

Winkler, Adalbert

Article — Published Version

## Dauerkritik an der Europäischen Zentralbank: Falsch angewendete Theorie untergräbt Vertrauen in die Geldpolitik

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Winkler, Adalbert (2014) : Dauerkritik an der Europäischen Zentralbank: Falsch angewendete Theorie untergräbt Vertrauen in die Geldpolitik, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 94, Iss. 7, pp. 479-486, <http://dx.doi.org/10.1007/s10273-014-1700-z>

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/106758>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Adalbert Winkler\*

# Dauerkritik an der Europäischen Zentralbank

## Falsch angewendete Theorie untergräbt Vertrauen in die Geldpolitik

Die Beschlüsse der Europäischen Zentralbank vom 5. Juni 2014 sind zum Teil heftig kritisiert worden. Damit setzt sich die überwiegend negative Bewertung an der Politik der Europäischen Zentralbank fort, die seit langem zu beobachten ist, aber im Widerspruch zur realen Entwicklung steht. Sie lässt sich nur durch das Festhalten an einer Theorie erklären, die falsch angewendet wird. Die negativen Nebenwirkungen sind erheblich, weil die ungerechtfertigte Dauerkritik das Vertrauen in die Institution Europäische Zentralbank untergräbt.

Eine Woche vor der Ratssitzung am 5. Juni 2014, auf der die Europäische Zentralbank (EZB) weitere unkonventionelle Maßnahmen beschloss, begann das „Wetter“<sup>1</sup> gegen die europäische Geldpolitik. Experten und Medien warfen der EZB erneut vor, keine Geldpolitik, sondern Klientelpolitik zu betreiben.<sup>2</sup> Denn ihr primäres Ziel wäre gar nicht die Bekämpfung von Deflation – dazu seien die Maßnahmen weder geeignet noch notwendig – sondern die Konjunkturstimulierung in der Euro-Peripherie.<sup>3</sup> Dafür würden die deutschen Sparer zahlen, weil die Zinsen noch stärker sinken, und die Inflationsrate eventuell doch steigt. Entsprechend negativ fiel auch das Echo nach dem Beschluss aus, mit dem die EZB „geldpolitische Hemmungen“ fallengelassen habe.<sup>4</sup> Damit setzt sie ihre Politik fort, die Grenzen ihres Mandats zu testen und gelegentlich zu überschreiten.<sup>5</sup>

Die Position, dass die EZB nicht mehr geldpolitische, sondern wirtschafts- oder fiskalpolitische Aufgaben wahrnimmt, und damit ihr Mandat in grober Weise verletzt, ist nicht neu. Vielmehr wird sie seit Jahren als Mehrheitsmeinung in der deutschen Öffentlichkeit vertreten. Im Februar 2014 erhielt sie im Beschluss des Bundesverfassungsgerichts sogar den höchstrichterlichen Segen.<sup>6</sup>

### Anhaltende Wahrnehmung des Mandats „Preisniveaustabilität“

Übersehen wird hierbei, dass diese Position von den Fakten nicht gedeckt wird. Dies lässt sich vergleichsweise einfach zeigen. Denn sofern die EZB seit Jahren wirklich Fiskal- und keine Geldpolitik betreiben würde, müsste sich dies in einer steigenden Inflationsrate widerspiegeln. Genau damit wurde die Kritik an der Anti-Krisenpolitik der EZB und der Vorwurf, die europäischen Währungshüter würden gegen ihr Mandat verstoßen, bis vor kurzem auch

\* Dieser Beitrag ist eine erheblich erweiterte und modifizierte Fassung von A. Winkler: Anti-Krisenpolitik: die Europäische Zentralbank im Kreuzfeuer der deutschen Öffentlichkeit, WISO direkt, Analysen und Konzepte zur Wirtschafts- und Sozialpolitik, Friedrich-Ebert-Stiftung 2014, <http://library.fes.de/pdf-files/wiso/10818.pdf>.

1 O-Ton Valerie Haller im ZDF heute journal vom 2.6.2014.  
2 H.-W. Sinn: Der Steuerzahler muss mal wieder die Zeche zahlen, in: Wirtschaftswoche vom 12.5.2014, <http://www.wiwo.de/politik/europa/denkfabrik-der-steuerzahler-muss-mal-wieder-die-zeche-zahlen/9866996.html>.  
3 Vgl. T. Mayer: Keine Lockerung!, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 31.5.2014, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mayers-weltwirtschaft/mayers-weltwirtschaft-keine-lockerung-12966044.html>; L. Nienhaus: Mario Draghi macht alles neu, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 31.5.2014, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/ezb-mario-draghi-macht-alles-neu-12966209.html>; ders.: Noch mehr Geld nach Südeuropa, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 1.6.2014, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/ezb-noch-mehr-geld-nach-suedeuropa-12966718.html>; J. Stark: Die EZB als Gefangene ihrer Politik, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 3.6.2014, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/juergen-stark-argumentiert-gegen-eine-zinssenkung-12968903.html>.  
4 Vgl. o.V.: EZB lässt geldpolitische Hemmungen fallen, in: Börsen-Zeitung vom 6.6.2014, S. 1.  
5 Vgl. B. Wittkowski: Der wertlose Euro, in: Börsen-Zeitung vom 10.6.2014, <http://www.presseportal.ch/de/pm/100014783/100757320/der-wertlose-euro-kommentar-zur-europaischen-zentralbank-von-bernd-wittkowski>.

6 Dass die EZB-Politik in den deutschen Medien überwiegend negativ dargestellt wird, zeigen B. Hayo, E. Neuenkirch: The German Public and its Trust in the ECB: The Role of Knowledge and Information Search, MAGKS Papers on Economics, Nr. 2013-47, 2014, [http://www.uni-marburg.de/fb02/makro/forschung/magkspapers/47-2013\\_hayo.pdf](http://www.uni-marburg.de/fb02/makro/forschung/magkspapers/47-2013_hayo.pdf). Eine kritische Betrachtung des OMT-Beschlusses des Bundesverfassungsgerichts findet sich in A. Winkler: OMT-Urteil des Bundesverfassungsgerichts – Beschluss zur Finanztheorie, in: Wirtschaftsdienst, 94. Jg. (2014), H. 3, S. 155; ders.: Mario Draghi und Helmut Schmidt – Retter, die gegen die Verfassung verstießen, Oder: Das Bundesverfassungsgericht entscheidet über die richtige Finanztheorie, in: Kredit und Kapital, im Erscheinen, 2014.

Prof. Dr. Adalbert Winkler lehrt International and Development Finance an der Frankfurt School of Finance & Management in Frankfurt am Main.

