ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Neumann, Manfred J. M.

Research Report

Die Europäische Zentralbank auf Abwegen

Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, No. 116

Provided in Cooperation with:
Stiftung Marktwirtschaft / The Market Economy Foundation, Berlin

Suggested Citation: Neumann, Manfred J. M. (2012) : Die Europäische Zentralbank auf Abwegen, Argumente zu Marktwirtschaft und Politik, No. 116, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/99806

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

STIFTUNG
Marktwirtschaft

DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK AUF ABWEGEN

Argumente
zu Marktwirtschaft
und Politik

Nr. 116 | März 2012

Manfred J.M. Neumann

30
JAHRE
STIFTUNG MARKTWIRTSCHAFT
Kronberger Kreis 1982 - 2012

Inhaltsverzeichnis

Vorwort 03

1 Einleitung 04
2 Das Mandat der Preisstabilität 05
3 Die monetären Entwicklungen im Euroraum 07
3.1 Indikator Zinsniveau 07
3.2 Monetäre Aggregate als Indikatoren 08
4 Refinanzierungspolitik fördert Target2-Verschuldung 13
5 Stützung öffentlicher Haushalte gefährdet Unabhängigkeit 15
6 Den EZB-Rat reformieren? 16
7 Kommunikation und Transparenz der geldpolitischen Strategie 17

Literatur 19

Handlungsempfehlungen 20

© 2012

Stiftung Marktwirtschaft (Hrsg.)
Charlottenstraße 60
10117 Berlin
Telefon: +49 (0)30 206057-0
Telefax: +49 (0)30 206057-57
www.stiftung-marktwirtschaft.de

ISSN: 1612 – 7072
Titelfoto: © crimson – Fotolia.com

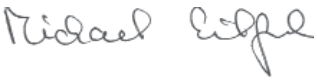
Vorwort

Die Finanz- und Schuldenkrise hat die Europäische Zentralbank (EZB) zu grundlegenden Veränderungen ihrer Geldpolitik veranlasst. Unübliche Maßnahmen werden ergriffen. So werden ungeachtet des Verbots der Staatsfinanzierung seit Mai 2010 in großen Mengen Staatsanleihen hoch verschuldeter EU-Staaten aufgekauft. Zugleich werden die Banken mit immer länger laufenden, umfangreichen Refinanzierungskrediten versorgt, obwohl viele Banken der südlichen Peripherie beim Eurosystem bereits überschuldet sind und daher das innereuropäische Zahlungssystem Target2 in einen zusätzlichen Kreditmechanismus des Eurosystems zur Finanzierung von Zahlungsbilanzdefiziten degeneriert ist. Einen vorläufigen Höhepunkt bilden die beiden auf drei Jahre laufenden Jumbotender von insgesamt über einer Billion Euro zum Zins von einem Prozent.

Handelt es sich bei dem neuen Kurs der EZB noch um ein geschicktes Krisenmanagement oder ist die EZB bereits dabei, mit einer zu expansiven Geldpolitik ihren Kernauftrag der Sorge für Kaufkraftstabilität des Euro zu unterminieren? Droht Deutschland nach Jahrzehnten mit stabiler Währung gar ein gravierendes Inflationsproblem mit dramatischen Preisblasen und Vermögensentwertung?

Prof. Dr. Manfred J.M. Neumann, langjähriges Mitglied im Kronberger Kreis, dem wissenschaftlichen Beirat der Stiftung Marktwirtschaft, zeigt in der vorliegenden Studie der Geldpolitik zunächst auf, wie stabil sich der Euro in seinem ersten Jahrzehnt erwiesen hat. Der renommierte Geldökonom setzt sich eingehend mit dem neuen Kurs der EZB auseinander und warnt, dass eine Mehrheit des EZB-Rats entschlossen sein könnte, das Mandat der Geldwertstabilität dauerhaft zugunsten der Stützung nationaler Staatshaushalte hintanzustellen. Sollte es dazu kommen, müsse eine politische Initiative zur Neufassung der Stimmrechte im EZB-Rat ergriffen werden. Neumann fordert, das Aufkaufprogramm für Staatsanleihen einzustellen und den von einzelnen Notenbanken auf eigene Rechnung betriebenen spekulativen Erwerb zu verbieten. Er macht eine Reihe konkreter Lösungsvorschläge zu Fragen der Refinanzierungspolitik. Dazu gehört, die Inanspruchnahme des Zentralbankkredits in Abhängigkeit von der Höhe des Kernkapitals einer Bank zu deckeln. Er schlägt auch vor, künftig die Stimmverhältnisse bei Zinsentscheiden zu veröffentlichen und nach dem Vorbild der Federal Reserve der Öffentlichkeit die mittelfristigen Zinserwartungen der Gouverneure zu kommunizieren.

Wir danken der informedia-Stiftung für die Förderung dieser Publikation.



Prof. Dr. Michael Eilfort

Vorstand
der Stiftung Marktwirtschaft

Prof. Dr. Bernd Raffelhüschen

Vorstand
der Stiftung Marktwirtschaft

1 Einleitung

Seit dem Ausbruch der Überschuldungskrise Griechenlands ist von einer Eurokrise die Rede, so als ob der Euro eine vom nahen Untergang bedrohte Währung wäre. Dafür spricht wenig. Andererseits darf auch die Politik nicht länger die Augen davor verschließen, dass das wirtschaftlich hoffnungslos zurückgebliebene Griechenland, soll es nicht in der Stagnation enden, sich dazu entscheiden muss, für eine Reihe von Jahren das Euro-Währungsgebiet zu verlassen. Das ist der einzig gangbare Weg, um eine drastische reale Abwertung zu erreichen, mit der in relativ kurzer Zeit der Verlust der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in Handel und Tourismus aufgehoben werden könnte. Allerdings lassen sich beachtliche soziale und politische Anpassungskosten nicht ausschließen. Deshalb schrecken die griechischen Parteiführer vor diesem Schritt noch zurück. Außer Griechenland steht derzeit auch Portugal auf der Kippe, dagegen nicht Italien oder Spanien. Der Austritt von einem oder zwei Ländern der europäischen Peripherie mag dem politischen Image des Euro nicht zuträglich sein, er führt aber zu keiner wirklichen Beeinträchtigung der Gemeinschaftswährung. Weder die interne Kaufkraft des Euro, noch seine Eignung als internationale Transaktions- und Anlagewährung würden beschädigt.

Der Euro ist innerhalb nur einer Dekade zu der führenden Weltwährung neben dem US-Dollar herangewachsen. Die Mitgliedsregierungen der Eurozone und vor allem die Europäische Zentralbank (EZB) müssten schon sehr schwerwiegende Fehler begehen, damit die internationale Finanzwelt das Vertrauen in den Euro dauerhaft verliert. Allerdings hat die EZB sich von der Finanz- und Schuldenkrise inzwischen dazu verleiten lassen, massiv an den Schuldtitelmärkten der europäischen Peripherie zu intervenieren, für ein extrem niedriges Zinsniveau an den Geldmärkten zu sorgen und die Banken mit einem Jumboangebot an lang laufendem Refinanzierungskredit ohne zureichende Sicherheiten zu überschwemmen. Der Rat der EZB muss sich fragen, ob er nicht mit all diesen Maßnahmen eine unzulässige Finanzierung von Mitgliedstaaten betreibt und ein gefährliches Inflationspotential schafft.

Im Folgenden wird sechs Fragestellungen nachgegangen: Erstens, hat sich der Euro als eine stabile Währung bewährt? Zweitens, welche Rückschlüsse auf den Expansionsgrad der Geldpolitik der EZB lassen sich aus der Entwicklung von Zinsniveau und Geldmengen ziehen? Drittens, ist die neuerdings auf Jumbotender und mehrjährige Laufzeiten setzende Refinanzierungspolitik der EZB auf einem vertretbaren Weg oder schießt sie über das Ziel hinaus? Fördert die EZB damit die rasch steigende Target2-Verschuldung des Südens? Viertens, was ist davon zu halten, dass die EZB faktisch ihr Mandat erweitert, um finanziell strauchelnden Euro-Staaten mit Anleiheaufkäufen unter die Arme zu greifen? Fünftens, sollte der EZB-Rat reformiert werden? Sechstens, was sollte die EZB tun, um die Transparenz der Geldpolitik zu verbessern?

