

Euro- und Finanzkrise: Sollte die EZB ihre Aufgabe über die Inflationsbekämpfung hinaus erweitern?

4

Aufgabe der Europäischen Zentralbank ist es, für Preisstabilität zu sorgen. Sollte sie angesichts der Schuldenkrise einiger Euroländer einen Kurswechsel vornehmen und – in unbegrenztem Umfang – Staatsanleihen der Krisenländer aufkaufen? Welche Risiken sind mit einer solchen Politik verbunden?



Thomas Straubhaar*



Henning Vöpel**

Wie weit reichen die Aufgaben der EZB?

Ausgangslage

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ein Ziel, aber mehrere Aufgaben. So lässt sich Artikel 282 des EU-Vertrags zusammenfassen. Er hält fest, dass das von der EZB und den nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, gebildete Eurosystem vorrangig das Ziel hat, »die Preisstabilität zu gewährleisten. Unbeschadet dieses Zieles unterstützt es die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung ihrer Ziele beizutragen.« Die Rechtslage ist somit eindeutig und unstrittig. Es gilt für die EZB der Vorrang des Inflationsziels, und erst nachrangig soll sie andere Ziele verfolgen.¹ Dadurch werden mögliche Zielkonflikte vermieden, was der EZB in Verbindung mit ihrer politischen Unabhängigkeit Glaubwürdigkeit verleiht.²

Seit einiger Zeit wird nun jedoch die Frage diskutiert, welchen Beitrag die EZB zur Lösung der Eurokrise leisten müsste. Insbesondere geht es darum, ob und in welchem Umfang die EZB Staatsanleihen der

Krisenländer aufkaufen sollte.³ Denn fiskalpolitische Lösungen in Form von Rettungsschirmen (EFSF bzw. ESM) haben das Vertrauen der Märkte nicht nachhaltig wiederhergestellt. Aus der Vertrauenskrise droht eine systemische Krise zu werden, die mittlerweile sogar den Fortbestand des Euroraums und des Euro gefährdet. Befürworter eines unbegrenzten Ankaufs von Staatsanleihen argumentieren, dies sei der einzige Weg, um das Vertrauen der Märkte wieder herzustellen, da die EZB als »lender of last resort« im Prinzip unbegrenzt Liquidität bereitstellen und eine Refinanzierung der Krisenländer sicherstellen kann. Gegner sehen das Mandat der EZB überschritten, ihre Unabhängigkeit verletzt und die Glaubwürdigkeit beschädigt. Mittelfristig könne es durch die Ausweitung der Liquidität zu höherer Inflation und schon heute zu einem Anstieg der Inflationserwartungen kommen. Eine Grundsatzdiskussion über Aufgaben, Möglichkeiten und Grenzen der Geldpolitik hat sich an dieser Frage entfacht.

Welchen Beitrag sollte die EZB leisten?

Die Diskussion, ob die EZB verstärkt oder gar unbegrenzt Staatsanleihen ankaufen sollte, lässt sich anhand von drei Fragen führen: 1. Welchem Zweck dient diese Maßnahme? 2. Inwieweit steht diese Maßnahme in Konflikt zum Ziel der Preisniveaustabilität? 3. Stellt die Maßnahme eine begründete und insoweit glaubwürdige Ausnahme dar?

* Prof. Dr. Thomas Straubhaar ist Direktor des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts (HWWI) und Professor für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Wirtschaftspolitik, an der Universität Hamburg.

** Prof. Dr. Henning Vöpel ist Senior Economist am Hamburgischen WeltWirtschaftsinstitut (HWWI) und Professor an der Hamburg School of Business Administration.

¹ Artikel 127 des EU-Vertrags nennt die weiteren grundlegenden Aufgaben der EZB im Einzelnen. Sie »bestehen darin, — die Geldpolitik der Union festzulegen und auszuführen, — Devisengeschäfte im Einklang mit Artikel 219 durchzuführen, — die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten, — das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.« Weiter soll die EZB »zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen« beitragen.