Tabelle 1

**EZB-Anti-Krisenpolitik – ein Überblick über die wichtigsten Maßnahmen (bis Mai 2014)**

| Maßnahme                                       | in Kraft                    | Merkmale                                                                                                                                                                                                                                                         | Volumina                                                          |
|------------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| Vollzuteilungspolitik                          | seit Oktober 2008           | unbegrenzte Refinanzierung des Bankensystems zu einem festen Zins (begrenzt allerdings durch die vorhandenen Sicherheiten)                                                                                                                                       | jeder Euro, mit dem das Bankensystem finanziert wird (außer LTRO) |
| Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LTRO) | Ende 2011 bis Anfang 2012   | Vollzuteilung mit dreijähriger Laufzeit                                                                                                                                                                                                                          | Zuteilung insgesamt 1019 Mrd. Euro                                |
| SMP-Programm                                   | Mai 2010 bis September 2012 | begrenzter Ankauf von Staatsschuldtiteln, der durch eine entsprechende Rückführung der Zentralbankgeldbereitstellung über das Bankensystem (Sterilisierung) begleitet wird, so dass die Zentralbankgeldmenge unverändert bleibt (Sterilisierung endet Juni 2014) | ausstehendes Volumen am 30. Mai 2014: 164,5 Mrd. Euro             |
| OMT-Programm                                   | seit September 2012         | konditionierter, unbegrenzter Ankauf von Staatsschuldtiteln mit bis zu drei Jahren Laufzeit                                                                                                                                                                      | ausstehendes Volumen: 0 Euro, da noch nicht angewendet            |

Quelle: eigene Zusammenstellung.

begründet: dass die Anti-Krisenpolitik zu Inflation, ja sogar „massiver“ Inflation<sup>7</sup> führen wird. Kasten 1 dokumentiert dies anhand ausgewählter Zitate. Dieser Vorwurf war verständlich, weil er sich auf eine klare und anerkannte Theorie stützt. Danach führt eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge zur Inflation, weil es einen mehr oder weniger festen Zusammenhang zwischen Zentralbankgeldmenge und Geldmenge, sowie zwischen Geldmenge und Inflation gibt. In den Jahren 2011/2012 wurde die Zentralbankgeldmenge als Folge der Anti-Krisenpolitik in der Tat massiv ausgeweitet (vgl. Tabelle 1). Da das Mandat der EZB eindeutig ist, nämlich die Wahrung von Preisniveaustabilität, definiert als Inflationsrate knapp unter 2% p.a., war es folgerichtig vor steigender Inflation zu warnen.<sup>8</sup>

Das Problem dieser Theorie ist, dass sie von der Realität widerlegt wurde. Die Inflation ist im Euroraum unter Schwankungen um die 2%-Marke stabil geblieben (vgl. Abbildung 1). Von Mitte 2013 bis Mitte 2014 wies sie sogar eine klar fallende Tendenz auf. Die EZB verfehlt ihr Mandat, Preisniveaustabilität zu gewährleisten, nicht nach oben, sondern nach unten. EZB und Bundesbank erwarten zudem, dass sich daran bis 2016 nichts ändern wird.<sup>9</sup>

Es ist nicht ungewöhnlich, dass Theorien von der Realität verworfen werden. Dies gilt nicht nur, aber eben auch für die Wirtschaftswissenschaften. Im konkreten Fall hat sich die konkurrierende Theorie von Keynes<sup>10</sup> sowie Friedman und Schwartz<sup>11</sup> als richtig erwiesen. Danach erzeugt in einer Finanzkrise – und genau dies war die Eurokrise – eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge keine Inflation, weil in einer Finanzkrise Haushalte, Unternehmen und Banken mehr Zentralbankgeld, mehr Liquidität halten möchten. Und diese zusätzliche Nachfrage entstammt nicht dem Bedürfnis, Ausgaben zu finanzieren – so wie es der deutsche Staat zwischen 1914 und 1923 tat, als er zunächst den ersten Weltkrieg, und anschließend andere Staatsausgaben sowie streikende Arbeiter an der Ruhr mit direkter Hilfe der Reichsbank finanzierte –, sondern weil Zentralbankgeld als sichere Anlageform in unsicheren Zeiten anderen Anlageformen vorgezogen wird. Eine Finanzkrise ist zum überwiegenden Teil keine Solvenz-, sondern eine Vertrauenskrise, die sich in einer Überschussnachfrage nach Zentralbankgeld widerspiegelt.<sup>12</sup> Deflation ist die Folge, sofern die Zentralbank nicht mit einer Ausweitung der Zentralbankgeldmenge reagiert.

**EZB-Kritiker: Inflation nur aufgeschoben ...**

Aus Sicht vieler EZB-Kritiker ist die Inflation allerdings nur aufgeschoben, aber nicht aufgehoben. Denn wenn die Finanzkrise vorbei ist, würde – so ihre Behauptung – die EZB die Ausweitung der Zentralbankgeldmenge nicht wie-

7 Vgl. J. Starbatty: Aus der Währungsunion wird eine Inflationsunion, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22.4.2010, <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/im-gespraech-joachim-starbatty-aus-der-waehrungsunion-wird-eine-inflationsunion-1581265-p2.html>; H. Müller: Die überforderte Zentralbank – Bei der Veranstaltungsreihe „Kölnener wirtschaftspolitischer Dialog“ debattiert der Geldpolitik-Forscher Manfred Neumann mit dem Bundesbanker Jens Ulbrich über die neue Rolle der EZB, in: Handelsblatt vom 6.11.2012, <http://www.handelsblatt.com/politik/oekonomie/nachrichten/ezb-in-der-kritik-die-ueberforderte-zentralbank/7353346.html>.

8 Vgl. S. Homburg: Staaten sind die gefährlicheren Schuldner, in: Handelsblatt vom 18.12.2011, <http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anlagestrategie/interview-stefan-homburg-staaten-sind-die-gefaehrlicheren-schuldner-seite-all/5951968-all.html>.

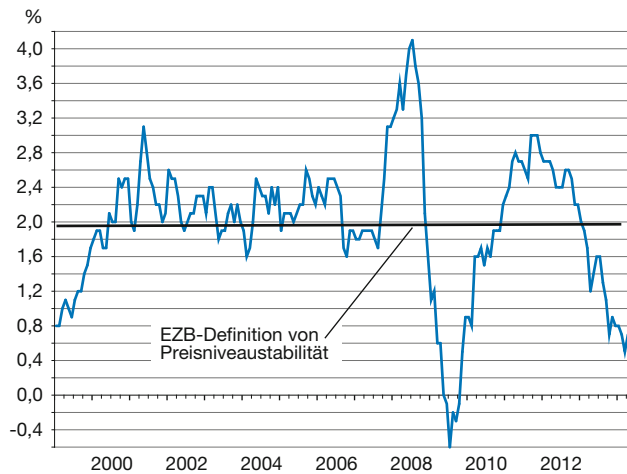
9 Vgl. J. Weidmann: EZB-Maßnahmen sind „ein Weckruf“, in: Börsen-Zeitung vom 10.6.2014, S. 6.

10 Vgl. J. M. Keynes: The General Theory of Employment, Interest, and Money, New York u.a.O. 1936.

11 Vgl. M. Friedman, A. Schwartz: Why Was Monetary Policy So Inept?, in: M. Friedman, A. Schwartz: The Great Contraction 1929-33, Princeton 1965, S. 111-112.