Die Analyse führt zu einer Reihe von Handlungsempfehlungen:

- *Die EZB sollte ihr Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen offiziell einstellen und damit erkennbar allen Bestrebungen eine klare Absage erteilen, die Geldpolitik in den Dienst der Finanzierung nationaler Haushalte zu stellen. Auch sollten die von einzelnen Notenbanken auf eigene Rechnung betriebenen spekulativen Anleihegeschäfte untersagt werden.*
- *Das Experimentieren im Refinanzierungsgeschäft mit mehrjährigen Laufzeiten und Jumbo-Krediten sollte für beendet erklärt werden. Laufzeiten von drei bis sechs Monaten ist der Vorzug zu geben, weil sie es ermöglichen, die Basisgeldversorgung hinreichend flexibel zu halten.*
- *Die Politik der fortgesetzten Lockerung der Anforderungen an die von den Banken im Refinanzierungsgeschäft zu stellenden Sicherheiten sollte schrittweise rückgängig gemacht werden.*
- *Um den Anstieg der Target2-Verschuldung im Eurosystem zu bremsen und die für die Stabilität des Bankensystems gefährliche Überschuldung zu verhindern, sollte die EZB für jede Bank das zulässige Ausmaß der Verschuldung beim Eurosystem von der Höhe des Kernkapitals abhängig machen.*
- *Es ist an der Zeit, dass der EZB-Rat der Öffentlichkeit mehr Transparenz über seine geldpolitischen Entscheidungen und Absichten verschafft. Die Ergebnisse der Abstimmungen über Zinsentscheide sollten regelmäßig publiziert werden. Auch empfiehlt es sich, ohne namentliche Zuordnung die Vorstellungen der Gouverneure über das im folgenden Jahr anzustrebende Zinsniveau bekanntzugeben.*
- *Zur Sicherung der Handlungsfähigkeit der EZB wäre ein Zwei-Stufen-Modell der Entscheidungsfindung besser geeignet als die vorgesehene Rotation. Die Grundlinie der Geldpolitik würde vom EZB-Rat in seiner vollständigen Besetzung zweimal jährlich festgelegt. Die kurzfristige Gestaltung, einschließlich der Zinspolitik, würde dagegen dem Direktorium überlassen.*

2 Das Mandat der Preisstabilität

In der Marktwirtschaft ist die wichtigste Aufgabe der Geldpolitik, für die Stabilität des allgemeinen Preisniveaus zu sorgen. Die Bedeutung von Preisstabilität kann nicht hoch genug eingeschätzt werden. Sie sichert die Informations- und Lenkungsfunktion der Preise. Sie fördert damit den Leistungswettbewerb und sorgt für eine wohlfahrtsfördernde Allokation der Ressourcen. Sie regt zu Langfristigkeit beim Sparen und Investieren an und ermöglicht damit tiefe und breite Kapitalmärkte. Nicht zuletzt schützt Preisstabilität die in Finanzdingen Unerfahrenen gegen die versteckte Besteuerung durch Inflation.

Preisstabilität ist nicht das einzige Ziel der Geldpolitik der EZB. Ganz vergleichbar dem früheren Mandat der Deutschen Bundesbank soll die EZB und mit ihr das gesamte Eurosystem (das Europäische System der Zentralnotenbanken ESZB) zwar vorrangig Preisstabilität gewährleisten. Aber außerdem soll die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union unterstützt werden, und zwar soweit das ohne eine Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist (Art. 127 (1) AEUV). Die verlangte Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik lässt sich verschieden interpretieren. Eine übliche Interpretation verlangt die Bereitschaft zur Stützung der Konjunktur, und dies entspricht der selbst gewählten geldpolitischen Praxis der EZB. Eine neuere Interpretation weist der Geldpolitik auch die Aufgabe zu, für Finanzstabilität zu sorgen. Welche dieser beiden zusätzlichen Zielsetzungen man auch für wichtiger ansehen mag, es entsteht jedenfalls ein Konflikt zur Hauptzielsetzung, Preisstabilität aufrecht zu erhalten. Das Bemühen, die Konjunktur zu stimulieren, kann die Notenbank dazu verleiten, zu lange für ein zu niedriges Zinsniveau zu sorgen. Ganz vergleichbar kann die Sorge um die Stabilität des Finanzsektors die Notenbank wie derzeit veranlassen, den Finanzinstituten dauerhaft überreichlich Liquidität zur Verfügung zu stellen. Beide Spielarten einer zu expansiven Gestaltung der Geldpolitik gefährden, wenn sie zu lange aufrechterhalten werden, die Preisstabilität. Deshalb ist der EZB in ihrem offiziellen Mandat eindeutig aufgegeben, dem Ziel der Preisstabilität den Vorrang zuzuerkennen.

Um einschätzen zu können, wie erfolgreich die Geldpolitik der EZB bisher gewesen ist, werden in der Tabelle 1 die Entwicklungen von Inflationsrate und Wirtschaftswachstum im Eurogebiet mit den entsprechenden Ergebnissen für die Vereinigten Staaten, Großbritannien und die Schweiz verglichen. Es ist international üblich, das allgemeine Preisniveau durch einen Index der Verbraucherpreise anzunähern und die Wirtschaftsaktivität durch das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP). Für jedes Land werden in der Tabelle Durchschnitte der vierteljährlichen Vorjahreszuwachsraten des Verbraucherpreisniveaus und des BIP ausgewiesen. Geldpolitik ist zwar nicht in der Lage, das Niveau des realen Wachstums zu kontrollieren, wohl aber, es durch Schaffung eines Klimas der Stabilität günstig zu beeinflussen. Neben den durchschnittlichen Zuwachsraten werden in der Tabelle zusätzlich deren Standardabweichungen ausgewiesen. Sie können als Maßzahlen der Volatilität von Inflation und realem Wirtschaftswachstum dienen. Der Untersuchungszeitraum reicht von Januar 2000 bis Dezember 2010. Das erste Jahr der Währungsunion wird nicht berücksichtigt, weil die Transmission der Geldpolitik in die Realwirtschaft erhebliche Zeit braucht. Insbesondere die Wirkungen der Geldpolitik auf die Preise von Gütern und Dienstleistungen, und

Tabelle 1:
Inflation und Wachstum
(in Prozent)

	Eurogruppe 17	Vereinigte Staaten	Großbritannien	Schweiz	Deutschland	
Zeitraum	2000 – 2010					1953 – 1963
Inflation [1]	2,1	2,5	2,0	0,9	1,6	1,6
Volatilität [3]	0,8	1,4	1,0	0,8	0,7	1,5
Reales Wachstum [2]	1,4	1,8	1,7	1,8	1,2	4,1[4]
Volatilität [3]	2,2	2,3	2,4	1,9	2,6	1,9[4]

Datenquelle: International Financial Statistics, eigene Berechnungen
1) Durchschnittliche Veränderungsrate Verbraucherpreisindex gegenüber Vorjahr
2) Durchschnittliche Veränderungsrate Bruttoinlandsprodukt gegenüber Vorjahr
3) Standardabweichungen
4) 1959 – 1963

damit auf das allgemeine Preisniveau, brauchen sicherlich ein Jahr und länger.

Preisstabilität definiert die EZB konkret als eine jährliche Zunahme des harmonisierten Preisindex der Verbraucherpreise von „nahe bei, aber unter 2 Prozent". Die erste Spalte der Tabelle 1 zeigt zunächst, dass die EZB mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2,1 Prozent ihr Preisstabilitätsziel verfehlt hat. Allerdings ist die Abweichung gering. Der Euro hat sich damit bisher als eine kaufkraftstabile Währung erwiesen. Ebenso positiv zu werten ist, dass die Volatilität der Inflationsrate mit einer Standardabweichung von der durchschnittlichen Inflationsrate in Höhe von 0,8 Prozent bisher relativ gering gewesen ist. Dies dürfte dazu beigetragen haben, dass auch das reale Wachstum der Wirtschaft im Eurogebiet, wenn man einmal von der Rezession 2009 absieht, mit relativ geringen Schwankungen verlaufen ist.

Ein Vergleich mit den entsprechenden Ergebnissen für die Vereinigten Staaten lässt erkennen, dass das Eurogebiet im Ganzen, wenn auch nicht in jeder Hinsicht, deutlich besser abgeschnitten hat. Viele Jahre sind die Federal Reserve und ihr legendärer Chairman Alan Greenspan in Europa für eine anscheinend überlegene Führung der Geldpolitik bewundert worden. Tatsächlich haben sie mit durchschnittlich 2,5 Prozent ein höheres Inflationsniveau zugelassen. Zudem war die Inflationsvolatilität fast doppelt so hoch wie im Euroraum. Dagegen war das reale Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten deutlich höher als in der Eurozone. Aber das ist nicht der Geldpolitik der Federal Reserve zuzurechnen. Geldpolitik ist generell nicht in der Lage, den Wachstumstrend einer Volkswirtschaft zu steuern. Sie kann lediglich versuchen, konjunkturelle Schwankungen zu verringern. Aber es ist keine überlegene Konjunktursteuerung festzustellen. Jedenfalls waren die Schwankungen des Wachstums des BIP in den Vereinigten Staaten nicht geringer als im Eurogebiet.

