

Hellwig, Martin

**Article**

## Geldpolitik und Nachhaltigkeit

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Hellwig, Martin (2022) : Geldpolitik und Nachhaltigkeit, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613-978X, Springer, Heidelberg, Vol. 102, Iss. 5, pp. 341-343, <https://doi.org/10.1007/s10273-022-3185-5>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/262871>

**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.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

Martin Hellwig

## Geldpolitik und Nachhaltigkeit

Im Zuge des Wechsels der EZB-Präsidentenschaft von Mario Draghi zu Christine Lagarde wurde der Klimaschutz zu einem Anliegen der Geldpolitik erklärt. Lagarde bekannte sich zu diesem Ziel und erhielt dafür viel Applaus. Seither steht das Thema „Klimaschutz als Anliegen der Geldpolitik“ auf der Tagesordnung der politischen Diskussion. Die Frage ist allerdings, wie das Ziel des Klimaschutzes sich mit dem Mandat der EZB vereinbaren lässt. Nach dem Vertrag über die Arbeitsweise der EU hat die EZB das Mandat, für Preisstabilität zu sorgen. Im Übrigen soll sie die allgemeine Wirtschaftspolitik der EU unterstützen, soweit dies nicht zulasten der Preisstabilität geht. Da die Institutionen der EU den Klimaschutz als wichtiges Ziel betrachten, fällt dieses Anliegen zweifellos unter dieses Sekundärmandat der EZB. Es bleibt allerdings die Frage, wie mit etwaigen Konflikten zwischen dem Ziel der Preisstabilität und dem Ziel des Klimaschutzes umzugehen ist. Dazu ist oft zu hören, es gebe keinen Konflikt, denn der Klimawandel berge erhebliche Risiken für die Preisstabilität. Der Klimawandel berge auch erhebliche Risiken für Unternehmen, die mit „brauner“ Technologie arbeiten, dies müsse die EZB beim Kauf von Wertpapieren oder der Kreditvergabe an Banken berücksichtigen.<sup>1</sup>

Jedoch werden die Einflüsse des Klimawandels auf die Inflation zu wenig spezifiziert, als dass man daraus konkrete Konsequenzen für die Geldpolitik ziehen könnte. Nach derselben Logik könnte man argumentieren, die durch eine Pandemie oder einen Krieg verursachten Angebotsverknappungen trügen zur Inflation bei, deshalb müsste auch die Verhinderung von Pandemien und Kriegen ein Anliegen der Geldpolitik sein. Vor allem steht die Frage im Raum, wie gegebenenfalls mit einem konkreten Zielkonflikt umzugehen ist. Unterstellen wir, dass die derzeitigen Inflationstendenzen anhalten und das Mandat der Preisstabilität eine restriktivere Geldpolitik der EZB verlangt, die die Zinssätze in den Märkten ansteigen lassen würde. Unterstellen wir auch, dass etliche Unternehmen im Bereich der CO<sub>2</sub>-neutralen Energien erhebliche Bankkredite aufgenommen haben. Sofern die Banken den Zinsanstieg über Zinsgleitklauseln an ihre Schuldner weitergeben können, gefährdet die restriktivere Geldpolitik die Solvenz dieser Unternehmen und ihren Beitrag zu einer weniger

klimaschädlichen Energieversorgung. Soll die EZB deshalb auf eine restriktivere Geldpolitik verzichten?

Nach den Rechtsgrundlagen ist diese Frage klar zu verneinen. Laut Vertrag darf die EZB das Sekundärmandat der Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik nur insoweit verfolgen, als dies ohne Schaden für die Preisstabilität möglich ist. In der konkreten Situation würde es aber einen sehr starken politischen Druck geben, die EZB möge doch bitte bedenken, dass Insolvenzen bei Solar- oder Windenergie den Klimaschutz nachhaltig beschädigen könnten. Die Nennung des Klimaschutzes als Anliegen der Geldpolitik bietet diskurspolitisch eine Grundlage für eine Aufweichung des im Vertrag vorgesehenen Mandats. Ich vermute, dass der Applaus für Lagarde auch der Aussicht auf eine solche Aufweichung galt, für andere Politikanliegen ebenso wie für den Klimaschutz.