12 Vgl. A. Winkler: Debatte über Griechenland verfehlt Kern von Finanzkrisen, in: Wirtschaftsdienst, 90. Jg. (2010), H. 5, S. 278-279.

Abbildung 1  
Inflationsrate<sup>1</sup> in der Eurozone



<sup>1</sup> Veränderung des harmonisierten Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahresmonat.

Quelle: EZB.

der rückgängig machen,<sup>13</sup> weil es ihr nicht um Geldpolitik, sondern darum geht, „noch mehr Geld nach Südeuropa zu schicken“.<sup>14</sup> Auch dieser Vorwurf wird von den Fakten widerlegt. Denn seit sich die Krisenangst gelegt hat – also seit der Ankündigung des OMT-Programms im Juli 2012 – ist die Zentralbankgeldmenge, die sich mehr oder weniger parallel mit der Größe der EZB-Bilanz bewegt, deutlich gesunken (vgl. Abbildung 2).

Dabei musste die EZB das Geld gar nicht aktiv einsammeln, weil bei wachsendem Vertrauen die Nachfrage nach Zentralbankgeld abnimmt. Haushalte, Unternehmen und Banken kaufen wieder jene italienischen und spanischen Staatsschuldentitel, leihen irischen und portugiesischen Banken wieder Geld, nachdem sie 2011/2012 Staatsschuldentitel und Einlagen bei Banken an die EZB verkauft und gegen Zentralbankgeld eingetauscht hatten. Die EZB-Bilanzsumme ist folglich wieder auf das Vorkrisenniveau gesunken. Die Liquiditätsbereitstellung „wie in Kriegszeiten“<sup>15</sup>, wie es der ehemalige Bundesbankpräsident Schlesinger 2012 formulierte, um vor Inflation zu warnen, konnte daher gar keinen Inflationseffekt haben. Vielmehr zeigt die Praxis, dass das Problem nicht darin besteht, die Zentralbankgeldmenge zurückzufahren, sondern dass der Rückgang der Zentralbankgeldmenge von einem Rückgang der Inflationsrate

13 O. Issing: Inflation ist die unsozialste Politik, in: Die Welt vom 26.9.2012, <http://www.welt.de/wirtschaft/article109459144/Inflation-ist-die-unsozialste-Politik.html>.

14 Vgl. L. Nienhaus: Noch mehr Geld nach Südeuropa, a.a.O.

15 H. Schlesinger: EZB-Geldflut erinnert an die Kriegsfinanzierung, in: Die Welt vom 10.3.2012, <http://www.welt.de/wirtschaft/article13914302/EZB-Geldflut-erinnert-an-die-Kriegsfinanzierung.html>.

Abbildung 2  
EZB-Bilanzsumme

in Mrd. Euro



Quelle: FRED Blog: <http://fredblog.stlouisfed.org/>, Federal Reserve Bank of St. Louis.

begleitet und damit das Ziel Preisniveaustabilität von unten her verfehlt wird.<sup>16</sup>

### ... längst da ...

Auch dieser Einwand kann die Kritiker nicht beruhigen, denn die Inflation ist aus ihrer Sicht längst da, sie äußert sich nur eben nicht in einem Anstieg der Güter-, sondern in einem Anstieg der Vermögenspreise, also von Aktien oder Immobilien. Diese Inflation, das ist spätestens 2007/2008 deutlich geworden, ist aber besonders gefährlich, weil sie womöglich mit Finanzsysteminstabilität oder gar mit einer Finanzkrise einhergeht. Zudem geht die Niedrigzinspolitik zulasten der Sparer, die damit „enteignet“ werden, wie es Sparkassenpräsident Fahrenschon vor der Ratssitzung verlauten ließ.<sup>17</sup>

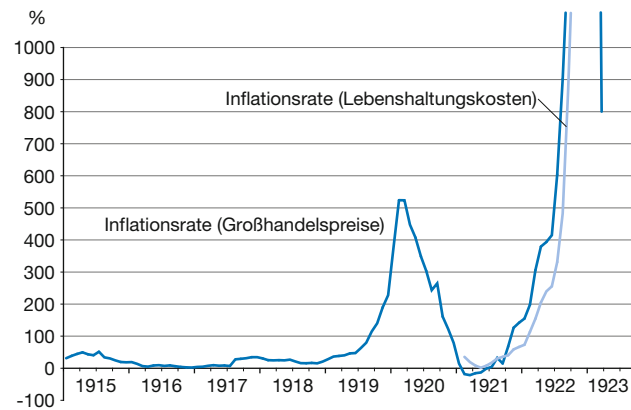
Diese Argumentation impliziert jedoch, dass Preisniveaustabilität – wie sie von der EZB definiert wird – nicht mehr das primäre Ziel der EZB sein kann. Denn offensichtlich soll die EZB ihre Politik im Zweifelsfall nun an der Sicherung der Finanzsystemstabilität bzw. an einem positiven (Real-)Zins für Sparer ausrichten. Das ist nichts anderes als der Aufruf zum offenen Mandatsverstoß, der der EZB in den vergangenen Jahren immer wieder vorgewor-

16 Darauf hat Hetzel bereits vor einem Jahr aufmerksam gemacht, indem er die EZB-Politik aus monetaristischer Sicht als zu restriktiv (!) bewertete. Vgl. hierzu R. L. Hetzel: ECB Monetary Policy in the Recession: A New Keynesian (Old Monetarist) Critique, Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper, Nr. 13-07, 2013.

17 Vgl. o.V.: Enteignung! Sparkassen-Chef geißelt EZB-Zinspolitik, in: Focus vom 4.6.2014, [http://www.focus.de/finanzen/banken/vor-der-ezb-zsitzung-enteignung-sparkassen-chef-geisselt-europaeische-zinspolitik\\_id\\_3895511.html](http://www.focus.de/finanzen/banken/vor-der-ezb-zsitzung-enteignung-sparkassen-chef-geisselt-europaeische-zinspolitik_id_3895511.html).

Abbildung 3

## Inflation im Deutschen Reich



Quelle: C.-L. Holtfreich: The German Inflation 1914-1923, Berlin, New York 1986; eigene Berechnungen.

fen wurde. Es gibt zudem andere Politiken und Instrumente als die Geldpolitik und den Zins, um Risiken für die Finanzsystemstabilität einzudämmen, z.B. die makroprudenzielle Politik und ihr Instrumentenkasten. Sie öffnen ein weites Feld für Vorschläge, entsprechende Risiken zu minimieren, ohne das Primat der Preisniveaustabilität als geldpolitische Zielgröße anzutasten.

Schließlich ist die These, dass der niedrige (Zentralbank-) Zins eine Enteignung der Sparer darstellt, ökonomisch nicht haltbar. Ökonomisch spiegelt er die extrem niedrige Inflationsrate und das schwache bzw. Nullwachstum der Realwirtschaft wider. Der Realzins kann nicht dauerhaft größer als Null sein, wenn die (Grenz-)Produktivität des eingesetzten Kapitals offensichtlich Null ist. Umgekehrt drohen in dieser Situation bei einer aufkommenden Deflation Risiken für Finanzstabilität und Realwirtschaft, weil der Realzins dann über das „natürliche Niveau“ steigt. Diese Risiken der Deflation und des geldpolitischen Stillstands, die von Irving Fischer bereits 1933 ausführlich thematisiert wurden,<sup>18</sup> werden von den EZB-Kritikern aber praktisch nicht erwähnt.