Großbritannien hatte sich von Anfang an der gemeinsamen Währung verweigert. Trotzdem ist das Land volkswirtschaftlich gesehen nicht schlechter gefahren. Es ist der Bank of England gelungen, für ein vergleichbar stabiles Preisklima zu sorgen. Auch ist die realwirtschaftliche Entwicklung des Vereinigten Königreichs nicht instabiler verlaufen. Das ist bemerkenswert, weil das Währungsgebiet des Pfunds wesentlich kleiner als das des Euro ist, so dass internationale Handels- und Finanzschocks sich konjunkturell stärker auswirken sollten. Von besonderem Interesse sind die in der Tabelle für die Schweiz ausgewiesenen Ergebnisse, dem kleinsten der hier betrachteten Währungsgebiete. In der Schweiz war die Inflationsvariabilität nicht höher als im Eurogebiet, und die durchschnittliche Inflationsrate betrug mit 0,9 Prozent nicht einmal die Hälfte der Rate des Eurogebiets.[1] Dies ist ein Beleg dafür, dass es grundsätzlich auch einem kleinen Land möglich ist, seine Währung kaufkraftstabil zu halten. Die derzeitige Interventionspraxis der Schweizerischen Nationalbank, dem Kurs des Franken zum Euro eine Obergrenze vorzugeben, zielt dagegen darauf ab, im einseitigen Interesse der schweizerischen Exportwirtschaft eine zu starke Aufwertung des Franken zu verhindern. Das dürfte einen stärkeren Preisauftrieb nach sich ziehen.

Wie die Erfahrungen der Schweiz und Großbritanniens verdeutlichen, wäre es auch Deutschland möglich gewesen, bei Fortführung der eigenen Währung für ein hohes Maß an interner Preisstabilität und eine relativ ausgewogene wirtschaftliche Entwicklung zu sorgen. Tatsächlich war die Einführung des Euro für Deutschland keine dringende wirtschaftliche Notwendigkeit, sondern eine europapolitisch begründete Entscheidung. Der Euro hat Deutschland Stabilität gebracht. Allerdings lässt sich nicht ausschließen, dass Deutschland 1999 zu einem überhöhten Wechselkurs in die Währungsunion eingetreten ist. Dafür spricht, dass die deutsche Preissteigerungsrate in den ersten elf Jahren der Währungsunion mit durchschnittlich nur 1,6 Prozent ungewöhnlich niedrig war. Sie hat um durchschnittlich einen halben Prozentpunkt unter der Rate des Eurogebiets gelegen. Zugleich war das Wachstum der deutschen Wirtschaft mit durchschnittlich gerade einmal 1,2 Prozent so niedrig wie in keinem anderen Jahrzehnt.

Zu den Zeiten der D-Mark hat es nur eine Elfjahresperiode vergleichbar hoher Preisstabilität gegeben, und zwar 1953 bis 1963. Auch damals betrug die durchschnittliche Preissteigerungsrate nur 1,6 Prozent. Sie war aber weit volatiler; vgl. Tabelle 1. Andererseits war das eine Periode eines hohen und dabei bemerkenswert stabilen Wirtschaftswachstums. Die westdeutsche Wirtschaft wuchs damals mit rund 4 Prozent pro Jahr und die Arbeitslosenquote nahm fortwährend ab, und zwar bis auf 0,2 Prozent in 1962. Die Tatsache, dass die Volatilität der deutschen Konsumgüterpreise heute weit geringer ist als vor rund fünfzig Jahren ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Währungsunion eine höhere Wettbewerbsintensität ermöglicht und es daher in der Eurozone zu einer rascheren Angleichung nationaler Preise und Inflationsraten kommt.

[1] Aufgrund der einem Preisindex vom Laspeyres-Typ immanenten Verzerrung nach oben gilt eine gemessene Preissteigerungsrate von 1 Prozent als Reflektion wahrer Preisstabilität.

3 Die monetären Entwicklungen im Euroraum

Die Notenbanken der Euro-Mitgliedstaaten bilden zusammen mit der EZB das Eurosystem. Der Rat der EZB trifft sämtliche geldpolitischen Entscheidungen. Ihm gehören die sechs Mitglieder des EZB-Direktoriums und die siebzehn Präsidenten der Notenbanken an. Die Durchführung der Geldpolitik obliegt den nationalen Notenbanken.

Die Schaffung von Basisgeld **Nr. 1**

Wie andere Notenbanken schaffen die Mitgliedsbanken des Eurosystems Basisgeld, indem sie den Geschäftsbanken Kredite zur Refinanzierung geben sowie Gold, Devisen und andere Aktiva erwerben. Die Geldbasis besteht zum einen aus den Einlagen, die die Banken beim Eurosystem unterhalten, zum anderen aus dem Bargeldumlauf. Der gesamte Zahlungsverkehr und das Bankgeschäft setzen die Verfügbarkeit von Basisgeld voraus. Die Banken erwerben Basisgeld vom Eurosystem, um ihrer Mindestreservepflicht nachzukommen und um ihren Kunden Bargeld zur Verfügung stellen zu können. Das dominante Geschäft des Eurosystems zur Schaffung von Basisgeld ist die Gewährung von Refinanzierungskredit. In wöchentlichen Auktionen erhalten die Banken zu von der EZB festgesetzten Zinssätzen Kredit in Form von Notenbankguthaben gegen die Stellung von Kreditsicherheiten. In normalen Zeiten eines funktionierenden Geldmarktes werden diese Finanzmittel zwischen den Geschäftsbanken täglich untereinander gehandelt und weiter verteilt. Der Preis, zu dem das für die kürzeste Laufzeit geschieht, ist der Tagesgeldsatz, der als EONIA (Euro Overnight Index Average) bezeichnet wird. Der Tagesgeldsatz kann von der EZB gesteuert werden. Er bildet den Angebotspreis für Basisgeld.

Wenn die EZB die Wirtschaft expansiv beeinflussen möchte, wird sie den Angebotspreis für Basisgeld verringern, indem sie ihre Refinanzierungssätze senkt und/oder Aktiva erwirbt. Beides wirkt expansiv auf das Wachstum der Geldbasis und der Geldmenge. Grundsätzlich reflektieren sowohl die Zinsentwicklung am Geldmarkt wie auch das Wachstum von Geldbasis und Geldmenge den Expansionsgrad der Geldpolitik. Aber diese Variablen werden zugleich auch von anderen Faktoren beeinflusst. Daher ist die konkrete Beurteilung des jeweiligen Expansionsgrads der Geldpolitik schwierig.

3.1 Indikator Zinsniveau

Die zinspolitischen Entscheidungen der EZB über die Höhe ihrer Refinanzierungssätze erfahren eine hohe Aufmerksamkeit in der Öffentlichkeit. Es wird von expansiver Geldpolitik gesprochen, wenn die Zinssätze gesenkt oder relativ niedrig gehalten werden, von restriktiver Geldpolitik, wenn die Sätze angehoben oder auf relativ hohem Niveau gehalten werden.

Man kann eine geldpolitische Reaktionsfunktion schätzen, die Veränderungen des wichtigsten geldpolitischen Instruments – das ist der Hauptrefinanzierungssatz der EZB oder auch der Tagesgeldsatz – auf Beobachtungen der Inflationsrate und eines Indikators der Konjunktur rückkoppelt. Solche nach ihrem Erfinder John Taylor benannten zinspolitischen Reaktionsfunktionen sind für viele Währungen und Untersuchungsperioden geschätzt worden. Dabei hat sich gezeigt, dass Notenbanken im Allgemeinen ihre Zinssätze anheben, wenn sie einen Anstieg von Konjunktur und/oder Inflationsrate beobachten oder für die nähere Zukunft erwarten. Entsprechendes gilt für Zinssenkungen. Allerdings hat sich auch gezeigt, dass die Parameter solcher Schätzungen häufig intertemporal nicht stabil sind. Das dürfte vor allem daran liegen, dass die geldpolitischen Reaktionsweisen der Notenbankgremien nicht konstant sind, sondern sich im Lauf der Zeit verändern. So lässt sich beispielsweise für die Federal Reserve nachweisen, dass sie in den Jahren 2001–2004 ihren kurzfristigen Zinssatz wesentlich tiefer festgesetzt hatte, als das nach ihrer üblichen Reaktionsfunktion angezeigt gewesen wäre (Taylor, 2008). Ganz entsprechend verhielt sich die EZB in den Jahren 2003–2005. Auch sie schleuste damals im Widerspruch zu ihrer Reaktionsfunktion der Jahre 1999–2002 den Tagesgeldsatz auf ein Niveau herab, das um fast einen Prozentpunkt niedriger war (Neumann, 2009).

