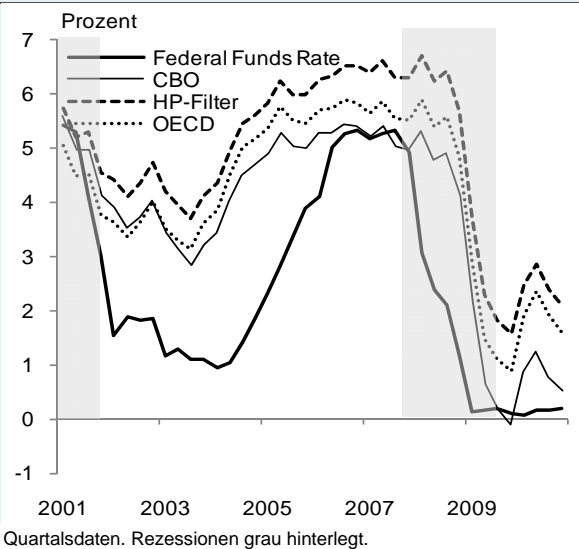
Ein wichtiges Kriterium für die Beurteilung der Geldpolitik gemäß der Taylor-Regel ist die Produktionslücke. Schätzungen der Produktionslücke unterliegen allerdings einer Unsicherheit. Diese ist derzeit besonders hoch, da noch nicht abschließend beurteilt werden kann, ob die erlittenen Produktionsverluste dauerhafter Natur oder vorübergehend sind. Folglich variieren die Schätzungen der Produktionslücke für die Vereinigten Staaten derzeit stark. So schätzt das Congressional Budget Office (CBO) die Produktionslücke für das vierte Quartal 2010 auf rund 6 Prozent, während die OECD sie auf etwa 3,5 Prozent veranschlagt und Schätzungen auf Basis des Hodrick-Prescott-Filters eine Produktionslücke in Höhe von 2 Prozent ergeben.<sup>b</sup>

Für die Berechnung des Taylor-Zinses setzen wir die Parameter  $\alpha$  und  $\beta$  wie von Taylor (1993) ursprünglich vorgeschlagen auf jeweils 0,5, die Wachstumsrate des Produktionspotentials veranschlagen wir auf 2,5 Prozent. Für die Inflationsrate verwenden wir den Preisindex der privaten Konsumausgaben, der für die Fed für die Einschätzung der Inflationsentwicklung maßgeblich ist; das Inflationsziel der Fed veranschlagen wir auf 2 Prozent.

Gemäß der Taylor-Regel wäre die Nullzinspolitik lediglich dann gerechtfertigt, wenn man die Schätzungen der Produktionslücke des CBO unterstellt (Abbildung 1). Auf Basis der Schätzungen der OECD wäre ein Zins von rund 1,5 Prozent derzeit angemessen. Zieht man die Ergebnisse auf Basis des HP-Filters heran, sollte der Zins bereits über 2 Prozent liegen. Die Erfahrungen mit den langfristigen negativen Auswirkungen von Finanz- und Immobilienkrisen deuten jedoch darauf hin, dass das Produktionspotential nach einer solchen Krise deutlich niedriger zu veranschlagen ist.<sup>c</sup> Vor diesem Hintergrund ist die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten unserer Einschätzung nach derzeit zu expansiv ausgerichtet.

<sup>a</sup>Zu den möglichen Wirkungen und möglichen Gefahren der zusätzlichen Maßnahmen zur quantitativen Lockerung vgl. Jannsen und Scheide (2010a) sowie Boysen-Hogrefe et al. (2010: 11). — <sup>b</sup>Eine Produktionslücke in Höhe von rund 2 Prozent auf Basis des Hodrick-Prescott-Filters ergibt sich für den relativ hohen Wert des Glättungsparameters  $\lambda$  von 100 000. Wählt man den für Quartalsdaten regelmäßig verwendeten Wert von 1600, so wäre die Produktionslücke den Schätzungen zufolge bereits wieder geschlossen. — <sup>c</sup>Vgl. dazu Jannsen und Scheide (2010b) und die darin aufgeführte Literatur.

Abbildung 1:  
Zins gemäß alternativer Schätzungen der Produktionslücke und tatsächlicher Zins 2001–2010



Quelle: Congressional Budget Office, *The Budget and Economic Outlook*; OECD, *Economic Outlook*; US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; eigene Berechnungen.

## Literatur

- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, B. van Roye und J. Scheide (2010). Weltkonjunktur schwächt sich ab. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2010. Kieler Diskussionsbeiträge 486/487. IfW, Kiel.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2010a). Nochmalige quantitative Lockerung in den USA: Ein Ritt auf dem Tiger. IfW-Fokus 85. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2010b). Growth Patterns after the Crisis: This Time is not Different. Kiel Policy Brief 22. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Taylor, J.B. (1993). Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 195–214.