Auch das Argument zu den besonderen Risiken „brauner“ Unternehmen und der von ihnen emittierten Wertpapiere und Schuldtitle ist problematisch. Soweit dieses Argument darauf abzielt, dass solche Risiken überhaupt vorhanden sind und berücksichtigt werden müssen, ist es ernst zu nehmen. Man sollte diese Risiken aber nicht nach anderen Kriterien beurteilen als andere Risiken. Wenn von zwei Banken die eine Bank Kredite an Unternehmen mit „brauner“ und die andere Bank Kredite an Unternehmen mit „grüner“ Technologie vergibt, dann sollte die Zentralbank sowohl „braune“ als auch „grüne“ Risiken nach den vorgesehenen Verfahren in ihre Analysen einbeziehen und im Übrigen beide Banken gleichbehandeln. Es sollte nicht vorkommen, dass die EZB die Bank mit den „grünen“ Krediten bevorzugt, wenn deren Position bei angemessener Berücksichtigung des Unterschieds von „grün“ und „braun“ risikanter ist. Die Privilegierung einer als risikanter einzustufenden Institution setzt die Steuerzahlenden zusätzlichen Risiken aus. Für eine politisch motivierte Diskriminierung, die Risiken für die Steuerzahlenden begründet, ist die Zentralbank aber nicht legitimiert.

Ähnliche Erwägungen gelten auch für die immer wieder vorgebrachten Vorschläge zur Aufweichung von Eigenkapi-

1 So etwa Isabel Schnabel in verschiedenen Vorträgen und Interviews, siehe z.B. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210527\\_1~ae50e2be97.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210527_1~ae50e2be97.en.html) (20. April 2022).

© Der/die Autor:in 2022. Open Access: Dieser Artikel wird unter der Creative Commons Namensnennung 4.0 International Lizenz veröffentlicht (creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.de).

Open Access wird durch die ZBW – Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft gefördert.

**Prof. Dr. Martin Hellwig** ist emeritierter Direktor am Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern in Bonn.

talanforderungen für Banken, die „grüne“ Unternehmen bzw. Technologien finanzieren. Ich stehe dem System der risikobasierten Eigenkapitalanforderungen skeptisch gegenüber, weil ich Zweifel an der Messbarkeit der Risiken habe und an der Möglichkeit, Manipulation der „Risikomessungen“ durch die Banken auszuschließen. Wenn man aber ein solches System hat, sollte man nicht mit zweierlei Maß messen, als ob Risiken bei der Finanzierung „grüner“ Unternehmen für die Wahrung der Finanzstabilität und den Schutz der Steuerzahlenden per se weniger gefährlich sind als andere Risiken.