Für die Wirkung der Geldpolitik auf die Wirtschaft kommt es allerdings nicht auf die absolute Höhe der Zinssätze an, sondern auf ihre Relation zum Zinsniveau am Kapitalmarkt. Schon der schwedische Quantitätstheoretiker Knut Wicksell hatte Ende des 19. Jahrhunderts gelehrt, dass die Geldpolitik expansiv wirkt und zu Inflation führen kann, wenn der Geldmarktzins für längere Zeit unter dem Gleichgewichtszinsniveau gehalten wird. Dann wird es für die Wirtschaft attraktiv, sich zu verschulden. Durch expansiv steigende Bankkredite werden Investitionen ausgelöst, und es kommt zu einem allgemeinen Wirtschaftsaufschwung, der, je länger er dauert, auch zu steigenden Preisen führt. Eine Konsequenz der Analyse ist, dass die Notenbank den Geldmarktzins nicht zu lange unter dem Gleichgewichtszins halten sollte. Allerdings ist der Gleichgewichtszins, den Wicksell als „natürlichen Zins“ bezeichnete, weder ein konstanter Satz noch direkt beobacht-

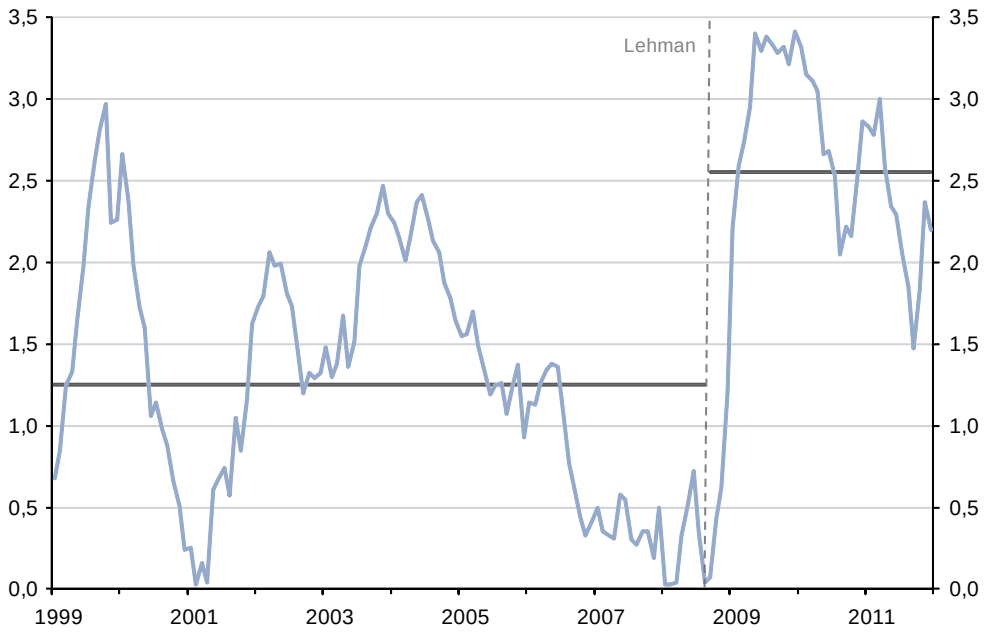


Abbildung 1: Zinsindikator des Expansionsgrades der Geldpolitik in Prozentpunkten

Datenquelle: EZB

bar. Er müsste geschätzt werden. Dies ist von verschiedenen Autoren für verschiedene Zeitperioden immer wieder versucht worden – aber ohne durchschlagenden Erfolg. Bis heute ist es nicht gelungen, einen hinreichend verlässlichen Zinsindikator zu entwickeln, den man zur konkreten Beurteilung des Expansionsgrads der Geldpolitik verwenden könnte.

Eine grobe Abschätzung ist aber möglich. Näherungsweise kann man die Zinsdifferenz zwischen einem langfristigen Kapitalmarktzins und einem kurzfristigen Geldmarktzins als Indikator verwenden. Es bietet sich die Differenz zwischen der Rendite von Anleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren und dem von der EZB kontrollierten Tagesgeldsatz an; vgl. Abbildung 1. Die Interpretation des Indikators lautet: Der Expansionsgrad der Geldpolitik der EZB ist positiv korreliert mit der Zinsdifferenz. Je größer diese Differenz ist, umso attraktiver ist es für die Banken, sich bei der EZB zu refinanzieren und ihr Kreditangebot auszuweiten. Der Verlauf des Indikators deutet darauf hin, dass die Geldpolitik in den Jahren 1999, 2003/04 und 2009–2011 sehr expansiv eingestellt war, dagegen vergleichsweise restriktiv in den Jahren 2000/01 und 2006–2008.

Welchen Wert der Indikator annehmen würde, wenn die Geldpolitik der EZB neutral geführt würde, also weder besonders expansiv, noch restriktiv wäre, lässt sich nicht ohne eingehende empirische Modellierungen bestimmen. Ein Vergleich von Durchschnittswerten ist dennoch instruktiv. So lag der Indikator im Durchschnitt des Zeitraums Januar 1999 bis August 2008 bei nur 1,3 Prozentpunkten. Seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers beträgt er mit durchschnittlich 2,6 Prozentpunkten dagegen gut das Doppelte. Das geldpolitische Regime der EZB ist demnach seit dem Ausbruch der Bankenkrise unerhört expansiv eingestellt. Allerdings muss das nicht bedeuten, dass der Expansionsgrad auch voll zum Tragen kommt, wie die Entwicklung 2011/12 verdeutlicht. Andere Einflüsse auf die Geschäftspolitik der Banken, wie insbesondere eine große Unsicherheit über die mittelfristige Entwicklung, können verhindern, dass eine günstige Zinskonstellation von den Banken zur Kreditvergabe stark genutzt wird. Hier zeigt sich eine grundsätzliche Beschränkung der Aussagekraft von Zinsindikatoren. Eine ergänzende Beobachtung monetärer Aggregate ist unverzichtbar.

3.2 Monetäre Aggregate als Indikatoren

In der deutschen Öffentlichkeit scheint es eine Präferenz für eine einfache, an der Geldmenge orientierte Interpretation der Politik der EZB zu geben. Dies dürfte ein Erbe der D-Mark-Zeit sein, als die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank auf Geldmengenziele ausgerichtet war und eine quantitätstheoretische Verknüpfung von Geldmengenentwicklung und Preisentwicklung als evident galt. Milton Friedmans berühmtes Diktum „Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen“ (Friedman, 1963) wurde allerdings nicht selten überinterpretiert. Tatsächlich wird damit nur gesagt, dass es ohne eine entsprechend starke und anhaltende Ausdehnung der

Geldmenge keine Inflation geben kann. Dagegen wird nicht behauptet, dass es in jedem Fall zu einer Inflation kommen müsse, wenn die Geldmenge stärker wächst, oder gar, dass die Entwicklung des Preisniveaus mit der Geldmenge hochgradig korreliert sein müsse. Nur im Verlauf von Hyperinflationen, also Inflationsprozessen mit Zuwachsraten von mehr als 50 Prozent pro Monat, ist das eindeutig beobachtet worden, so auch in der deutschen Hyperinflation von 1921–23.

Neuerdings wird immer wieder einmal auf drohende Inflationsgefahren verwiesen, weil es im vergangenen Jahrzehnt in Europa ebenso wie in den Vereinigten Staaten zu einer sehr starken Expansion der Geldmengen gekommen ist. Allerdings gibt es nicht „die" Geldmenge, sondern es gibt verschiedene, nicht gleichermaßen geeignete Abgrenzungen; vgl. Kasten 2.