### ... und wird gar zur Hyperinflation

Andere Kritiker vertreten die Ketchup-Theorie der Inflation.<sup>19</sup> So wie immer stärkeres Drücken auf die Ketchup-Flasche zu einem plötzlichen Entladen des Inhalts führt (nachdem zuvor kaum ein Tropfen herauskam), wird die

18 Vgl. I. Fischer: The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, in: *Econometrica*, 1. Jg. (1933), H. 4, S. 337-357.

19 Vgl. The Economist: The ketchup theory of inflation, 2010, [http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2010/05/inflation\\_and\\_sovereign\\_debt](http://www.economist.com/blogs/buttonwood/2010/05/inflation_and_sovereign_debt).

immer expansiver werdende Geldpolitik zunächst von Preisniveaustabilität begleitet, die dann plötzlich in eine „Hyperinflation“<sup>20</sup> umschlagen kann. Zur Unterstützung dieser Position wird auf das deutsche Trauma der Hyperinflation 1923 verwiesen, als die Inflationsrate (gemessen an den Lebenshaltungskosten) von 1,63% im Mai 1921 auf über 750 000% im August 1923 anstieg. Es kann also offensichtlich ganz schnell gehen, wenn das Vertrauen in die Stabilität des Geldes verlorengeht. Darauf hat auch Bundesbankpräsident Weidmann in mehreren Reden verwiesen.<sup>21</sup>

Der Hinweis auf die deutsche Hyperinflation ist richtig und wichtig. Er zeigt nämlich, dass die Ketchup-Theorie für die jetzige Situation völlig ungeeignet ist: Bei genauerer Betrachtung erweist sich die niedrige Inflationsrate von 1,63% im Mai 1921 nämlich als ein absoluter Ausreißer nach unten (vgl. Abbildung 3). Zuvor hatte es bereits über viele Monate zweistellige Inflationsraten und eine hyperinflationartige Entwicklung Anfang 1920 gegeben, der eine nur kurzfristige Stabilisierung folgte. Mit anderen Worten: Der Vertrauensverlust in die Reichsmark, der 1921/22 einsetzte, wurde von einer acht Jahre andauernden Periode hoher, zum Teil sehr hoher Inflationsraten vorbereitet. Die Ketchup-Theorie der Inflation wird für den Fall der deutschen Hyperinflation 1923 bestätigt, weil schon sehr viel Ketchup auf dem Teller lag, die Inflationsrate also schon sehr hoch war.<sup>22</sup> Dies ist aber im Euroraum nie der Fall gewesen. Zum Vergleich: In den acht Jahren vor Beginn der Anti-Krisenpolitik, der – mit Blick auf die Eurokrise – auf den Mai 2010 angesetzt werden kann, lag die Inflationsrate im Euroraum im Durchschnitt bei 2,02%, und erreichte mit 4,1% im Juli 2008 ihren absoluten Höhepunkt.

### Deflation? Neue Argumente gegen die Anti-Krisenpolitik

Das Ausbleiben von Inflation bzw. das immer größer werdende Risiko, dass der Euroraum in eine Deflation abgleitet, hat die Kritiker aber nicht zum Überdenken ihrer Position gebracht. Im Gegenteil: Mit der gleichen Vehemenz, mit der in den Jahren 2010 bis 2013 Inflation vorhergesagt wurde (vgl. Kasten 1), wird nun prognostiziert, dass die Deflationsrisiken gering sind, so dass für die EZB trotz einer Inflationsrate, die seit mehreren Monaten um 0,7%

20 Vgl. T. Polleit: EZB-Politik „kann in Hyperinflation enden“, in: *Wirtschaftswoche* vom 25.4.2012, <http://www.wiwo.de/politik/europa/thorsten-polleit-ezb-politik-kann-in-hyperinflation-enden-seite-all/6527774-all.html>.

21 Vgl. z.B. J. Weidmann: Wer hat die Oberhand? Das Problem der fiskalischen Dominanz, Vortrag auf der BdF-BBK-Konferenz „Macroeconomics and Finance“ 2013, [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013\\_05\\_24\\_weidmann.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_05_24_weidmann.html).

22 Abgesehen davon ist die Aussage „Drückt man auf die Ketchup-Tube, kommt viel Ketchup raus oder auch nicht.“ nicht widerlegbar.