² Zum Zusammenhang von Zentralbankunabhängigkeit und Inflation vgl. Alesina und Summers (1993).

³ Nach Artikel 123 des EU-Vertrags ist der EZB »der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln« untersagt. Der indirekte Aufkauf von Anleihen auf dem Sekundärmarkt ist damit genauso zulässig, wie es möglich wäre, die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) oder ihren Nachfolger, den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) in eine öffentliche Bank umzuwandeln und so den beiden Rettungsschirmen zu ermöglichen, sich bei der EZB direkt und theoretisch unbegrenzt zu refinanzieren.

Die erste Frage betreffend, kann der Ankauf von Staatsanleihen grundsätzlich dem Zweck dienen, i) aus konjunkturellen Gründen eine expansive Geldpolitik zu betreiben, ii) eine Liquiditäts- und Vertrauenskrise im Bankensektor zu lösen, oder iii) die Refinanzierung der Krisenländer sicherzustellen und Staatsschulden mehr oder weniger direkt zu monetarisieren.

Zwar ist konjunkturell zurzeit eine expansive Geldpolitik durchaus angezeigt – und die EZB hat zu diesem Zweck auch bereits den Leitzins auf den schon zwischen Frühjahr 2009 und Frühjahr 2011 erreichten Tiefststand von einem Prozent gesenkt. Ein Ankauf von Staatsanleihen lässt sich damit jedoch nicht rechtfertigen, weil dafür andere, auch konventionelle Instrumente zur Verfügung stehen. Die Abwicklung des Zahlungsverkehrs, die Kreditversorgung und die Finanzintermediation – Fristen-, Größen- und Risikotransformation – sind volkswirtschaftlich zentrale Funktionen von Banken. Dabei kann es zu Störungen kommen, die aufgrund der qua Funktion hohen Vernetzung zwischen Banken systemische Risiken nach sich ziehen. Dann ist es Aufgabe der Zentralbank, als »lender of last resort« die Funktionen und die Stabilität des Finanzsystems zu gewährleisten. Zu diesem Zweck kann es sinnvoll sein, »toxische« Anleihen von Krisenländern, auf die Banken erhebliche Abschreibungen und Wertberichtigungen vornehmen müssten, aus den Bilanzen der Geschäftsbanken herauszukaufen. Zuletzt hatten die Einlagen von Banken bei der EZB Höchststände erreicht, was vielfach als Indikator für eine Vertrauenskrise interpretiert wurde. Um eine solche Vertrauenskrise zu lösen, hat die EZB jüngst in unbegrenzter Höhe längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Jahren zu einem Zinssatz von 1% angeboten. Auch hier gibt es also alternative Instrumente zum Ankauf von Anleihen.

Vieles deutet also darauf hin, dass ein unbegrenzter Ankauf von ausfallgefährdeten (und somit eigentlich für Geschäftsbanken bei der EZB nicht refinanzierungsfähigen) Staatsanleihen primär dem Zweck dienen soll, mit quasi-fiskalischen Mitteln ein Auseinanderbrechen des Euroraums zu verhindern. Mit dem Ankauf soll die EZB den überschuldeten Eurostaaten zu günstigen Zinskonditionen jenes Geld geben, das auf privaten Kapitalmärkten nicht mehr zu haben ist. Damit würde die Eurokrise wohl vorläufig ihr Ende finden. Denn mit dem Versprechen der EZB, notfalls die Refinanzierung der Euroländer zu sichern, wären eine Staatsinsolvenz und implizit auch eine Beteiligung privater Gläubiger ausgeschlossen. Bereits die bloße Ankündigung dieser Maßnahme durch die EZB könnte für Ruhe auf den Kreditmärkten sorgen, so dass Anleihekäufe durch die Notenbank unter Umständen gar nicht mehr oder nur in geringem Umfang notwendig würden. Eine solche geldpolitische Strategie (gelegentlich auch als »Bazooka« bezeichnet) wäre das stärkste Instrument der EZB. Es einzusetzen, ist aber