Abgrenzungen der Geldmenge **Nr. 2**

*Die **Geldmenge M1** besteht aus dem Bestand an Bargeld bei inländischen Nicht-Banken und deren täglich fälligen Einlagen.*

*Die **Geldmenge M2** besteht aus M1 sowie Einlagen inländischer Nicht-Banken mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren oder vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten.*

*Die **Geldmenge M3** besteht aus M2 sowie Geldmarktpapieren, Verbindlichkeiten aus Repogeschäften und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.*

Die EZB hat, wie viele andere Notenbanken auch, ihre Analysen von Anfang an auf das recht umfassend abgegrenzte monetäre Aggregat M3 gestützt. Diese Geldmenge hat die EZB in den 13 Jahren seit Beginn der Währungsunion von rund 4,5 auf 9,7 Billionen Euro vergrößert und damit verdoppelt. Noch stärker hat sie die Geldbasis ausgedehnt, und zwar auf das 2,6-Fache. Das bedeutet konkret, dass die Geldbasis pro Jahr um durchschnittlich fast 9 Prozent zugenommen hat. Allerdings ist die EZB von der Federal Reserve noch übertroffen worden. Die hat im selben Zeitraum die amerikanische Geldbasis sogar mehr als vervierfacht.

Angesichts dieser Entwicklungen ist es verständlich, dass es Inflationsbesorgnisse gibt, zumal die Inflationsrate der Eurozone in 2011 durchschnittlich 2,7 Prozent erreicht hat. Allerdings hat es sowohl bei den Notenbankeinlagen der Geschäftsbanken wie auch beim Bargeldumlauf besondere Entwicklungen gegeben, die zu einem verzerrten Eindruck über den Grad der monetären Expansion führen können.

Vorsichtskassenhaltung der Banken

Weil die Guthaben der Banken auf den laufenden Konten beim Eurosystem neben der Verpflichtung zur Mindestreserve-Erfüllung auch zur Durchführung laufender Transaktionen dienen, kommt es häufiger zu Überschreitungen des Mindestreserve-Solls, selten auch zu Unterschreitungen. Die so entstehenden Überschussreserven sind allerdings unbedeutend, sie betragen in der Regel nicht mehr als ein Prozent des Reserve-Solls und haben nicht die Funktion einer Vorsichtskasse.

Anders als die ungeplant entstehenden Überschussreserven dienen die in einer besonderen Einlagefazilität der EZB eingelegten Mittel der Vorsichtskassenhaltung. Die EZB verzinst diese Einlagen mit einem Satz, der stets um einen halben bis einen Prozentpunkt unter dem auf Refinanzierungskredit zu zahlenden Zinssatz gehalten wird. Den Banken soll kein Anreiz zu einer übertriebenen Aufnahme von Refinanzierungskrediten gegeben werden, die dann gleich wieder beim Eurosystem eingelegt werden, anstatt sie zur Kreditvergabe an die Wirtschaft zu nutzen. Tatsächlich ist die Einlagefazilität von den Banken bis in den Herbst 2008 nur wenig genutzt worden.

Der spektakuläre Zusammenbruch der Bank Lehman Brothers im September 2008 hat in den Vereinigten Staaten ebenso wie in Europa die Verhältnisse an den Geldmärkten grundlegend verändert. Viele Banken verloren schlagartig das Vertrauen in die Bonität ihrer Partnerbanken und verringerten ihre Engagements im Interbankenmarkt. Um der Gefahr einer Liquiditätsklemme vorzubauen, nahmen verunsicherte Banken weit stärker als früher üblich Refinanzierungskredit bei der EZB auf und legten einen Großteil dieser Mittel sofort in der Einlagefazilität der EZB wieder an. Weil sie den Banken als Vorsichtskasse dient, ist die Einlagefazilität zu einem aufschlussreichen Indikator für Vertrauenskrisen am Interbankenmarkt geworden. Es lassen sich vier Wellen aufspringenden Misstrauens der Banken unterscheiden, und zwar September bis Dezember 2008, Juni bis August 2009, Januar bis Mai 2010 und seit August 2011 andauernd; vgl. Abbildung 2. Jedes Mal verschuldeten sich die Banken bei der EZB in der Spitze mit Beträgen von mehr als 800 Milliarden Euro und legten 300 bis 400 Milliarden Euro in die Einlagefazilität. In dem Maße, wie das Misstrauen sich auflöste, wurden Refinanzierung und Einlagen dann wieder zurückgeführt.

Bei den Mitteln, die in der Einlagefazilität aufbewahrt werden, handelt es sich um kurzfristig aufgenommenes Basisgeld, das Unsicherheit reflektiert und in keiner Relation zur Entwicklung der Wirtschaftsaktivität steht. Das spricht dafür, diese Beträge in der Geldbasis nicht zu berücksichtigen, wenn die Wirkung auf Konjunktur und Preisniveau beurteilt werden soll.

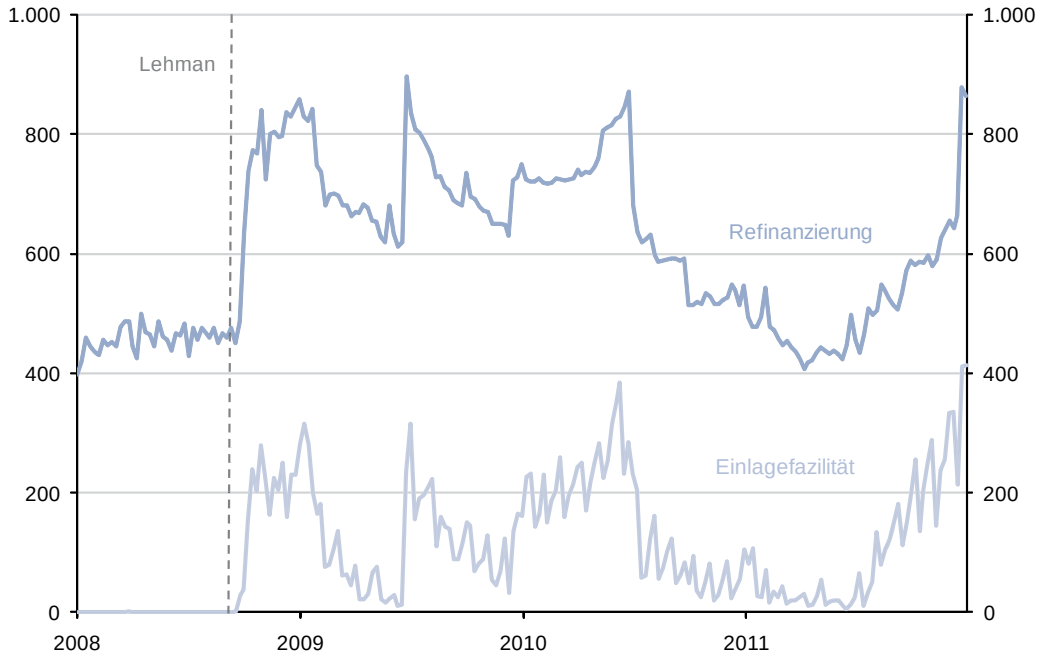


Abbildung 2: Refinanzierung und Mitteleinlage bei der EZB in Mrd. Euro

Datenquelle: EZB

Bargeld

Seit Beginn der Währungsunion gab es die begründete Erwartung, dass der Euro in der Nachfolge der D-Mark eine stabile Währung werden würde. Damit wurden die auf Euro lautenden Banknoten als Wertaufbewahrungsmittel auch für Bürger interessant, die in der Eurozone weder leben noch arbeiten. Das Horten ausländischer Banknoten ist ein Phänomen, das seit langem für US-amerikanische Banknoten bekannt ist, aber seit den 1980er Jahren auch für D-Mark-Noten zu beobachten war. Die im internationalen Vergleich einzigartige Stabilität der D-Mark hatte dazu geführt, dass sie insbesondere in den Nachfolgestaaten Jugoslawiens als eine Parallelwährung verwendet wurde. In Bosnien und Herzegowina wurde sogar die ‚Konvertible Mark' als neue Landeswährung eingeführt und fest an die D-Mark gebunden. Der Euro ist heute eine dem US-Dollar vergleichbare Weltwährung. Daher dürfte die weltweite Bestandsnachfrage nach Euro-Banknoten wesentlich größer sein als die frühere Nachfrage nach D-Mark-Noten.

Im Folgenden wird eine Schätzung der in der Eurozone faktisch umlaufenden Bargeldmenge vorgenommen. Die Währungsunion war Anfang 1999 in Kraft gesetzt worden, aber auf Euro lautende Banknoten und Münzen wurden erst zum Jahreswechsel 2001/2002 eingeführt. Um den Bargeldumtausch zu erleichtern, zahlten damals viele Bürger ihr auf nationale Währung lautendes Bargeld vor dem Jahreswechsel auf Bankkonten ein und hoben es im neuen Jahr in Euro wieder ab. Ebenso dürften Bürger von Drittstaaten verfahren sein, die D-Mark-Noten als ein stabiles Wertaufbewahrungsmittel horteten. Diese Einzahlungen auf Sichteinlagen führten vorübergehend zu einem sehr starken Rückgang des gesamten Bargeldumlaufs; vgl. Abbildung 3. Im Verlauf von 2002 stieg die Bargeldhaltung wieder an, aber ein normales Niveau wurde erst im Herbst 2003 erreicht.