### Mandatsgestaltung und Status der Zentralbank

Das Preisstabilitätsmandat steht in engem Zusammenhang mit dem Status der EZB als unabhängiger Institution. Beides geht auf die Tradition der Bundesbank zurück. Diese wurde bei der Gründung der Bank deutscher Länder 1948 durch die Alliierten begründet, noch vor Verabschiedung des Grundgesetzes. Von Seiten der Politik gab es immer wieder Kritik, aber die Bundesbank selbst hat es verstanden, ihren Status in der Öffentlichkeit so zu etablieren, dass Angriffe auf ihre Unabhängigkeit und auf die Ausschließlichkeit der Verpflichtung auf Preisstabilität erfolglos blieben.<sup>2</sup> Die Unabhängigkeit der Zentralbank fällt aus dem Rahmen der deutschen öffentlich-rechtlichen Dogmatik. Danach sollten eigentlich alle Entscheidungen einer staatlichen Instanz direkt oder indirekt auf den Wählerwillen zurückzuführen sein. Ermessen ist einzuschränken, gegebenenfalls durch Weisungen eines zuständigen Ministeriums, das dem Parlament gegenüber verantwortlich ist. Nach öffentlich-rechtlicher Auffassung sind daher Bundeskartellamt und Bundesnetzagentur gegenüber dem Bundesminister für Wirtschaft und Klima weisungsgebunden, selbst in Einzelfallentscheidungen.<sup>3</sup> Einen Rechtstreit über die Zentralbank gab es allerdings erst nach dem Maastricht-Vertrag. In seinem Maastricht-Urteil erklärte das Bundesverfassungsgericht, eine Delegation der Zuständigkeit für Geldpolitik an eine unabhängige supranationale Institution sei insofern tolerierbar, als es hier um „Expertentätigkeit“ mit dem alleinigen Ziel der Preisstabilität gehe. Ohne Unabhängigkeit sei zu befürchten, dass „auf Wiederwahl bedachte Mandatsträger“ die Notenpresse zur Finanzierung von Wahlgeschenken und zur Verfälschung der demokratischen Willensbildung benutzen. Eine Vielfalt von Zielen allerdings würde politische Wertungen erfordern, für die eine unabhängige Institution nicht legitimiert sei.

Ich finde es bemerkenswert, dass Unabhängigkeit und Preisstabilitätsmandat hier dem Schutz des demokratischen Willensbildungsprozesses dienen sollen, nicht aber

dem Schutz des Geldwesens. Das zugrunde liegende ökonomische Problem liegt doch darin, dass Versprechungen über zukünftige Geldpolitik ohne besondere Vorkehrungen nicht glaubwürdig sind und dass dieses sogenannte Zeitinkonsistenzproblem die Funktionsfähigkeit des Geldwesens beschädigt. Der Wert des Geldes im Tausch gegen reale Güter und Dienstleistungen hängt von den Erwartungen der Beteiligten über die weitere Entwicklung des Geldwerts ab. Die tatsächliche Entwicklung aber hängt unter anderem von der Geldpolitik ab. Dem Fiskus als letztem Nutznießer der Geldausgabe liegt daran, dass er für das ausgegebene Geld einen möglichst hohen realen Gegenwert bekommt. Insofern möchte er die Abnehmen den glauben machen, dass er die zukünftige Geldausgabe einschränken wird, um den Geldwert stabil zu halten. Ist aber die Geldausgabe einmal erfolgt, dann hat er keinen Anreiz mehr, sich an dieses Versprechen zu halten. In Ermangelung eines Rechtsanspruchs haben die adressierten Personen auch keine Möglichkeit, ihn dazu zu zwingen. Die Delegation der Geldausgabe an die Zentralbank mit einem ausschließlichen Mandat für Preisstabilität dient als eine Art Ersatz für den fehlenden Rechtsanspruch. Sie behebt das Glaubwürdigkeitsproblem oder mildert es wenigstens ab.

Die Fokussierung des Mandats auf Preisstabilität ist wichtig. Eine Mehrzahl von Mandaten würde das Ziel der Preisstabilität infrage stellen und die Glaubwürdigkeit des Stabilitätsversprechens gefährden. Im Übrigen würde eine solche Vielfalt politische Wertungen erfordern, für die eine unabhängige Institution nicht legitimiert ist. Es ist daher merkwürdig, dass das Bundesverfassungsgericht in seinem neueren Urteil vom 5. Mai 2020 bemängelt, die EZB sei bei der Begründung ihrer Maßnahmen zu wenig auf deren Nebenwirkungen in Bereichen der allgemeinen Wirtschaftspolitik eingegangen und der EuGH habe dieses Defizit nicht moniert. Vermutlich ging es dem Bundesverfassungsgericht mehr um das Verhältnis zum EuGH als um die Geldpolitik, aber die Forderung nach einer Berücksichtigung anderer Ziele steht im Raum. Das Gericht begründet seine Kritik mit der Kompetenzfestlegung im Vertrag, dass die EZB für Währungspolitik und die Mitgliedstaaten für Wirtschaftspolitik zuständig sind, und erhebt die Forderung, dass die EZB die Verhältnismäßigkeit ihrer Maßnahmen im Hinblick auf „wirtschaftspolitische Auswirkungen“, d.h. Auswirkungen im Kompetenzbereich der Mitgliedstaaten, prüfen muss. Die vom Gericht angegebenen Beispiele betreffen allerdings nicht „wirtschaftspolitische Auswirkungen“, sondern wirtschaftliche Auswirkungen, etwa auf Immobilienmärkte, auf Mieten oder das Überleben von vermeintlichen Zombie-Unternehmen, die ohne die Niedrigzinspolitik der EZB schließen müssten. Der sprachliche Kunstgriff, dass hier von wirtschaftspolitischen und nicht von wirtschaftlichen Auswirkungen gesprochen wird, kann nicht darüber hinwegtäuschen, dass diese Forderung in einem eklatanten Widerspruch zum Maastricht-Urteil steht (Bofinger et al., 2020).