weder kosten- noch risikolos: Die Disziplinierungsfunktion der Märkte – die in der Krise zweifelsohne versagt haben, weil sie eben nicht vorausschauend und in dieser Eigenschaft stabilisierend, sondern im Gegenteil eskalierend gewirkt hatten –, würde explizit durch die EZB ausgehebelt werden. Zum einen dürfte mit einer garantierten Zinsobergrenze und einer somit »bequemen« Refinanzierung der Krisenstaaten deren Anreiz zur Durchsetzung von notwendigen strukturellen Reformen geschwächt werden. Zum anderen würden Banken wieder verstärkt solche Anleihen nachfragen. Die Folge wäre eine Fortsetzung des doppelten *moral hazard* von Staaten, die sich übermäßig verschulden, und Banken, die bereitwillig diese Schulden zu geringen Zinsen finanzieren.⁴

Geldpolitik und Inflation

Die zweite Frage ist, ob der Ankauf von Staatsanleihen in Konflikt zum Ziel der Preisniveaustabilität steht. Mittelfristig ist die Gefahr von Inflation in der Eurozone eher gering – die Kapazitäten sind nach wie vor unterausgelastet, das Wirtschaftswachstum ist schwach, die Arbeitslosigkeit hoch, die private Konsumnachfrage schleppend, und viele Länder werden über Jahre die öffentlichen Haushalte konsolidieren müssen. In einem solchen Umfeld ist das Entstehen einer unkontrollierbaren Lohn-Preis-Spirale wenig wahrscheinlich. Eine Ausweitung der Geldbasis wäre also zurzeit kaum inflationswirksam. Größere Risiken gehen derzeit eher von einer möglichen Vermögenspreis-inflation und der Entstehung von neuen Preisblasen aus.

Weiterhin hätte die EZB die Möglichkeit, die zusätzlich geschaffene Liquidität wieder abzuschöpfen und so den Ankauf von Staatsanleihen zu »sterilisieren«, indem sie weniger Kredite an Banken verleiht. In diesem Fall stiege die Geldbasis nicht. Oder sie offeriert Banken einen so attraktiven Zins für Termineinlagen, dass das Zentralbankgeld über diesen Kanal gleich wieder an die EZB zurückfließt. Genau dieser Strategie ist die EZB bislang gefolgt (vgl. Sachverständigenrat 2011, 107). Selbst ein Anstieg der Geldbasis führt also nicht notwendigerweise zu Inflation. Das Geldangebot weitet sich endogen durch Kredit-schöpfung der Geschäftsbanken aus. Voraussetzung für eine steigende Geldmenge ist daher neben einer entsprechenden Kreditnachfrage die Bereitschaft der Banken, Kredite zu vergeben.⁵ Entscheidend ist daher, mit welchem Multiplikator der Finanzsektor auf die zusätzlich von der EZB bereitgestellte Liquidität reagiert. Und hier zeigt sich momentan keine Gefahr. Die Geldmenge M3 ist im Novem-

⁴ Zum Zusammenspiel zwischen politischen und monetären Institutionen und deren Einfluss auf Restriktionen und Anreize für die öffentliche Finanzen vgl. Grilli et al. (1991).

⁵ Die Vorstellung eines weitgehend endogenen Geldangebots wird in der postkeynesianischen Theorie verfolgt.

ber 2011 gegenüber dem Vorjahr gerade einmal um 2,6% gewachsen (vgl. EZB 2011). Als Orientierungsgröße gilt ein Referenzwert von jährlich 4,5%.