## Kasten 1

## Inflationswarnungen – ausgewählte Zitate 2010 bis 2013

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|--------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 22. April 2010     | Jürgen Starbatty: „Ich glaube, dass die Inflationsrate stark steigen wird: über 5 Prozent. Alle Erfahrungen zeigen, dass Länder, die hoch verschuldet sind, zur Inflation neigen.“, <a href="http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/im-gespraech-joachim-starbatty-aus-der-waehrungsunion-wird-eine-inflationsunion-1581265-p2.html">http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/im-gespraech-joachim-starbatty-aus-der-waehrungsunion-wird-eine-inflationsunion-1581265-p2.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| 11. Mai 2010       | Axel Weber: „Der Ankauf von Staatsanleihen birgt erhebliche stabilitätspolitische Risiken, und daher sehe ich diesen Teil des Beschlusses des EZB-Rats auch in dieser außerordentlichen Situation kritisch.“, Börsen-Zeitung.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 25. Mai 2011       | Hans-Olaf Henkel: „Eine steigende Inflation steht vor der Haustür“, <a href="http://www.wallstreet-online.de/nachricht/3156391-hans-olaf-henkel-steigende-inflation-steht-vor-der-haustuer-ehemaliger-bdi-praesident-raet-verschulden-und-eine-gute-immobilien-kaufen">http://www.wallstreet-online.de/nachricht/3156391-hans-olaf-henkel-steigende-inflation-steht-vor-der-haustuer-ehemaliger-bdi-praesident-raet-verschulden-und-eine-gute-immobilien-kaufen</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 30. September 2011 | Gabor Steingart: „Die westlichen Staaten [...] haben die Notenpressen angeschmissen oder technisch ausgedrückt: Sie kaufen die Staatsanleihen ihres Staates oder befreundeter Staaten auf. Wenn am Ende dadurch die Inflation steigt, so sagen die Notenbanken und Finanzminister unter vorgehaltener Hand, sei das die sanfteste Form der Krisenbewältigung.“, Handelsblatt, <a href="http://www.gaborsteingart.com/wp-content/uploads/_handelsblatt/20110930-interview-erhardt.pdf">http://www.gaborsteingart.com/wp-content/uploads/_handelsblatt/20110930-interview-erhardt.pdf</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 18. Dezember 2011  | Ist höhere Inflation in der Zukunft unvermeidlich? Stefan Homburg: „Ja. Bisher hat die EZB Staatsanleihen angekauft und die Geldvergabe an anderer Stelle abgeschöpft. Aber wenn Italien wackelt, könnte die EZB die dann erforderlichen Anleihenkäufe kaum noch sterilisieren. Und kann sie es nicht mehr, wachsen unvermeidlich die Geldbasis, die Geldmenge und schließlich auch die Preise. Derzeit beträgt die Inflationsrate 2,8 Prozent, liegt also deutlich über dem Zielwert von 2 Prozent. Eigentlich müsste die EZB die Zinspolitik bereits jetzt verschärfen. Wartet sie aber, bis eine Inflation von vier oder fünf Prozent erreicht ist, ist ein Gegensteuern schwierig, weil höhere Zinsen sowohl Schuldnerstaaten als auch manche Banken in Schwierigkeiten bringen.“, <a href="http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anlagestrategie/interview-stefan-homburg-staaten-sind-die-gefaehrlicheren-schuldner-seite-all/5951968-all.html">http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anlagestrategie/interview-stefan-homburg-staaten-sind-die-gefaehrlicheren-schuldner-seite-all/5951968-all.html</a> . |
| 23. März 2012      | Jürgen Stark: Es ist historisch erwiesen, „dass jede besonders starke Expansion der Zentralbankbilanz mittelfristig zu Inflation führt“, <a href="http://www.wiwo.de/politik/deutschland/juergen-stark-ezb-provoziert-inflation/6364540.html">http://www.wiwo.de/politik/deutschland/juergen-stark-ezb-provoziert-inflation/6364540.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 10. April 2012     | „Höhere Inflation ist unvermeidlich: Die Chefvolkswirte von Deutscher Bank, Dekabank und Commerzbank sind überzeugt: Das billige Geld der Notenbanken wird zu Inflation führen. Im Interview erklären die Ökonomen, wie sich Anleger schützen können.“, <a href="http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anlagestrategie/chef-oekonomen-im-interview-hoehere-inflation-ist-unvermeidlich/6479948.html">http://www.handelsblatt.com/finanzen/boerse-maerkte/anlagestrategie/chef-oekonomen-im-interview-hoehere-inflation-ist-unvermeidlich/6479948.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 25. April 2012     | Thorsten Polleit: „Die EZB ist auf Inflationskurs. [...] Sie wird versuchen, die Staatsschulden wegzuinflationieren. Das kann leicht in Hyperinflation enden.“, <a href="http://www.wiwo.de/politik/europa/thorsten-polleit-ezb-politik-kann-in-hyperinflation-enden-seite-all/6527774-all.html">http://www.wiwo.de/politik/europa/thorsten-polleit-ezb-politik-kann-in-hyperinflation-enden-seite-all/6527774-all.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 12. Juli 2012      | Holger Stelzner: „Der Fluch der Inflation. Die EZB steckt in der Falle: Erhöht sie die Zinsen, gefährdet sie die Südländer. Wenn nicht, ist unser Geld bald weniger wert. Die EZB neigt zur Inflationierung, denn sie wird von den Südländern dominiert“, sagt Hans-Werner Sinn“, <a href="http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/schuldenkrise-der-fluch-der-inflation-11748992.html">http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/schuldenkrise-der-fluch-der-inflation-11748992.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 10. September 2012 | Jürgen Starbatty: „Es gibt langfristig nur eine Ursache von Inflation – die Finanzierung von Staatsdefiziten durch die Notenbank. Aktuelle rezessive Tendenzen mögen das noch überspielen. Aber dass daraus Inflation erwächst, ist so sicher wie das Amen in der Kirche. Mit Münzbetrug wird Draghi den Euro nicht retten können.“, <a href="http://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/joachim-starbatty-mario-draghi-legt-zuschauerrolle-ab/7114332.html">http://www.handelsblatt.com/meinung/gastbeitraege/joachim-starbatty-mario-draghi-legt-zuschauerrolle-ab/7114332.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 26. September 2012 | Otmar Issing: „Die Gefahr der Inflation droht nicht unmittelbar. Doch ich habe meine Zweifel, dass die EZB die immense Liquidität rechtzeitig abschöpfen wird. Wenn dies nicht gelingt, werden die Preise steigen. Ich erwarte keine Hyperinflation. Aber schon eine Geldentwertung um vier bis fünf Prozent enteignet die Sparer und schafft soziale Probleme, weil sich etwa Rentner nicht mehr auf ihre Alterssicherung verlassen können oder gerade die Mittelschicht über die kalte Progression höhere Steuern zahlen muss.“ <a href="http://www.welt.de/wirtschaft/article109459144/Inflation-ist-die-unsozialste-Politik.html">http://www.welt.de/wirtschaft/article109459144/Inflation-ist-die-unsozialste-Politik.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| 11. Oktober 2012   | Roland Vaubel: „Ich erwarte, dass wir in den nächsten Jahren hohe Inflationsraten von um die 5 Prozent und mehr bekommen. Denn die Zentralbankgeldmenge im Euroraum ist seit 2010 um mehr als 50 Prozent ausgeweitet worden. Ich glaube nicht, dass die EZB das rechtzeitig wieder rückgängig machen wird.“, <a href="http://www.wsj.de/article/SB10001424127887323894704578109294155671614.html">http://www.wsj.de/article/SB10001424127887323894704578109294155671614.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 6. November 2012   | Manfred J. M. Neumann rechnet mit einer „schleichenden Inflation mit Raten von bis zu sechs Prozent“, <a href="http://boerse.ard.de/anlagestrategie/konjunktur/inflation-geldentwertung-hyperinflation-sachwerte100.html">http://boerse.ard.de/anlagestrategie/konjunktur/inflation-geldentwertung-hyperinflation-sachwerte100.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| 28. Dezember 2012  | Jörg Krämer: „Die EZB verspricht uns knapp zwei Prozent Inflation, mittelfristig halte ich drei bis vier Prozent für wahrscheinlicher.“ [...] „Die EZB finanziert faktisch hoch verschuldete Länder. Sie ist nahe an die Politik gerückt. Es wird ihr schwer fallen, den Wunsch vieler Länder nach einer höheren Inflation vollständig abzuwehren.“, <a href="http://www.welt.de/finanzen/article112285258/EZB-Geldschwemme-schuert-Inflationsaengste.html">http://www.welt.de/finanzen/article112285258/EZB-Geldschwemme-schuert-Inflationsaengste.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
| 5. Juli 2013       | Jürgen Stark: „Ich rechne für Deutschland in den kommenden Jahren mit bis zu vier Prozent [Inflation].“, <a href="http://www.focus.de/finanzen/boerse/finanzkrise/tid-32171/ex-ezb-chefvolkswirt-prof-stark-im-interview-die-ezb-spricht-von-krieg-4_aid_1033038.html">http://www.focus.de/finanzen/boerse/finanzkrise/tid-32171/ex-ezb-chefvolkswirt-prof-stark-im-interview-die-ezb-spricht-von-krieg-4_aid_1033038.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 31. Juli 2013      | Gabor Steingart: „Die Inflationsgefahr ist real.“, <a href="http://www.faz.net/aktuell/feuilleton/handelsblatt-vorstand-gabor-steingart-im-gespraech-die-algorithmischen-armleuchter-12312467-p5.html">http://www.faz.net/aktuell/feuilleton/handelsblatt-vorstand-gabor-steingart-im-gespraech-die-algorithmischen-armleuchter-12312467-p5.html</a> .                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

schwankt, kein Handlungsbedarf besteht. Die EZB hätte vielmehr durch die Periode niedriger Inflation „hindurchschauen“ sollen.<sup>23</sup> Übersehen wird dabei, dass Ende 2010/Mitte 2011, als die Inflationsrate kurzfristig auf bis zu 3% stieg, niemand für ein „Hindurchschauen“ durch die höhere Inflation plädierte. Vielmehr wurde die EZB aufgefordert zu handeln, was sie auch tat und den Leitzins zweimal erhöhte.<sup>24</sup>