Als normal ist ein Niveau der Bargeldhaltung zu bezeichnen, das bei gegebenem Sozialprodukt jenem Niveau entspricht, das die Bürger vor Einführung des Euro wählten.[2] Mit Vierteljahresdaten lässt sich ein einfaches Modell der Bargeldnachfrage schätzen. Danach wird die Bargeldhaltung durch die Höhe und die Dynamik des Bruttoinlandsprodukts erklärt, während das Zinsniveau ohne Einfluss ist. Legt man den Zeitraum 1996–2000 zugrunde, so erhält man eine statistisch hochsignifikante Beziehung; vgl. Kasten 3.

Schätzfunktion der Bargeldnachfrage **Nr. 3**

Es wird angenommen, dass die Nachfrage nach Bargeld positiv von der Höhe des nominalen Einkommens abhängt. Diese Beziehung wird anhand eines ‚Fehlerkorrekturmodells' geschätzt, das die Langfristbeziehung mit einer Kurzfristdynamik verbindet.

[2] Allerdings enthalten die verfügbaren Bargelddaten auch jenen Teil der D-Mark-Banknoten, die sich damals außerhalb der Eurozone befanden.

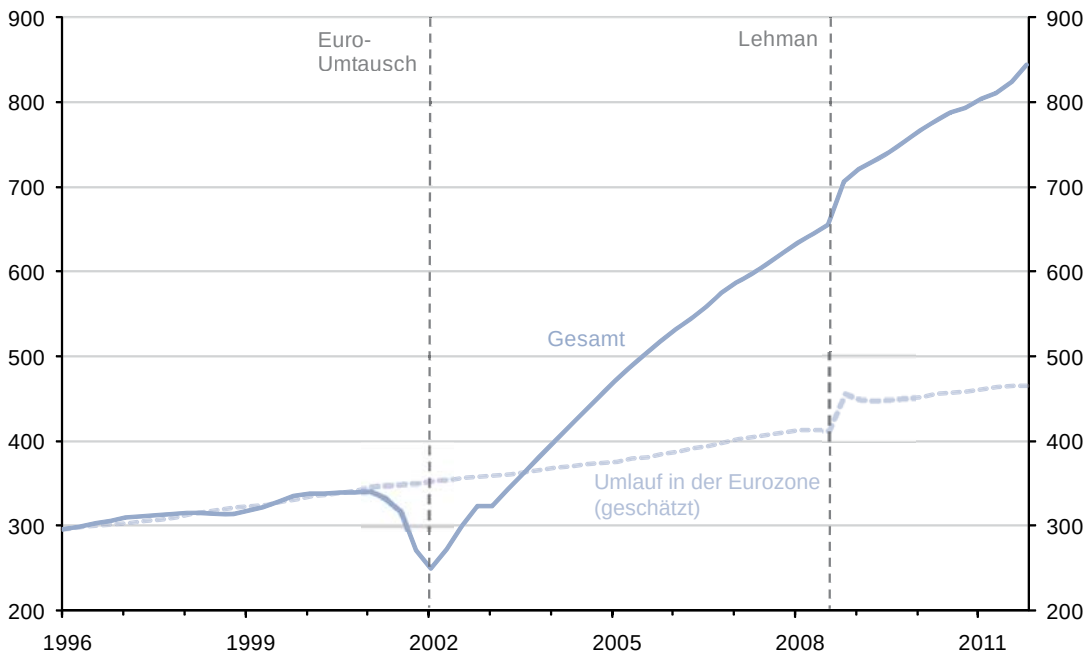


Abbildung 3: Private Bargeldhaltung in Mrd. Euro

Datenquelle: EZB

Die langfristige Beziehung des empirischen Modells lautet:

$$Bargeld_t = \alpha + \beta\ Einkommen_t + \varepsilon_t\ ,$$

wobei ε die stationären Residuen der Regression und das tiefgestellte t den Zeitindex bezeichnen. α und β sind zu schätzende Parameter. Als Bargeldvariable dient der in der konsolidierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute ausgewiesene Bargeldumlauf, als Einkommensvariable das nominale Bruttoinlandsprodukt. Beide Variablen werden in logarithmierter Form verwendet. Daher bezeichnet der Parameter β die Einkommenselastizität der Bargeldnachfrage. Diese Elastizität gibt an, um wie viel Prozent die Bargeldnachfrage zunimmt, wenn das Einkommen um ein Prozent steigt. Die Elastizität sollte kleiner als eins sein, weil die Bargeldhaltung in aller Regel langsamer wächst als das Einkommen.

Die Schätzparameter betragen:
$\alpha = 1{,}08$ und $\beta = 0{,}64$.

Die geschätzte Einkommenselastizität der Bargeldnachfrage β ist mit einem Standardfehler von 0,03 statistisch signifikant auf dem 5-Prozent-Fehlerniveau. Die Konstante α ist nicht signifikant.

Nach dieser Schätzung reagiert die private Bargeldnachfrage positiv auf den Anstieg des Einkommens bzw. Sozialprodukts. Die Einkommenselastizität beträgt rund zwei Drittel. Sie erweist sich damit als weit kleiner als eins. Das bedeutet, dass die Verwendung von Bargeld mit der Einkommensentwicklung nicht Schritt hält. Der Grund dafür ist, dass im Zeitverlauf zunehmend auf bargeldlose Zahlungsweisen, wie etwa das Zahlen via EC-Karte, zurückgegriffen wird. Die Rückläufigkeit der Bargeldverwendung ist ein seit langem bekanntes Phänomen, das für viele Länder zu beobachten ist. Bis zum Umtausch des nationalen Bargelds in Euro zeigte sich diese Entwicklung auch in der Bargeldstatistik der Eurozone, seitdem aber nicht mehr. Im Zeitraum 2003–2011 ist die Bargeldhaltung jährlich um durchschnittlich fast 13 Prozent gestiegen und damit viermal so stark wie das Bruttoinlandsprodukt (knapp 3 Prozent).

Um einen Anhalt dafür zu gewinnen, in welchem Ausmaß Euro-Bargeld die Eurozone verlassen hat, wird mit der Schätzgleichung das normale Niveau der Bargeldhaltung in der Eurozone simuliert. Dies zeigt die gestrichelte Linie in der Abbildung 3. Für das Jahr 2010 ergibt unsere Schätzung zu Ende Dezember ein Niveau von rund 460 Milliarden Euro. Das entspricht 60 Prozent des statistisch ausgewiesenen Bargeldumlaufs (777 Milliarden Euro). Demnach sind bis einschließlich 2010 etwa 40 Prozent des Bargeldumlaufs in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets abgeflossen. Seit Oktober 2008 spielt auch eine Rolle, dass in Reaktion auf den Zusam-

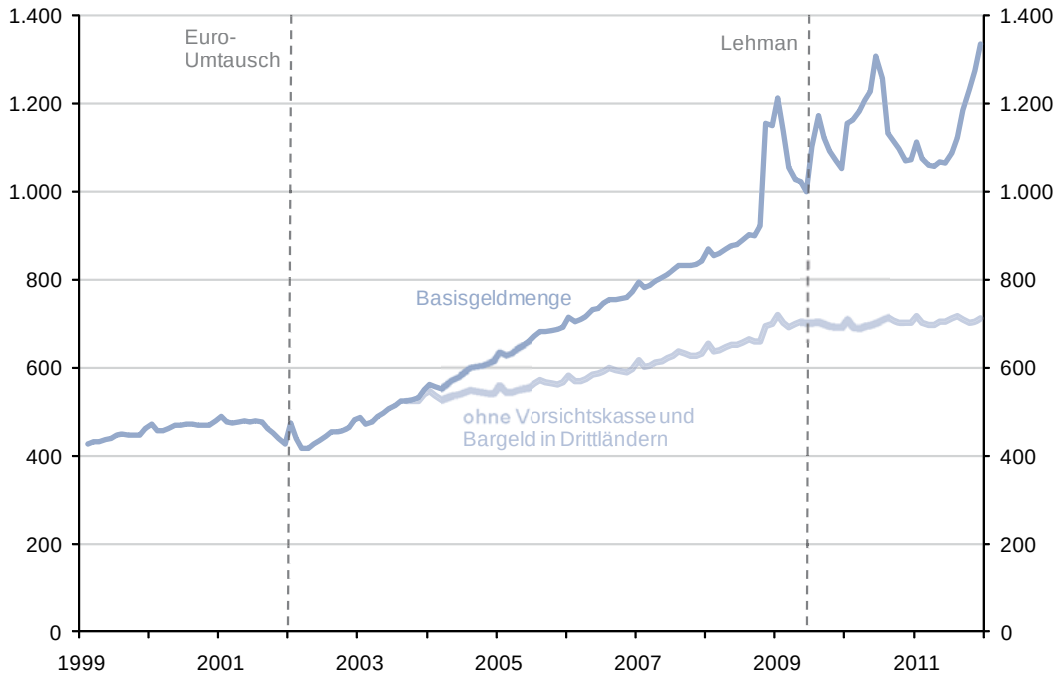


Abbildung 4: Bereinigte Geldbasis in Mrd. Euro

Datenquelle: EZB, eigene Berechnungen

menbruch von Lehman Brothers und die weltweite Verschärfung der Finanzkrise das vorsichtsbedingte Horten von Euro-Bargeld im In- und Ausland um schätzungsweise 45 Milliarden Euro zugenommen hat.