Japan liefert überdies ein Beispiel dafür, dass ein umfangreicher Ankauf von Staatsanleihen nicht notwendigerweise zu Inflation führen muss. Die japanische Staatsverschuldung lag 2005 bei 192% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Die japanische Notenbank hat zum Aufkauf der japanischen Staatsanleihen die Geldbasis zwischen 1996 und 2005 rund verdoppelt (vgl. Bank of Japan 2011). Trotzdem rutschte Japan in jener Zeit in eine lang anhaltende Deflation. Die Verbraucherpreise liegen heute unter dem Niveau von Mitte der 1990er Jahre. Im letzten Jahr gaben die Preise um 2% und in diesem Jahr um 1½% nach. Und das, obwohl Staatsanleihen mehr als 50% der Aktiva der Notenbank ausmachen. Auch in den USA mit einer deutlich höheren Staatsverschuldung von 100% des BIP im Vergleich zur Eurozone mit 89% des BIP und zudem einem deutlich umfangreicheren Ankauf von US-Anleihen durch die Fed (»quantitative easing«) liegt die Inflationsrate in diesem Jahr nur knapp über 2% und wird im nächsten Jahr auf wenig mehr als 1% zurückgehen. Auch im Euroraum könnte es bei einer erneuten Rezession eher wieder zu Deflationsrisiken kommen. In diesem Fall wäre der Einsatz unkonventioneller Instrumente der EZB auch nach monetaristischer Orthodoxie dringend angezeigt.⁶

Das Inflationspotenzial zusätzlicher Liquidität wird zurzeit auch durch die gestiegene Geldnachfrage reduziert, weil in Krisen bei niedrigen Zinsen und hoher Unsicherheit die Geldhaltung zunimmt.⁷ Mit anderen Worten: Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist geringer geworden. Die Frage wird jedoch sein, wie schnell die EZB die ausgeweitete Liquidität wieder abschöpfen kann, wenn die Konjunktur wieder anzieht und es zu einer Normalisierung der Geldnachfrage und des Geldschöpfungsmultiplikators kommen sollte.

Und schließlich ist die Kausalität von Geldmengenwachstum und Inflation heutzutage nicht mehr so eindeutig, wie das in früheren Zeiten der Fall gewesen ist. Die geldpoliti-

schen Transmissionskanäle in einer global hochgradig verflochtenen Weltwirtschaft mit freiem Kapitalverkehr folgen anderen Mechanismen als in historischen Zeiten der stärker geschlossenen Volkswirtschaften.⁸ In den 1920er Jahren waren die Staaten Europas nach dem allgemeinen Elend und Misstrauen, das der Erste Weltkrieg gesät hatte, von einer Politik der relativ starken Offenheit zu einer wieder stärker protektionistischen Politik übergegangen. Demgegenüber spielen im Europa dieses Jahrhunderts Volkswirtschaften und nationale Wirtschaftspolitik nur noch eine nachrangige Rolle. Ähnliche Öffnungsprozesse zeigen sich im Zuge der Globalisierung auch in anderen Regionen der Welt. Allein der Effekt sinkender Importpreise und einer moderaten Lohnpolitik hat die Inflationsraten in Deutschland im letzten Jahrzehnt deutlich gedrückt.⁹ Deshalb sind Zweifel angebracht, ob die Erfahrungen der 1920er Jahre sich auf die heutige Zeit übertragen lassen. Historisch betrachtet, hatte hohe Inflation häufig eng mit dem jeweiligen Wechselkursregime zu tun, wie z.B. in den Zeiten des Goldstandards oder von Bretton Woods, als nationale Geldpolitik fixierte Wechselkurse durch Interventionen am Devisenmarkt stützen musste, was zu entsprechenden Veränderungen der heimischen Geldbasis führte.

Geldpolitik und Inflationserwartungen in einem nicht-optimalen Währungsraum

Vor dem Hintergrund der bisherigen Ausführungen geht es bei der derzeitigen Diskussion der EZB-Politik entscheidend um die dritte Frage, nämlich ob der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB einen einmaligen Akt der Krisenbekämpfung – und insoweit eine begründete Ausnahme darstellt. Oder ob die EZB am Anfang einer dauerhaften »Reparaturfunktion« steht, bei der die EZB die strukturellen Defizite des Euroraums permanent akkomodieren muss, um ein Auseinanderbrechen zu verhindern. In diesem Fall hätte eine Intervention der EZB weitreichende Implikationen für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik: Sie markierte den Übergang von einer regelgebundenen zu einer stärker diskretionären Geldpolitik, der die Aufgabe zufiele, einen nicht-optimalen Währungsraum fallweise zu stabilisieren.

