

Tagung des Liberalen Instituts

Schuldenkrise ohne Ende: Wie weiter mit unserem Währungssystem

19. April 2011

**Die Grenzen der Geldpolitik**

Marcel R. Savioz<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Schweizerische Nationalbank und Universität St.Gallen.

## 1. Einleitung<sup>2</sup>

Mein Thema befasst sich mit den Grenzen der Geldpolitik. Zentralbanken werden zuweilen als mächtig beschrieben. Der Chairman des Board of Governors of the Federal Reserve System wird gelegentlich als zweitwichtigster Mann der Vereinigten Staaten, direkt hinter dem Präsidenten, dargestellt. Ist das richtig? Wo liegen die Grenzen der Geldpolitik?

Ich werde mein Thema stark eingrenzen. Erstens, werde ich versuchen, ihnen die Konsenssicht hinsichtlich der Grenzen der Geldpolitik aufzuzeigen. Wo liegen diese Grenzen laut *Mainstream Economics*?

Zweitens, werde ich nur die Grenzen bezüglich der Hauptaufgabe der Geldpolitik, d.h. der Bewahrung der Preisstabilität, darstellen: Wie gut kann die Geldpolitik Inflation kontrollieren? Welche Schranken werden der Befolgung anderer Ziele, wie einer günstigen konjunkturellen Entwicklung, durch die Bewahrung der Preisstabilität gesetzt?

Ich werde somit eine Reihe von spannenden Themen, welche mit Grenzen der Geldpolitik zu tun haben, auslassen, wie z.B.: Beschränkt die Globalisierung die Wirksamkeit der Geldpolitik? Hat die Finanzkrise den Spielraum der Zentralbanken verringert oder erweitert?

Auch wenn ich mich auf die *basics*, die Grundlagen, konzentrieren werde, hoffe ich, dass ich sie mit meiner Fokussierung auf Inflation nicht enttäusche. Inflationsgefahren, oder symmetrisch dazu Deflationsgefahren, waren und sind immer ein aktuelles Thema. Dieses Wochenende machte Weltbank Präsident Robert Zoellick an der Frühjahrestagung des IWFs und der Weltbank auf die Gefahren von Inflation – im Speziellen der Nahrungsmittelpreisinflation – in den Schwellenländern aufmerksam. In den Industrieländern ist die Geldpolitik bekanntlich expansiv und die EZB hat, mit dem Hinweis auf die Inflationserwartungen, ihren Leitzins am 7. April angehoben: *Our decision will contribute to keeping inflation expectations in the euro area firmly anchored in line with our aim of maintaining inflation rates below, but close to, 2% over the medium term*, so EZB-Präsident Jean-Claude Trichet.

Wie sie wissen, muss ich sie als Mitarbeiter einer Zentralbank darauf aufmerksam machen, dass die vorgetragenen Ansichten meine persönlichen sind und dass sie nicht unbedingt mit

---

<sup>2</sup> Ich möchte mich bei Maja Ganarin für kritische Kommentare bedanken.

denjenigen der Schweizerischen Nationalbank übereinstimmen müssen.

Es gab bisher in der Makroökonomie zwei Perioden, in welchen sich eine Konsenssicht betreffend Inflation herausgebildet hat. Laut der ersten Konsenssicht ist Inflation ein monetäres Phänomen. In der zweiten wird sie ferner als ein dynamischer Prozess verstanden. Mein Vortrag wird diese zwei Konsenssichten, mit dem dazugehörigen Verständnis der Grenzen der Geldpolitik, darstellen. Er ist somit in zwei Hauptteile, monetäres und dynamisches Verständnis der Inflation, unterteilt und chronologisch, von alt zu neu, geordnet.

## 2. Inflation als monetäres Phänomen

Die erste Konsenssicht in der Makroökonomie war die neoklassische Synthese. Sie ist als Synthese aus dem Keynesianismus und der vor-keynesianischen Ökonomie – von Keynes als klassische Ökonomie bezeichnet – entstanden. Wie es Paul Samuelson erklärte, ist die Bezeichnung Synthese nicht nur Ausdruck dieser Entstehungsgeschichte, sondern auch Ausdruck einer breiten Zustimmung der Ökonomen: Neunzig Prozent würden, nach seiner Einschätzung, dem Ansatz beipflichten.