Jede Schätzung der Banknotenauswanderung ist unvermeidlich mit großer Unsicherheit behaftet. So kommt die EZB (2011) zu dem deutlich niedrigeren Ergebnis von nur 20 bis 25 Prozent. Sie legt allerdings ihre Schätzmethoden nicht dar. Wenn die EZB Recht hätte, würde es bedeuten, dass in der Eurozone Bargeld in Höhe von 1.800 bis 1.900 Euro pro Kopf der Bevölkerung gehalten wird anstatt, wie unsere Schätzung impliziert, knapp 1.400 Euro.

Gegen die Vermutung der EZB spricht, dass nach Untersuchungen von Seitz (1995) schon im Jahr 1994 bis zu 40 Prozent der D-Mark-Noten ausgewandert waren. Dazu hatten die Wirren des Bosnien-Krieges (1992–95) beigetragen. Der Kosovo-Krieg (1999) hat sicherlich in die gleiche Richtung gewirkt. Unabhängig von solchen Ereignissen dürfte der Euro eine stärkere Anziehung als früher die D-Mark ausüben, weil er bisher ebenso stabil ist, aber in einem weit größeren Währungsgebiet währt.

Bereinigung der Geldbasis und der Geldmenge M3

Das temporäre Halten umfangreicher Vorsichtskasse durch die Geschäftsbanken und der fortgesetzte Netto-Abstrom von Bargeld in Länder außerhalb der Eurozone verzerren die monetären Aggregate, insbesondere die Geldbasis bzw. Basisgeldmenge, aber auch die Geldmenge M3, erheblich. Das verringert ihre Eignung, den aktuellen Expansionsgrad der Geldpolitik verlässlich zu reflektieren. Da weder die kurzfristige Konjunkturentwicklung, noch die langfristige Preisentwicklung von solchen monetären Sonderentwicklungen berührt werden, empfiehlt es sich, sie für die Analyse der kurzfristigen Lage aus der Basisgeldmenge und der Geldmenge M3 herauszurechnen.

Die resultierende bereinigte Geldbasis weist eine wesentlich moderatere Entwicklung auf; vgl. Abbildung 4. Sie ist seit Beginn der Währungsunion nicht wie die gemessene Geldbasis mit einer durchschnittlichen Jahresrate von 8,6 Prozent gewachsen, sondern nur mit 4,1 Prozent. Das war zwar mehr als dem gleichzeitigen Wachstum des nominalen Bruttoinlandsprodukts (3,4 Prozent) entsprach, es ist aber nicht so dramatisch expansiv, wie es die unbereinigte Statistik suggeriert. Die revidierten Daten der Basisgeldmenge sprechen nicht dafür, dass in der Eurozone im Verlauf von 2012/13 mit einer zunehmenden Inflation gerechnet werden müsste. Entsprechendes gilt für die revidierten Daten der Geldmenge M3. Sie ist seit dem Bankrott von Lehman Brothers mit einer durchschnittlichen Jahresrate von nur 2,5 Prozent gestiegen.

Die – nach den Wachstumsraten der monetären Aggregate zu urteilen – schwache monetäre Entwicklung bedeutet,

dass die Geldpolitik der EZB seit Herbst 2009 keine expansiven Wirkungen auf die Wirtschaftsaktivität und das Preisklima in der Eurozone ausübt. Diese Beurteilung scheint im Widerspruch zu der ausgesprochen expansiven Anzeige des Zinsindikators zu stehen. Aber wie schon festgestellt worden ist, kann der Zinsindikator nur anzeigen, was potentiell möglich ist. Um zu beurteilen, in welchem Maße dies von den Banken und letztlich der Wirtschaft tatsächlich genutzt wird, bedarf es der Analyse der Stärke der monetären Expansion. Es gibt derzeit also keine konkrete Gefahr einer Inflationsbeschleunigung. Anders wäre die Sachlage zu beurteilen, wenn man davon ausgehen müsste, dass die hohen Basisgeldreserven der Einlagefazilität in absehbarer Zeit zur Bankkreditexpansion genutzt werden.

4 Refinanzierungspolitik fördert Target2-Verschuldung

Eine Hauptquelle der Basisgeldschaffung bilden die Refinanzierungsgeschäfte der EZB. Im Tenderverfahren erhalten die Geschäftsbanken Zentralbankkredit gegen die Stellung von Sicherheiten. Die EZB unterscheidet nach der Fristigkeit zwischen den ‚Hauptrefinanzierungsgeschäften', die nur ein bis zwei Wochen laufen, und den ‚längerfristigen Refinanzierungsgeschäften'. Bis zum Ausbruch der internationalen Finanzkrise im Herbst 2007 waren die kurzlaufenden Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit drei Vierteln des gesamten Mittelaufkommens dominant. Seitdem hat die EZB ihre Refinanzierungspolitik radikal zugunsten einer Ausweitung der längerfristigen Geschäfte und einer Verlängerung der Laufzeiten verändert.

Die Laufzeiten der längerfristigen Refinanzierungskredite hatten bis 2008, wie es schon zu den Zeiten der Diskontierung von Handelswechseln üblich war, bis zu drei Monate betragen. Aber dann führte die EZB ergänzende Kredite mit der doppelten Laufzeit von einem halben Jahr ein. Im Verlauf von 2008 wurden fünf solcher Kredite über zusammen 180 Milliarden Euro vergeben. Im ersten Halbjahr 2009 folgten sechs weitere Halbjahreskredite über zusammen 85 Milliarden Euro. Zugleich beschloss der EZB-Rat als weitere Innovation eine erneute Verdoppelung der Laufzeit, und zwar auf ein Jahr. Der erste Kredit wurde im Juni 2009 mit rund 440 Milliarden Euro als Jumbo gestaltet. Es folgten bis Ende 2011 drei weitere Kredite mit jährlicher Laufzeit über zusammen 230 Milliarden Euro. Und schließlich erschien dem EZB-Rat auch diese Laufzeit als zu kurz. Nun gibt es sogar die dreijährige Laufzeit. Ein erster Jumbokredit über knapp 490 Milliarden Euro wurde im Dezember 2011 vergeben, ein zweiter über 530 Milliarden Euro folgte Ende Februar 2012. Die neue Refinanzierungspolitik hat dazu geführt, dass diese außergewöhnlich umfangreichen Langläufer die Versorgung der Banken mit Zentralbankkredit dominieren; vgl. Abbildung 5. Wie schon einmal im Jahr 2009 beträgt der Anteil der Langfristrefinanzierung (Laufzeit: ein halbes Jahr und länger) an der gesamten Refinanzierung derzeit rund 90 Prozent, und zwar für drei Jahre. Längere Laufzeiten der Refinanzierungsgeschäfte sind geeignet, die Abhängigkeit vom Interbankenmarkt zu verringern und den Banken die Sicherheit einer dauerhaft ausreichenden Liquiditätsversorgung zu vermitteln. Das wirkt der Gefahr einer Kreditklemme entgegen. Deshalb sollte auch nach einem Abklingen der Finanzkrise den Banken bevorzugt längerfristige Refinanzierung gewährt werden. Im Grunde hatte die EZB mit ihren kurzlaufenden Wochen-Tendern die Banken bis zum Ausbruch der Finanzkrise an unnötig kurzem Zügel geführt.