Die Forderung nach einer aktiveren Rolle der EZB gründet auf der Einschätzung, dass es sich bei der Eurokrise vornehmlich um eine Vertrauenskrise handelte und die gestiegenen Marktzinsen für Staatsanleihen nicht fundamental gerechtfertigt seien, sondern das Ergebnis einer Marktpanik darstellten. Eine Intervention der EZB wäre dann zeitlich beschränkt und der Ankauf von Staatsanleihen eine begründete Ausnahme. Hier greift die Analyse jedoch dem Befund vor. Tatsächlich spricht vieles dafür, dass die derzeitigen Pro-

⁶ Typischerweise wird immer wieder auf den Gegensatz zwischen Monetaristen, deren modellhafte Vorstellung von Inflation als rein monetäres Phänomen sich auf vollbeschäftigte Ökonomien fokussiert, und Keynesianern hingewiesen, nach deren Auffassung in unterbeschäftigten Makroökonomien vielmehr der Zins eine monetäre Größe darstellt. Interessant ist in diesem Zusammenhang aber auch die Österreichische Kapital- und Zinstheorie. Danach kann etwa – im Einklang mit Wicksell – ein vom realen Zinssatz abweichender Geldzinssatz zu Störungen zwischen den makroökonomischen Aggregaten und in der Folge zu Krisen führen. Können z.B. heute zu einem niedrigen Marktzinssatz getätigte Investitionen in Zukunft nicht mehr durch eine entsprechende, real zur Verfügung gestellte Ersparnis anschlussfinanziert werden, entstehen Überkapazitäten (Überinvestitionstheorie im Gegensatz zur Unterkonsumtionstheorie).

⁷ Vgl. Faig und Jerez (2007), die interessanterweise für die USA bereits für 2004 einen deutlichen Rückgang der Geldhaltung aus dem Vorsichtsmotiv finden, was der Blasenbildung auf dem US-Immobilienmarkt zusätzlich Vorschub geleistet haben dürfte.

⁸ Als Stichwörter seien hier zum Beispiel »Carry Trades« oder »Off-shore Banking« genannt.

⁹ Vgl. zum Zusammenhang von Globalisierung und Inflation z.B. Borio und Filardo (2007) und Ball (2006).

bleme im Euroraum die Folgen eines nicht-optimalen Währungsraums sind, in dem es – da der Wechselkurs entfällt – keine hinreichenden realen Anpassungsmechanismen zum Abbau interner Ungleichgewichte in Form persistenter Leistungsbilanzdefizite und -überschüsse gibt. Zur Wiederherstellung der Wettbewerbsfähigkeit müssen Preise und Löhne unter Umständen sinken. Diese sind jedoch typischerweise rigide, so dass Deflations- oder Disinflationprozesse im Allgemeinen mit hohen Kosten in Form von Arbeitslosigkeit und steigender Staatsverschuldung einhergehen. In diesem Zusammenhang könnte es hilfreich sein, die Zielinflationsrate im Euroraum von 2% auf beispielsweise 4% zu erhöhen, um realen Anpassungsprozessen einen größeren nominalen Spielraum zu geben.

Falls der Befund richtig ist, dass die derzeitige Staatsschulden- und Zahlungsbilanzkrise die Folge eines nicht-optimalen Währungsraums ist, dann ist nicht von einer temporären Intervention der EZB, sondern von einer dauerhaften »Reparaturfunktion« auszugehen, in der die EZB quasi-fiskalische Aufgaben übertragen bekäme. Mit dem fallweisen Ankauf von Staatsanleihen werden interne Ungleichgewichte abgebaut, indem nicht mehr tragfähige Staatsschulden monetarisiert und indirekt Leistungsbilanzdefizite finanziert werden, etwa über die Target2-Salden oder eine Umverteilung von Reserven zwischen nationalen Bankensektoren (zur Diskussion vgl. Sinn und Wollmershäuser 2011). Dies hätte steigende Inflationserwartungen zur Folge. Die Inflationsraten müssten dann beschleunigt steigen, um überraschende Inflation zu erzeugen, denn nur diese ist umverteilungswirksam. Solche Konstellationen, in denen der Staat Zugriff auf die Geldpolitik erhält, sind für die Entstehung von Inflationsprozessen historisch gut belegt (vgl. Bernholz 2003).