2 Zur Entwicklung bis zur Verabschiedung des Bundesbankgesetzes siehe Buchheim (2001).

3 Hingegen verweisen Wettbewerbsrechtler darauf, dass allgemeine Weisungen veröffentlichtspflichtig sind, und folgern, dass Einzelfallweisungen gar nicht erst zulässig sind (siehe z.B. Möschel, 1998).

Für sein Urteil erhielt das Gericht nicht nur von Kritisierenden der EZB Beifall, sondern auch von solchen der früheren Politik der Bundesbank, der immer schon vorgeworfen wurde, sie habe sich zu wenig um Arbeitslosigkeit gekümmert und zu wenig die Autonomie der Tarifpartner und von Regierung und Parlament bei der Festlegung von Tarif- und Haushaltspolitik respektiert (Tooze, 2020). Diese Kritik entspringt einer Denktradition, die die Geldpolitik für viele Ziele einsetzen will, beschäftigungspolitische, verteilungspolitische, fiskalische. Ähnlich ist es bei der Forderung nach einer Ausweitung oder Uminterpretation des Mandats der EZB zum Klimaschutz. Sie bergen das Risiko, dass das Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik bei der Preisstabilität wieder zum Tragen kommt.

### Nachhaltigkeitsprobleme der Geldpolitik selbst

In Deutschland ist regelmäßig zu lesen, die EZB selbst halte sich nicht an ihr Mandat, ihre Politik gefährde die Preisstabilität und diene vor allem den Banken und den Staatsfinanzen. In der Tat standen bei den EZB-Interventionen in der Finanzkrise 2007 und 2008 und in der Euro-Krise 2011 die Risiken für Banken und Finanzstabilität im Vordergrund. Die Interventionen 2011/2012 kamen neben den Banken auch den Mitgliedstaaten zugute, deren Banken die EZB-Kredite zum Kauf von Staatstiteln nutzten. Hinter diesen Interventionen stand das Problem, dass die Funktionsfähigkeit der Banksysteme eine unerlässliche Grundlage für die Funktionsfähigkeit des Geldsystems ist. Die Geldpolitik ist darauf angewiesen. Nun hat die EZB kein Mandat für Finanzstabilität. Die Interventionen standen daher unter dem Motto der Deflationsbekämpfung. Eine Finanzkrise könnte eine Rezession oder gar Depression auslösen, mit Deflationswirkungen wie in der Weltwirtschaftskrise oder in Japan in den 1990er Jahren. Dem sollten die Interventionen vorbeugen. Auch die Interventionen von 2015 bis 2020 dienten ausdrücklich der Deflationsbekämpfung, vielleicht sogar auf Kosten der Finanzstabilität, denn die Konkurrenz der EZB beim Kauf von Wertpapieren drückte auf die Gewinnmargen der Banken. Vor dem Hintergrund des deutschen Inflationstraumas mag es merkwürdig erscheinen, wenn das Preisstabilitätsmandat symmetrisch interpretiert wird und nicht einfach als Mandat zur Deflationsbekämpfung oder zum Schutz der Sparen den (so etwa Kirchhof, 2020). Jedoch hat schon von Mises (1912/1924) eine symmetrische Interpretation von Preisstabilität derart begründet, dass nicht nur die Kreditgebenden sondern auch die Kreditnehmenden in Kreditverträgen vor