Die neoklassische Synthese erreichte ihren Höhepunkt Mitte der siebziger Jahre. Sie hat die Lehrbücher jedoch lange unangefochten dominiert. Heute wird sie vor allem in einführenden Lehrbüchern unterrichtet. In der Forschung und in wissenschaftlichen Publikationen spielt sie schon lange keine Rolle mehr. Nach wie vor werden jedoch neoklassische Modelle für die Erstellung von Konjunktur- und Inflationsprognosen verwendet.

Zweck des neoklassischen Ansatzes ist es, die Schwankungen der Konjunktur und des Preisniveaus als Resultat des Zusammenspiels von gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und gesamtwirtschaftlichem Angebot zu erklären.

Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kann durch die Fiskalpolitik und die Geldpolitik beeinflusst werden. Somit eröffnet das Nachfrage-Management (*demand management*) die Möglichkeit, eine Volkswirtschaft aus einer Depression oder Rezession herauszuführen. Fiskal- und Geldpolitik können jedoch nur die nominelle gesamtwirtschaftliche Nachfrage erweitern. Die Preis- und Mengenzusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage – hohe wirtschaftliche Aktivität bei tiefer Inflation oder, ungünstiger, tiefe

wirtschaftliche Aktivität bei hoher Inflation – bleibt Ungewiss und ausserhalb der Reichweite des Nachfrage-Managements.

In der Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage gibt es jedoch eine Asymmetrie zwischen Fiskal- und Geldpolitik. Während die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch eine Expansion der Geldmenge in unbeschränktem Umfang erweitert werden kann, vermag eine Ausweitung der realen Staatsausgaben dies nur in beschränktem Ausmass, da dies bei fixen Geldmengen zu Zinserhöhungen führt (crowding out). Weil das gesamtwirtschaftliche Angebot durch das Nachfrage-Management unberührt bleibt, kann ein kontinuierlicher Anstieg des Preisniveaus deshalb nur auf eine kontinuierliche Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zurückgeführt werden, welche auf einer expansiven Geldpolitik gründet. Inflation, verstanden als ein andauernder Preisanstieg, ist deshalb nur durch eine Ausweitung der Geldmenge möglich. Wie Milton Friedman es 1970 ausdrückte: *Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon, in the sense that it cannot occur without a more rapid increase in the quantity of money than in output.* In der neoklassischen Synthese ist eine expansive Geldpolitik eine notwendige Bedingung für Inflation. Auch wenn die Ursache der Inflation eine andere ist (zum Beispiel Lohnforderungen), ist es notwendig, dass sie durch eine monetäre Expansion begleitet wird. Man spricht von monetärer Alimentierung oder akkommodierender Geldpolitik. Geld ist somit ein Glied in der Kausalkette die zu Inflation führt.

Interessant ist zu bemerken, dass in der neoklassischen Synthese die Geldmenge direkt unter der Kontrolle der Zentralbank ist. Dies ist der Fall, weil angenommen wurde, dass die Zentralbank Obligationen auf dem Kapitalmarkt direkt von Unternehmungen, Haushalten oder Banken kauft. Dies wird heute als Quantitative Easing bezeichnet. Zentralbanken sind in der Regel aber eher am Geldmarkt als am Kapitalmarkt aktiv. Das Gebäude der neoklassischen Synthese musste deshalb – neben der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und dem Angebot – um einen dritten Trakt ergänzt werden: dem Geldangebot oder dem Geldmultiplikator. Dieser beschrieb den Zusammenhang zwischen der monetären Basis (Zentralbankgeld im Besitz der Banken) und der Geldmenge (Bankengeld im Besitz der Haushalte und Unternehmungen). Die Theorie der Zinsstruktur beschreibt auch einen Zusammenhang zwischen Geld- und Kapitalmarkt. Der Zusammenhang zwischen Zinsstruktur-Theorie und der Geldmultiplikator-Theorie ist jedoch nie geklärt worden, so dass der dritte Trakt eine offene Baustelle blieb.

### 3. Grenzen der Geldpolitik im monetären Ansatz

Wie werden die Grenzen der Geldpolitik in der neoklassischen Synthese verstanden?

Die Grenzen der Geldpolitik sind durch die gesamtwirtschaftliche Angebotskurve gegeben: Eine Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität muss durch eine Zunahme des Preisniveaus oder der Inflation erkaufte werden.

Hinter der gesamtwirtschaftlichen Angebotskurve verbirgt sich die Annahme, dass die Löhne weniger flexibel sind als die Preise. Eine Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage bewirkt somit einen Druck auf die Reallöhne. Tiefere Reallöhne erhöhen die wirtschaftliche Aktivität und senken die Arbeitslosigkeit.