Zur zukünftigen Rolle der EZB

Nicht zuletzt aufgrund des Einflusses der Deutschen Bundesbank war die bisherige Geldpolitik der EZB stark stabilitätsorientiert. Damit war es gelungen, die Reputation der Bundesbank institutionell auf die EZB zu übertragen. Die amerikanische Fed dagegen gilt seit jeher als stärker pragmatisch auf die allgemeine makroökonomische Situation hin orientiert. Historisch ist das Trauma der USA die hohe Arbeitslosigkeit in der Zeit der Großen Depression; das Trauma der Deutschen ist die Hyperinflation der 1920er Jahre; psychopolitisch wirken sich beide (im Kern unterschiedlichen) Traumata einmal in Europa und anders begründet in den USA bis heute fort.

Betrachtete man den Euroraum als »große« Volkswirtschaft, dann könnte auch die EZB dazu übergehen, nach dem Vorbild der Fed stärker Beschäftigungsziele zum Gegenstand der Geldpolitik zu machen. Die Fed jedoch agiert – und das

ist der entscheidende Unterschied zur EZB – in einem der Situation eines optimalen Währungsraums eher entsprechenden Umfeld und somit unter einem anderen institutionellen Setting. Die EZB ist gehalten, im Euroraum eine stark regelgebundene Politik zu betreiben, da sie anderenfalls in den Konflikt asymmetrischer Interessen von Ländern geraten kann.

Die normative Frage, was Geldpolitik tun sollte, hängt umgekehrt an der theoretisch-positiven Frage, was Geldpolitik überhaupt zu tun vermag. Abgesehen von kurzfristigen Stabilisierungswirkungen, die Geldpolitik unbestritten hat, kann sie langfristig nicht permanent reale Anpassungsprozesse akkommodieren, ohne dabei Inflation zu erzeugen. Aus diesem Grund ein »Ja« zu einer aktiveren Rolle der EZB zur Lösung einer akuten Vertrauenskrise, jedoch ein ebenso klares »Nein« zu einer Geldpolitik als Ersatz für strukturelle Konvergenz der Euroländer auf dem Weg zu einem optimalen Währungsraum. Im Gegenteil: Es wäre Aufgabe der Politik, mit entsprechenden Konvergenzvorkehrungen die EZB vor einer Rolle zu schützen, die sie letztlich nicht erfüllen kann.

Literatur

- Alesina, A. und L.H. Summers (1993), »Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence«, *Journal of Money, Credit and Banking* 25(2), 151–162.
- Ball, L.M. (2006), »Has Globalization Changed Inflation?«, NBER Working Paper Nr. 12687.
- Bank of Japan (2011), »Japanese Government Bonds held by the Bank of Japan«, online verfügbar unter: <http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/mei/index.htm>.
- Bernholz, P. (2003), *Monetary Regimes and Inflation: History, Economic and Political Relationships*, Edward Elgar, Cheltenham.
- Borio, C. und A. Filardo (2007), »Globalisation and inflation: New cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation«, BIS Working Papers Nr. 227.
- Europäische Zentralbank (2011), *Monatsbericht*, November, Frankfurt am Main.
- Faig, M. und B. Jerez (2007), »Precautionary Balances and the Velocity of Circulation of Money«, *Journal of Money, Credit and Banking* 39(4), 843–873.
- Grilli, V., D. Masciandaro, G. Tabellini, E. Malinvaud und M. Pagano (1991), »Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries«, *Economic Policy* 6(13), 341–392.
- Sachverständigenrat (2011), *Verantwortung für Europa wahrnehmen*, Jahresgutachten 2011/12, Wiesbaden.
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, NBER Working Paper Nr. 17626.