Risiken bezüglich des Realwerts ihrer Forderungen und Verbindlichkeiten bewahrt werden sollten.<sup>4</sup> Eine symmetrische Interpretation des Preisstabilitätsmandats ist nicht als abwegig anzusehen. Allerdings gibt es ein Risiko einer Dominanz von finanziellen oder fiskalischen Interessen über die Geldpolitik. Geschäftsbanken oder Mitgliedstaaten könnten ihre Geschäftspolitik und ihre Finanzpolitik so fahren, dass die Zentralbank ihnen helfen muss, wenn sie Deflation vermeiden will. Schon 2011/2012 haben einige Regierungen gelernt, dass die Schwäche ihrer Banken ihnen einen indirekten Zugang zur Notenpresse vermittelt. Die europäische Bankenunion sollte dem entgegenwirken und dafür sorgen, dass Banken, die nicht gut kapitalisiert sind, aus dem Markt ausscheiden. Das war aber bisher nur eingeschränkt erfolgreich.

Die derzeitige Diskussion um Geldpolitik und Inflation ist vor diesem Hintergrund zu sehen. Lange Zeit lag die Inflationsrate unter dem gesetzten Ziel von „unter, aber nahe bei 2 %“. Seit Mitte 2021 aber sind die Inflationsraten deutlich angestiegen, und die EZB hat nicht darauf reagiert. Die beobachtete Inflation wird immer wieder als temporär bezeichnet. Jedoch liegt die tatsächliche Inflation immer wieder über der vorher prognostizierten Inflation. Das wirft Zweifel auf, ob die EZB die zugrunde liegende Inflationsdynamik wirklich versteht oder auch verstehen will. Die Diskussion um den temporären Charakter der erhöhten Inflation verdeckt vielleicht einen Zielkonflikt zwischen den Anliegen finanzieller und fiskalischer Stabilität und dem Mandat der Preisstabilität. Hier gibt es ein Nachhaltigkeitsproblem eigener Art.

4 Später weicht von Mises (1928) von dieser symmetrischen Interpretation ab, dies allerdings ohne inhaltliche Begründung. In diesen Zusammenhang gehört auch Fishers (1933) Warnung vor einer „Schuldendeflation“.

### Literatur

- Bofinger, P., M. Hellwig, M. Hüther, M. Schnitzer, M. Schularick und G. Wolff (2020), Gefahr für die Unabhängigkeit der Notenbank, FAZ, 29. Mai.
- Buchheim, C. (2001), Die Unabhängigkeit der Bundesbank, *Vierteljahrsschriften für Zeitgeschichte*, 49, 1-30.
- Fisher, I. (1933), The Debt Deflation Theory of Great Depressions, *Economica*, 1, 337-357.
- Kirchhof, P. (2021), *Geld im Sog der Negativzinsen*, C. H. Beck.
- Mises, L. v. (1912/1924), *Theorie des Geldes und der Umlaufmittel*, Duncker&Humblot.
- Möschel, W. (1997), Die Unabhängigkeit des Bundeskartellamts, *Ordo*, 48, 241-251.
- Tooze, A. (2020), Eine neue Rolle für die EZB, *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, 5. Juli.

### Title: Monetary Policy and Sustainability

**Abstract:** ECB President Christine Lagarde and others have suggested that climate change creates risks for price stability and for the viability of counterparties to central bank interventions and therefore monetary policy should contribute to fighting climate change. However, pursuit of this new objective may occasionally conflict with price stability, in which case the legal mandate as well as the underlying rationale for this mandate and for ECB independence call for prioritising price stability. However, monetary policy will have a sustainability problem of its own if the viability of the monetary system is threatened by financial and fiscal instability.