Die Wirksamkeit des Nachfrage-Managements gründet folglich auf einem Erwartungsfehler, oder schärfer ausgedrückt, auf einer Täuschung, hinsichtlich der Entwicklung der Inflation und der Reallöhne.

Deshalb ist der Effekt nur kurzfristig erzielbar. Milton Friedman zitierte Abraham Lincoln in diesem Zusammenhang: *You can fool all the people some of the time, and some of the people all the time, but you cannot fool all the people all the time.* Die Inflationserwartungen werden sich verändern, die Löhne holen die Preise ein, die Reallöhne klettern wieder auf das alte Niveau. Langfristig verpuffen die Mengeneffekte und es bleibt die Inflation. Eine expansive Geldpolitik in einer vollbeschäftigten Wirtschaft ist somit mit einem Strohfeder, das mehr Licht als Wärme abgibt, vergleichbar.

Fassen wir die Grenzen der Geldpolitik, wie sie durch diese gesamtwirtschaftliche Angebotskurve, der um Erwartungen erweiterten Phillips Kurve (expectation augmented Phillips Kurve), abgesteckt werden, zusammen:

1. Geldpolitik kann Mengeneffekte in Form einer Erhöhung der wirtschaftlichen Aktivität und einer Senkung der Arbeitslosigkeit in einer unterbeschäftigten Volkswirtschaft erzielen.
2. Sobald Vollbeschäftigung erreicht ist, sind diese Mengeneffekte nur vorübergehender Natur und führen zu einer permanenten Erhöhung der Inflation.
3. Umgekehrt kann eine permanente Senkung der Inflation nur durch eine Senkung der wirtschaftlichen Aktivität und einer Erhöhung der Arbeitslosigkeit erkaufte werden. Solche Disinflationen sind kostspielig. Preisstabilität ist, unter anderem, deswegen ein hohes Gut.

4. Inflation lässt sich geldpolitisch steuern und Preisstabilität liegt in der Verantwortung der Zentralbank.

#### 4. Inflation als dynamischer Prozess

Die zweite Konsensrichtung ist die neue neoklassische Synthese (new neoclassical synthesis). Sie wird auch als neue keynesianische Synthese (new Keynesian synthesis) bezeichnet. Die neue Synthese erreicht nicht die gleich breite Zustimmung wie die alte. Sie dominiert jedoch die Forschung in der monetären Makroökonomie und die Publikationen in wissenschaftlichen Zeitschriften. Sie hat sich in den Lehrbüchern für Fortgeschrittene der monetären Ökonomie durchgesetzt. Entsprechende Modelle zur Prognose der Konjunktur und der Inflation werden in vielen Zentralbanken verwendet. Es ist jedoch noch nicht klar, welches Gewicht diesen Ergebnissen in geldpolitischen Entscheidungen beigemessen wird.

Diese neue Konsensrichtung ist Mitte der Neunziger Jahre aus einer Synthese entstanden. Einerseits ist die Methodologie des Real Business Cycle Ansatzes in die Synthese eingeflossen. Der Real Business Cycle Ansatz stellt ursprünglich den Versuch dar, die Konjunkturschwankungen ausschliesslich auf Perturbationen des technischen Fortschritts zurückzuführen. Andererseits sind Modelle des Preissetzungsverhaltens des neu keynesianischen Ansatzes in die Synthese eingeflossen. Dieser Ansatz ist der Versuch, sowohl die Preis- und Lohnfestsetzung als auch die unvollständige Flexibilität der Preise und Löhne gleichzeitig zu erklären.

Die Theorie besteht aus drei Bausteinen.

Die gesamtwirtschaftliche Nachfragekurve erklärt die konjunkturelle Entwicklung, gemessen als Abweichung des Bruttoinlandprodukts von seinem Wert im gleichmässigen Wachstum (steady state). Laut diesem ersten Baustein hängt die konjunkturelle Entwicklung vom laufenden sowie den erwarteten zukünftigen realen Zinssätzen ab. Die Geldpolitik, weil sie sowohl den Zinssatz kontrolliert als auch die Inflationserwartungen beeinflusst, wirkt direkt auf die konjunkturelle Entwicklung. Das Nachfrage-Management wirkt also nicht mehr über einen Erwartungsfehler – oder eine Täuschung – wie es in der ersten Synthese der Fall war. Ferner beeinflusst das Nachfragemanagement die reale Nachfrage. Der

geldpolitische Impuls verpufft somit nicht in Preisbewegungen, sondern macht sich in Mengenbewegungen bemerkbar.<sup>3</sup>