Ein weiteres Argument, das gegen die neue Phase der Anti-Krisenpolitik der EZB angeführt wird, lautet, dass die Geldpolitik wirkungslos und überfordert sei, d.h. die niedrige Inflationsrate gar nicht bekämpfen kann.<sup>25</sup> Würde man dieses Argument ernst nehmen, wäre die theoretische Grundlage für die seit 40 Jahren praktizierte Rollenverteilung in der Makropolitik sowie für die Unabhängigkeit einer Zentralbank entfallen, weil sie gerade darin besteht, dass Geldpolitik auf die mittlere und längere Frist nichts anderes kann als Preisniveaustabilität zu sichern.<sup>26</sup> Bis vor kurzem, also bis sich Deflationsgefahren im Euroraum abzeichneten, war dies auch die gemeinsame Position von Kritikern und Befürwortern der Anti-Krisenpolitik der EZB. Richtig ist: Unter den derzeitigen Bedingungen fällt es der Geldpolitik schwerer als vor 2008, ihr Ziel zu erreichen, weil der monetäre Transmissionsmechanismus nur unter Einschränkungen funktioniert.<sup>27</sup> Aus der Tatsache, dass die Zielerreichung schwierig ist, kann jedoch nicht der Schluss gezogen werden, diese einzustellen. Im Gegenteil: gerade wenn es schwer ist, muss die Geldpolitik klarstellen, dass sie ihr Ziel erreichen kann und will, um ihre Glaubwürdigkeit zu sichern. Dies gilt für das derzeitige deflationäre Umfeld

ebenso wie es in den inflationären 1970er und 1980er Jahren gegolten hat.<sup>28</sup>

### Geldpolitischer Diskurs und europapolitische Debatte

Empirie und Theorie liefern demnach eine Reihe von Gründen, den EZB-Kritikern vehement zu widersprechen. Warum findet dieser Widerspruch in der öffentlichen Debatte so selten statt?<sup>29</sup> Warum werden nicht folgende Fragen gestellt: Seit Jahren wird vor Inflation gewarnt, warum ist sie nicht eingetreten? Welche der Annahmen, die dazu führten, Inflation zu prognostizieren, hat sich als nicht richtig herausgestellt? Und welche Implikation hat dies für die Einschätzung des derzeitigen geldpolitischen Kurses? Ein Grund mag darin liegen, dass Herausgeber, Chefredakteure und Journalisten, gerade aus Zeitungen und Zeitschriften, die als besonders „wirtschaftskompetent“ eingestuft werden, seit Jahren ebenfalls Inflation vorhersagen bzw. der EZB vorwerfen, gegen ihr Mandat zu verstoßen. Dabei argumentieren sie oft auf der gleichen theoretischen Basis, die Inflation als praktisch unausweichlich ansieht. Ähnlich lässt sich für den Leserkreis formulieren: Die These, dass „mehr Geld“ immer zu „höherer Inflation“ führt, ist nicht nur theoriegerecht, sondern entspricht auch dem gesunden Menschenverstand, also dem, was die Leser „glauben“. Deshalb gibt es wenig Anlass, andere oder sich selbst zu hinterfragen, und damit einen ersten Schritt zu tun, die Diskussion ausgewogener zu gestalten, obwohl die seit Jahren beobachtbaren Fakten zeigen, dass diese These nicht richtig ist.<sup>30</sup>

Aber ist das denn so wichtig, dass die geldpolitische Diskussion in Deutschland so einseitig verläuft? Ist das nicht eine Diskussion unter geldpolitischen Fachleuten, die sonst niemand interessiert und daher keine weiteren Auswirkungen hat? Dies wäre vielleicht der Fall, wenn es weiterhin eine nationale Geldpolitik gäbe, also die D-Mark mit der Bundesbank als geldpolitischer Instanz. Die Geldpolitik ist aber europäisch. Und damit wird der geldtheoretische Diskurs zum Politikum, weil oft suggeriert wird, dass diese geldpolitische Debatte nur geführt werden muss, weil der Euro eingeführt wurde. Wenn es noch die D-Mark und eine Geldpolitik der Bundesbank gäbe, wäre Geldpolitik noch Geldpolitik. Es war nicht nur, aber eben auch diese The-

23 Vgl. J. Stark, a.a.O.

24 Die Asymmetrie lässt sich am Beispiel von Wittkowski illustrieren. Zu Beginn des Jahres 2011, also bei einer Inflationsrate von 2,3%, sprach er sich für Zinserhöhungen aus. Am 10.6.2014, also bei einer Inflationsrate von 0,5%, warf er der EZB vor, „hysterisch“ ein Deflationsgespenst zu jagen. Vgl. hierzu B. Wittkowski: Kalte Enteignung, in: Börsen-Zeitung vom 28.1.2011, <http://www.presseportal.de/pm/30377/1756133/boersen-zeitung-kalte-enteignung-kommentar-von-bernd-wittkowski-zum-anstieg-der-deutschen-teuerung>; ders.: Der wertlose Euro, a.a.O.

25 Viele EZB-Kritiker beziehen dieses Argument allerdings auf Ziele, die die EZB ihrer Meinung nach „in Wirklichkeit“ anstrebt, also die Konjunktur bzw. Kreditvergabe in Südeuropa anzuregen oder die „Eurokrise“ zu bekämpfen. Sie negieren also, dass die EZB ihr Preisniveaustabilitätsziel seit praktisch einem Jahr nach unten verfehlt, und definieren eine Inflationsrate von 0,7% als Preisniveaustabilität. Vgl. hierzu J. Stark, a.a.O.

26 Vgl. M. Goodfriend: How the World Achieved Consensus on Monetary Policy, in: Journal of Economic Perspectives, 21. Jg. (2007), H. 4, S. 47-68.

27 Interessant ist, dass dieses Argument gerade von den EZB-Kritikern verwandt wird, um geldpolitischen Stillstand zu rechtfertigen. Dabei waren es gerade EZB-kritische Stimmen, die in den letzten Jahren nahezu jede Maßnahme, wie z.B. das OMT-Programm, abgelehnt hatten, die das Ziel verfolgte, einen effektiven Transmissionsmechanismus zu erhalten.