Als gesamtwirtschaftliche Angebotskurve dient wiederum eine Phillips-Kurve. Laut diesem zweiten Baustein hängt die Inflation von der Konjunktur und der erwarteten Inflation ab. In dieser neukeynesianischen Phillips Kurve (New Keynesian Phillips Curve) beziehen sich jedoch die Inflationserwartungen auf die Zukunft und nicht auf die Gegenwart. Dies ist ein wesentlicher Unterschied. Der Inflationsprozess wird rekursiv: Die heutige Inflation hängt von der heutigen Konjunktur und von der für Morgen erwarteten Inflation ab. Diese wiederum hängt von der morgigen Konjunktur und der für Übermorgen erwarteten Inflation ab, usw. Die Inflation hängt somit letztlich von der laufenden und der für die Zukunft erwarteten Konjunktur ab.

Der dritte Baustein ist die Beschreibung des Verhaltens der Zentralbank. Meistens wird angenommen, dass sich die Geldpolitik mit einer Taylor Regel beschreiben lässt. Laut dieser Regel setzt die Zentralbank einen hohen Zins, wenn die Inflation ihren Zielwert überschreitet und wenn die Konjunktur überdurchschnittlich gut läuft.

Auch wenn die Mathematik der Modelle z.T. kompliziert sein kann, ist die Kausalstruktur des neuen neoklassischen Ansatzes doch sehr einfach. Erster Schritt: Die Zentralbank setzt den Zinssatz als Funktion der Inflation und der Konjunktur. Zweiter Schritt: Weil das Verhalten der Zentralbank systematisch ist, können Wirtschaftssubjekte den zukünftigen Verlauf der realen Zinssätze voraussehen; dieser erwartete Verlauf bestimmt die Konjunktur. Dritter Schritt: Die heutige und die erwartete zukünftige Konjunktur bestimmen die heutige Inflation.

Weil das Modell die Determinanten der Geldhaltung, die Zins- und Konjunkturentwicklung erklärt, ist auch der Geldmengenverlauf bestimmt. Geld fungiert jedoch nicht mehr als ein Glied in der Kausalkette. Michael Woodford sieht darin einen Vorteil des Ansatzes: Die Voraussagen des Modells bezüglich der Inflation würden ihre Gültigkeit selbst in einer *Cashless Economy* bewahren.

Inflation bleibt trotzdem ein monetäres Phänomen, aber nur in dem Sinne, dass sie von der Geldpolitik abhängt. Es ist ein Verdienst der neuen neoklassischen Synthese, dass sie das

---

<sup>3</sup> Aus diesen Gründen kann der erste Baustein nur beschränkt als „gesamtwirtschaftliche Nachfrage“ bezeichnet werden. Alternativ wird der Ausdruck „IS-Kurve“ verwendet.

Verhalten der Zentralbank zu einem integralen Bestandteil der Theorie der Inflation machte.

Die Kennzeichnung der neuen neoklassischen Theorie der Inflation als dynamischer Prozess, oder präziser als dynamischer Preissetzungsprozess, erachte ich als zutreffend, obwohl sie nicht sehr geläufig ist.<sup>4</sup> In der neukeynesianischen Synthese setzen die Unternehmer die Preise aufgrund ihrer Erwartungen für die zukünftige Preisentwicklung fest, weil sie wissen, dass sie ihre Preise für eine gewisse Zeit nicht verändern können. Dafür kann es verschiedene Gründe geben: Preise zu verändern, verursacht Kosten [menu costs], Preisanpassungen erfolgen nur periodisch [Taylor model of overlapping contracts] oder stochastisch [Calvo model of staggered price adjustment]. Dieses vorausschauende Preissetzungsverhalten ergibt den dynamischen (rekursiven) Charakter der Inflation. Eine erwartete zukünftige Inflation führt bereits heute zu einer höheren Inflation. In der neuen neoklassischen Synthese kann die Inflation wieder mit dem Feuer verglichen werden; es genügt ein Funke, damit es ausbricht!

## 5. Grenzen der Geldpolitik

Kommen wir nun zu den Grenzen der Geldpolitik in der neuen neoklassischen Synthese.

Das keynesianische Nachfragemanagement bleibt im Zentrum des Modells. Die Zentralbank verwendet den Zinssatz, um die Wirtschaft zu stabilisieren. Aber dies erfolgt mit zwei unterschiedlichen Zielsetzungen.

Erstens, muss die Zentralbank die Inflationserwartungen stabilisieren oder, wie es so schön im einleitenden Zitat von EZB-Präsident Jean-Claude Trichet heisst, verankern. Das geldpolitische Verhalten muss so sein, dass explosive Verläufe der Preise ausgeschlossen werden. Die Zentralbank muss dafür sorgen, dass sich ein Erwartungsgleichgewicht (rational expectation equilibrium) bildet: Ihre Zinsentscheidung muss bewirken, dass die Unternehmungen die Preise so setzen, dass diese wiederum dem Inflationsziel der Zentralbank entsprechen.

Ein systematisches und voraussehbares Verhalten der Zentralbank bei der Festlegung der Zinsen ist jedoch nicht genügend, um den Erfolg des Managements der Inflationserwartungen zu garantieren. Gemäss dem Taylor

---

<sup>4</sup> Für eine ähnliche Bezeichnung des Ansatzes, vgl. Françoise Drumetz und Christian Pfister, *Politique monétaire*, Verlag de Boeck Brussel, 2010.

Prinzip (Taylor Principle), muss die Zentralbank, um die Erwartungen zu stabilisieren, auf eine Zunahme der Inflation mit einer noch stärkeren Zunahme des Zinssatzes antworten, so dass der Realzins steigt. Das Taylor Prinzip ist in vielen Modellen genügend, damit sich ein Gleichgewicht der Erwartungen herausbildet. In dieser ersten Zielsetzung des Nachfragemanagements ist die Geldpolitik vergleichbar mit der Feuerpolizei, die die Brandstifter vom trockenen Wald fernhält.

Zweitens, muss die Notenbank in einer Volkswirtschaft, die sich in einem solchen Gleichgewicht der Erwartungen befindet, eine systematisch antizyklische Geldpolitik betreiben. Sie muss laufend unerwarteten Entwicklungen entgegentreten. In dieser zweiten Zielsetzung des Nachfragemanagements ist die Geldpolitik vergleichbar mit der Feuerwehr, die im trockenen Wald jedes Feuerlein im Keim erstickt.

Die Grenzen der Geldpolitik sind also klar aufgezeichnet.

1. Eine nicht-systematische und daher nicht-vorhersehbare Geldpolitik ist nicht wirksam und kann zu Inflation führen.
2. Eine systematische Geldpolitik reicht nicht aus: Die Geldpolitik muss laut dem Taylor Prinzip genügend aggressiv auf die Inflation reagieren, sonst droht sie unwirksam zu werden und Inflation auszubrechen.
3. Gute Kommunikation und Transparenz erhöhen die Wirksamkeit der Geldpolitik. Insbesondere sollte das Inflationsziel bekannt gemacht werden.
4. Inflation lässt sich geldpolitisch steuern und Preisstabilität liegt in der Verantwortung der Zentralbank.

Um die geldpolitischen Entscheidungen zu systematisieren, ist das Befolgen einer geldpolitischen Strategie von Nutzen. Die neue neoklassische Synthese hat das Aufkommen der geldpolitischen Strategie des Inflation-Targetings begünstigt. Seit diese geldpolitische Strategie 1990 erstmals in Neuseeland eingeführt wurde, wurde sie von mehr als zwanzig Ländern übernommen. Die Strategie ist durch drei Elemente gekennzeichnet: i) die Deklaration eines Inflationsziels, ii) die Publikation von Inflationsprognosen, iii) hohe Transparenz und Bereitschaft zur Rechenschaft.

## **6. Die Neue Neoklassische Synthese und die Finanzkrise**

Die neoklassische Synthese ist, kaum hatte sie ihren Höhepunkt Mitte der siebziger Jahre erreicht, zerbrochen. Ein wichtiger

Grund dafür war die damalige erste Ölkrise. Die Stagflation – das simultane Auftreten von Arbeitslosigkeit und Inflation – wurde von den damaligen neoklassischen (ökonometrischen) Modellen nicht vorhergesehen. Diese Fehlprognose hat dem Ansehen der damaligen Makroökonomie bei Wirtschaftspolitikern und in einer weiten Öffentlichkeit geschadet. Grundlegende methodologische Kritiken, insbesondere über die Annahme bezüglich Erwartungsfehlern hinsichtlich der Inflation, haben ferner die neoklassische Synthese in der akademischen Welt diskreditiert.