28 Vgl. C. D. Romer, D. Romer: The Most Dangerous Idea in Federal Reserve History: Monetary Policy Doesn't Matter, in: American Economic Review, 103. Jg. (2013), H. 3, S. 55-60.

29 Es gibt Ausnahmen: Vgl. z.B. G. Braunberger: Leben deutsche Ökonomen auf einem fernen Planeten? Über den Zusammenhang von Geldbasis und Inflation, 2012, <http://blogs.faz.net/fazit/2012/09/13/leben-deutsche-oekonomen-auf-einem-anderen-planeten-558/comment-page-2/#comments>; M. Schieritz: Die Inflationslüge, München 2013.

30 Vgl. M. Gentzkow, J. M. Shapiro: Media Bias and Reputation, in: Journal of Political Economy, 114. Jg. (2006), H. 2, S. 280-316.

se, die zur Geburt der „Ökonomenpartei“<sup>31</sup> „Alternative für Deutschland“ beigetragen und ihr bei der Europawahl 7% der Stimmen eingebracht hat: „Solide Währung statt Euro-Schuldenwahn“ hatte sie unter anderem plakatiert.

### Anti-Krisenpolitik der EZB im internationalen Vergleich

Der Vorwurf, der geldpolitische Kurs der vergangenen Jahre sei eine Konsequenz der Währungsunion, lässt sich jedoch ebenso leicht widerlegen wie der Vorwurf, die EZB würde nicht ihrem Mandat nachkommen. Die USA, Großbritannien, Japan, die Schweiz und Dänemark sind keine Mitglieder des Euroraums, haben also ihre nationalen Währungen. Trotzdem sind sie von der gleichen geldpolitischen Situation und der gleichen geldpolitischen Debatte wie im Euroraum betroffen. Auch dort stellte die Geldpolitik Liquidität in bisher unbekanntem Ausmaß zur Verfügung. Auch dort hat diese „Liquiditätsflut“ nicht zur Inflation geführt, obwohl dies auch dort von geldpolitischen Kritikern behauptet wurde. Auch dort sind die Zinsen seit vielen Jahren bei Null und in realer Rechnung negativ, so dass die Sparer scheinbar „enteignet“ werden. Auch dort kauften und kaufen Zentralbanken in massiver Weise Staatsschuldtitel, ja in viel stärkerem Maße als im Euroraum, bei gleichzeitiger Debatte darüber, wie wirkungsvoll dieses Instrument ist, um Deflation zu verhindern.

Dieses Unisono der geldpolitischen Ausrichtung und der Debatte darüber wird von den EZB-Kritikern durchaus erwähnt. So kann es auch kaum einen Zweifel darüber geben, dass sie die Anti-Krisenpolitik der Fed oder der Bank of England ebenso ablehnen wie die der EZB. Dies bedeutet aber, dass die europäische Geldpolitik und die Debatte über den richtigen geldpolitischen Kurs keine europäische Besonderheit, sondern die globale Regel darstellen. Wenn dem aber so ist, können die Ursachen für die Anti-Krisenpolitik der EZB nicht im Euro per se, in der „Eurokrise“ oder im wirtschaftspolitischen Fehlverhalten der Euro-Krisenländer liegen. Denn die USA und Großbritannien haben keine „Krisenstaaten“, die die Geldpolitik angeblich nötigen, ihnen Kredit zu geben. Und weder die Fed noch die Bank of England betreiben ihre Politik, um den „Anreiz für Reformen“ schwächen zu wollen. Sofern man ihnen vorwerfen mag, ihr Mandat ebenfalls zu verletzen, diese Argumente können dafür nicht verantwortlich sein.<sup>32</sup>

31 Vgl. U. van Suntum: Was will die Ökonomenpartei AfD?, Video vom 5.9.2013, <http://www.youtube.com/watch?v=M0Ok4EHvbXU>.

32 Umgekehrt empfehlen US-Geldpolitiker den Europäern zur Abwendung von Deflationsrisiken die gleichen Maßnahmen, die sie beschlossen haben, vgl. z.B. J. Bullard: Monetary Policy in a Low Policy Rate Environment, OMFIF Golden Series Lecture, London, 23.5.2013, [http://research.stlouisfed.org/econ/bullard/pdf/Bullard\\_OMFIF\\_GoldenSeriesLecture23May2013Final.pdf](http://research.stlouisfed.org/econ/bullard/pdf/Bullard_OMFIF_GoldenSeriesLecture23May2013Final.pdf).

Dennoch: Man kann behaupten, die Bundesbank hätte eine ganz andere Politik gestaltet, wenn es die D-Mark noch gäbe. Das mag sein. Aber alles spricht dafür, dass sie dies nur um den Preis einer Aufgabe des Ziels Preisniveaustabilität, also von Deflation in Deutschland, hätte tun können. Denn die Fed, die Bank of England und die Bank of Japan haben Staatsschuldtitel des eigenen Landes (die Schweizer Nationalbank über den massiven Ankauf von Währungsreserven die Staatsschuldtitel anderer Länder) nicht gekauft, um die Refinanzierungskosten der jeweiligen Finanzminister zu drücken, sondern um ihrem Mandat Preisniveaustabilität erfolgreich nachzukommen. Auch die dänische Notenbank hat negative Einlagenzinsen nicht beschlossen, um Banken und Sparer zu strafen, sondern um ein geldpolitisches Ziel – hier: einen festen Wechselkurs – zu erreichen, also ihrem Mandat gerecht zu werden. Vorausgesetzt, die Bundesbank hätte sich an ihr Mandat gehalten, und daran kann es keinen vernünftigen Zweifel geben: Sie hätte in den letzten Jahren ebenfalls das Zinsniveau auf praktisch Null geführt und unkonventionelle Maßnahmen beschlossen.

Die Besonderheit der Eurozone besteht darin, dass sich hier Staaten zu einer Währungsunion zusammengetan haben, die diese Anti-Krisenpolitik gemeinsam gestalten und vertreten müssen. Jede Form der Anti-Krisenpolitik weist jedoch Haftungs- und Verteilungsrisiken auf, die in „normalen Zeiten“ zumindest in dieser Form und Dimension nicht auftreten.<sup>33</sup> Aufgrund der Konstruktion der Währungsunion aus verschiedenen Staaten werden diese in Europa offensichtlich und in durchaus nachvollziehbarer Weise anders bewertet als dies in einem nationalen Rahmen der Fall ist, weil sie nun zu Umverteilungen von Risiken und – im Extremfall, z.B. dem Austritt eines Staates aus der Währungsunion – zur Umverteilung von Kosten zwischen den Staaten führen können. Dies lässt sich am Beispiel der Target-Salden verdeutlichen, die als Krisensymptom unweigerlich auftreten, sofern

1. Zentralbanken dezentral strukturiert sind und entsprechend auch den Zahlungsverkehr zwischen Banken dezentral gestalten,
2. die Krise asymmetrisch, d.h. in einigen Regionen stärker und in anderen schwächer bzw. gar nicht zu spüren ist,

33 Wie Hellwig betont, hat Geldpolitik aber immer, also auch in „normalen Zeiten“, Verteilungswirkungen. Vgl. hierzu M. Hellwig: Governments, Banks, and Monetary Policy in the Crisis, DIW Berlin, September 2013, [http://www.diw.de/documents/dokumentenarchiv/17/diw\\_01.c.426879.de/hellwig\\_omt\\_konferenz\\_2013.ppt](http://www.diw.de/documents/dokumentenarchiv/17/diw_01.c.426879.de/hellwig_omt_konferenz_2013.ppt).