Wiederholt sich die Geschichte mit der neuen neoklassischen Synthese? Wird die Finanzkrise dem Ruf der Modelle der neuen neoklassischen Synthese schaden? Die jüngste Finanzkrise hat diese Modelle ohne Zweifel bereits jetzt unter eine harte Bewährungsprobe gestellt: Haben diese Modelle den Finanzmärkten und – wichtiger noch – dem Bankensektor eine genügend wichtige Rolle zukommen lassen? „Stresstests“ sind noch im Gange. Sie werden erst beendet sein, wenn die expansive Geldpolitik, die gegenwärtig in vielen Ländern zu beobachten ist, beendet sein wird. Interessant wird insbesondere sein, ob sich die Kausalkette, welche von der neuen neoklassischen Synthese postuliert wird, gegenüber derjenigen der alten Synthese bewährt. Es stellen sich dabei zwei Fragen:

Eine erste Frage ist, ob die Modelle der neuen Synthese der Rolle der Liquidität genügend Rechnung tragen?

In vielen Ländern existiert gegenwärtig, als Folge des Quantitative Easings, eine hohe Liquidität. In den Modellen der alten Synthese bedeutet eine grosse Liquidität eine Inflationsgefahr, wenn diese nicht zurückgenommen wird bevor die Wirtschaft wieder vollbeschäftigt ist. Im Grundmodell der neuen neoklassischen Synthese hingegen hat eine hohe Geldmenge keine Bedeutung für die Inflation. Wie bereits erwähnt kann sich in diesen Modellen die Geldmenge nicht autonom aufgrund einer Veränderung des Verhaltens der Zentralbanken verändern. Die Geldmengenentwicklung wird nur über Bewegungen der ökonomischen Aktivität, der Inflation und des Preisniveaus bestimmt.

Eine zweite Frage bezieht sich auf die Rolle der Inflationserwartungen. In den Modellen der alten Synthese ist ein Liquiditätsüberhang so etwas wie eine latente Inflation. Eine Inflationsgefahr kann bestehen, auch wenn sie sich noch nicht in den Inflationserwartungen bemerkbar macht. In den Modellen der neuen neoklassischen Synthese kann es keine Inflation im Sinne einer dauerhaften Verfehlung des Inflationsziels geben, ohne dass sie sich zunächst in den Inflationserwartungen äussert. Verankerte

Inflationserwartungen sind eine hinreichende Bedingung dafür, dass es keine Inflation geben kann.

Wie die neue neoklassische Synthese die „Stresstest“, auch im Vergleich zur alten Synthese, bestehen wird, wird sich also erst noch weisen. Wirtschaftspolitiker können natürlich das Ergebnis dieser Prüfung nicht abwarten, um ihre Entscheide zu treffen. Es ist daher verständlich, dass sie zu einem Eklektizismus neigen, und die allfälligen Konsequenzen von Entscheidungen an Hand der Vorhersagen von beiden Synthesen, alt und neu, beurteilen.

## 7. Schlussfolgerung

Wo liegen die Grenzen der Geldpolitik? Wir haben diese Frage der Grenzen aus zwei unterschiedlichen theoretischen Sichtweisen, der neuen und der alten neoklassischen Synthese, beleuchtet und beantwortet. Sind die Zentralbanken nun – wie einleitend gefragt – mächtig? Weil die alte Synthese das Verhalten der Zentralbank nicht beschreibt, lässt sich die Antwort nur im Rahmen der neuen neoklassischen Synthese geben. Gemäss der neuen neoklassischen Synthese ist systematisches Verhalten – eine Selbstbindung an eine geldpolitische Strategie – sehr bedeutend, damit die Geldpolitik überhaupt wirksam ist und die Inflation unter Kontrolle behalten kann. Geldpolitiker erinnern demnach an König Odysseus im Epos von Homer, der sich an den Masten seines Schiffes binden lässt. Nur so kann er sein Ziel, die Stadt Ithaka, trotz des Gesangs der Sirenen erreichen! Ist die Geldpolitik nun mächtig, ja oder nein? Die Frage lässt sich vor dem Hintergrund der Mainstream monetären Ökonomie nicht schlüssig beantworten. Ohne Selbstbindung verliert die Geldpolitik ihre Wirkung. Gefesselt an Inflationsziel und geldpolitische Strategie ist sie wirksam. Ist sie dann aber noch mächtig? Ist König Odysseus mächtig? Einerseits, nein, weil er am Masten festgebunden ist. Andererseits, ja, weil er sein Ziel Ithaka dadurch erreicht.