### 3. die Zentralbank eine Vollzuteilungspolitik verfolgt.<sup>34</sup>

In allen funktionierenden Währungsunionen, auch solchen mit einem Nationalstaat, wie z.B. den USA, werden diese Risiken gesamtstaatlich abgefangen, d.h. die Regionen mit einem Kapitalabfluss und entsprechenden Defiziten in den Target-Salden bzw. ihrem jeweiligen Äquivalent müssen diese Salden nur über Umbuchungen, aber nicht de facto ausgleichen, auch wenn Sinn das Gegenteil behauptet.<sup>35</sup> Im Falle der USA war dies gerade die Voraussetzung für die Überwindung von Finanzkrisen, wie sie vor Gründung der Fed 1913 regelmäßig auftraten, und die Herstellung eines einheitlichen Zahlungsraumes.<sup>36</sup> Für die US-Bürger in den Überschussregionen ist dies kein Problem, weil sie sich eben als US-Bürger und nicht als Bürger des Federal Reserve Districts New York empfinden. So wären für die Bundesbürger in der globalen Finanzkrise selbst dann Haftungsrisiken entstanden, die denen aus den Eurosystem-Target-Salden ähneln, wenn es die D-Mark noch gegeben hätte.<sup>37</sup> Denn als z.B. die Hypo Real Estate in Schieflage geriet, stellte ihr die Bundesbank Liquidität in erheblichem Umfang zur Verfügung, ohne dass es dafür einen entsprechenden Parlamentsbeschluss gab.

Dass die Anti-Krisenpolitik der EZB internationalen Standards folgt, heißt nicht, dass man nicht gegen den Euro sein kann. Man kann durchaus die Haftungsrisiken und Verteilungswirkungen, die durch die Anti-Krisenpolitik in Europa entstanden sind, ablehnen, sei es, weil man diese beim Abschluss des Maastrichter Vertrages nicht gesehen hat oder weil man schon damals davor warnte, aber nicht

gehört wurde. Man kann auch der Meinung sein, dass der Euro ökonomisch von Nachteil ist, weil er ein Anpassungsinstrument, den Wechselkurs, abschafft, das in Europa offensichtlich weiter gebraucht wird. Aber angesichts der Tatsache, dass die EZB-Anti-Krisenpolitik in ihrer Grundausrichtung mit jener anderer westlicher Zentralbanken übereinstimmt, ist zwischen Pro und Contra Euro und Pro und Contra Anti-Krisenpolitik der EZB strikt zu unterscheiden. Denn nur weil die EZB Geldpolitik unter den gegebenen europäischen Bedingungen durchführt, handelt es sich noch lange nicht um Klientel-, sondern immer noch um Geldpolitik.

### Fazit

Ein abschließendes Wort zur Inflation: Es wäre falsch, diese Ausführungen dahingehend zu interpretieren, die EZB würde schon immer richtig liegen, so dass die Inflationsgefahr quasi automatisch gebannt ist. Das ist nicht der Fall. Es kann immer zu geldpolitischen Fehlentscheidungen kommen, die die Inflation in der mittleren Frist über die Zielmarke von 2% drücken. Dazu kann – im Nachhinein – auch die Entscheidung zählen, die am 5. Juni 2014 getroffen wurde. Dann wird genauso kritisch zu überprüfen sein wie heute, ob die EZB alle ihre Mittel einsetzt, um die Inflation wieder zurückzuführen. Technisch ist sie dazu jederzeit in der Lage, z.B. über Zinserhöhungen oder eine Anhebung des Mindestreservesatzes.

Falls sie die Instrumente nicht einsetzt, liegt es also am geldpolitischen Willen. In den 15 Jahren ihres Bestehens hat die EZB aber gezeigt, dass sie diesen Willen hat: Die durchschnittliche Inflationsrate liegt bei 1,99%, also genau beim Zielwert. Es bleibt natürlich jedem unbenommen zu glauben, dass dies in der Zukunft nicht mehr der Fall sein wird. Angesichts der kritischen Haltung gegenüber der Anti-Krisenpolitik der EZB ist es auch nicht verwunderlich, wenn immer mehr Mitbürger dies glauben. Allerdings: Diese Kritik beruht zu großen Teilen darauf, dass eine spezielle Geldtheorie falsch angewendet wurde. Deshalb hat die einseitige geldpolitische Diskussion – selbst wenn dies nicht so gewollt ist – Wirkungen, die über den geldtheoretischen Kern weit hinausgehen: Sie zerstört das Vertrauen in die europäische Institution EZB und damit in ein Herzstück der europäischen Integration.

34 Vgl. P. Cour-Thimann: Target Balances and the Crisis in the Euro Area, in: CESifo Forum, Special Issue, 4/13, <http://www.cesifo-group.de/ifoHome/publications/journals/CESifo-Forum.html>.

35 Vgl. H.-W. Sinn: Die Target-Fälle, München 2012.

36 Vgl. J. A. James, J. McAndrews, D. Weimann, F. Weimann: Banking Panics, the 'Derangement' of the Domestic Exchanges, and the Origins of Central Banking in the United States, 1893 to 1914. Paper presented at the Workshop on Monetary and Financial History, Atlanta, 24.-27.6.2013, [http://www.frbatlanta.org/documents/news/conferences/13monetary\\_financial\\_history/James-McAndrews-Weiman.pdf](http://www.frbatlanta.org/documents/news/conferences/13monetary_financial_history/James-McAndrews-Weiman.pdf); B. Eichengreen, A. J. Mehl, L. Chitu, G. Richardson: Mutual Assistance between Federal Reserve Banks, 1913-1960 as Prolegomena to the TARGET2 Debate, NBER Working Paper #20267, Cambridge MA 2014.

37 Vgl. A. Winkler: Der lender of last resort vor Gericht, Frankfurt School Working paper, Nr. 206, 2013, <http://www.frankfurt-school.de/clicnet-clm/fileDownload.do?goid=000000561660AB4>.

**Title:** *The Subject of Relentless Criticism: How a Wrongly Applied Monetary Theory Undermines Confidence in the ECB*

**Abstract:** *Abstract: The ECB's decision in favour of additional unconventional monetary policy measures has been severely criticised by German economists, experts and the media. This is consistent with the relentless criticism that the ECB has been subject to over recent years, even though the facts clearly show that the ECB has been living up to its mandate. The prevalence reflects adherence to a monetary theory that is wrongly applied. The collateral damage of this misapplication is huge as the permanent and unjustified criticism undermines confidence in the ECB and hence a key element of European integration.*

**JEL Classification:** E51, E52, E58