Aber inzwischen schlägt das Pendel zu weit nach der anderen Seite aus. Eine Laufzeit von drei Jahren ist unverhältnismäßig lang. Zwar dürfen die Banken nach Ablauf des ersten Jahres den Kredit in Teilen oder auch gänzlich tilgen. Aber viele Banken dürften von der langen Kreditlaufzeit, zumal sie mit einem selten günstigen Zinssatz verbunden ist, dazu verleitet werden, Anlagerisiken einzugehen, auf die sich die Institute bei einer weniger langfristig angelegten Liquiditätsversorgung nicht eingelassen hätten. Die Bereitschaft zur Übernahme höherer Risiken wird von der EZB auch dadurch gefördert, dass die Banken künftig sogar Einzelkredite als Sicherheiten einreichen dürfen, sofern die zuständige Notenbank die Beleihung akzeptiert. Die Notenbanken der südeuropäischen Euro-Mitgliedstaaten, Irlands, Österreichs und bemerkenswerterweise auch Frankreichs sind bereit, sich auf diese riskante Praxis einzulassen. Hier deutet sich eine Süd-Nord-Spaltung im Eurosystem an, die man besser vermieden hätte.

Der neue Kurs in der Refinanzierungspolitik soll es sicherlich erleichtern, Unternehmenskredite zu vergeben. Der Mehrheit im EZB-Rat dürfte es aber vor allem darum gehen, auch auf diese Weise die Märkte für südeuropäische Staatsanleihen massiv zu stützen und die Ertragslage der Banken zu subventionieren. Dafür spricht das seit Oktober 2008 fortgesetzte Lockern der Zulässigkeitskriterien für die von den Banken zu stellenden Sicherheiten. Dafür spricht vor allem auch das extrem hohe Volumen der jüngsten Jumbos. Wenn es das krisenbedingte Misstrauen zwischen den Banken nicht gäbe, würden sie für die Fortführung der üblichen Bankgeschäfte auf Refinan-

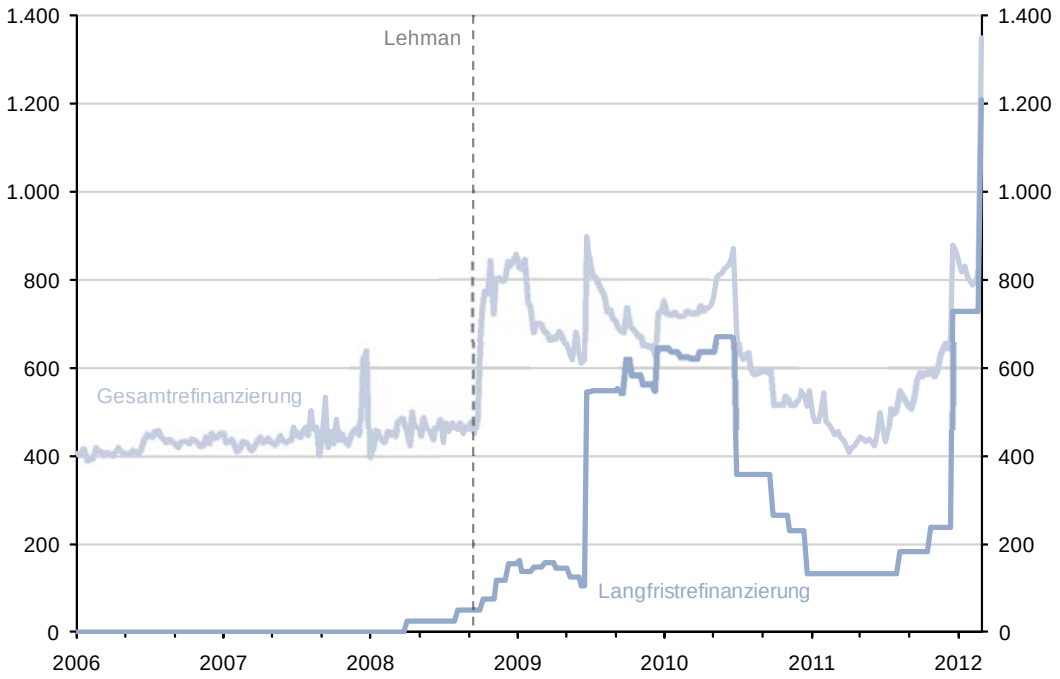


Abbildung 5: Langfrist-refinanzierung in Mrd. Euro

Datenquelle: EZB

zierungskredite in Höhe von etwa 500 Milliarden Euro zurückgreifen. Nur in Ausnahmesituationen ist das Refinanzierungsvolumen in der Vergangenheit auch mal auf fast 900 Milliarden Euro angestiegen, allerdings immer nur für wenige Tage; vgl. Abbildung 5. Die EZB muss natürlich darauf eingestellt sein, im Falle einer extremen Anspannung schnell und umfassend Liquidität bereitstellen zu können. Aber das ist kein Grund, das Bankensystem generell mit einem Refinanzierungsangebot zu überschwemmen, das eine Billion Euro weit überschreitet.

Der EZB-Rat sollte sich im Laufe dieses Jahres mit der Grundsatzfrage auseinandersetzen, wie die Refinanzierungspolitik wieder in ein normales Fahrwasser zurückgeführt werden kann. Es darf nicht dabei bleiben, dass die EZB Refinanzierungskredite zu minimalem Zins in lang laufenden Jumboabschnitten gegen die Stellung auch geringwertiger Sicherheiten vergibt. Diese Politik beschränkt die künftigen Handlungsmöglichkeiten der EZB und sie gefährdet die Stabilität des Finanzsystems, indem sie Geschäftsbanken dazu verleitet, sich im Übermaß beim Eurosystem zu verschulden. Ein Indikator dafür ist das Verhältnis der Refinanzierungskredite zu den gesamten Einlagen der Banken beim Eurosystem. Im Durchschnitt des vergangenen Jahres betrug diese Relation 1,7 für die gesamte Eurozone, aber das Zehnfache und mehr für die drei Staaten, die Hilfsprogramme in Anspruch nehmen (Portugal 10,8; Irland 13,6; Griechenland sogar 17,3). Die enorme Überschuldung der Banken dieser Länder beim Eurosystem verdeutlicht auch ein Vergleich mit der Basisgeldmenge. Für die Eurozone insgesamt gilt, dass die Geldbasis die aggregierte Refinanzierungsverschuldung der Geschäftsbanken bei Weitem übertrifft. In den drei genannten Ländern ist es dagegen umgekehrt: Die Refinanzierungsverschuldung beträgt ein Mehrfaches der dort vorhandenen Geldbasis. Diese verkehrte Welt ist hochgradig labil und muss wieder auf die Füße gestellt werden. Das wird nur in dem Maße möglich werden, wie sich bei anziehender Konjunktur die Zahlungsbilanzdefizite dieser Länder verringern. Der EZB-Rat sollte darauf nicht warten, sondern prüfen, was er tun kann, um solch extremen Entwicklungen entgegenzuwirken.

Es bedarf einer Regulierung. Drei mögliche Ansätze seien genannt. Der erste Ansatz bestände einfach darin, sich auf keine Aufweichung der Sicherheitsstandards einzulassen, wie sie seit Herbst 2008 scheibchenweise betrieben worden ist. Wenn dies zum Grundsatz gemacht würde, werden die Banken sich darauf einstellen, sich künftig weniger stark zu verschulden und im Aktivgeschäft weniger riskant zu disponieren.

Ein zweiter Ansatz wäre die Einführung einer regelmäßigen, beispielsweise monatlichen Glattstellung der Salden im Rahmen des vom Eurosystem betriebenen Echtzeit-Zahlungssystems Target2 (Sinn und Wollmershäuser, 2011). Seit 2008 wird darauf verzichtet. Daher hat sich die Finanzierung der Zahlungsbilanzdefizite zunehmend von den Finanzmärk-

ten weg in das Eurosystem verlagert. Und zwar refinanzieren die Geschäftsbanken von Defizitländern des Euroraums den Erwerb von Auslandsaktiva sowie Güterimport bei ihren Notenbanken und diese refinanzieren sich durch die Aufnahme von Target2-Krediten bei den Notenbanken der Überschussländer. Die Notenbanken jener Länder, deren Banken den günstigen Refinanzierungskredit und das Zahlungssystem in extremer Weise in Anspruch nehmen, sind daher beim Eurosystem in ein hohes und weiter steigendes Obligo geraten. So schuldeten Ende 2011 die Notenbanken Portugals, Griechenlands und Irlands im Rahmen von Target2 dem Eurosystem 62, 106 bzw. 119 Milliarden Euro. Wären diese Notenbanken gezwungen, die Target2-Salden regelmäßig glatt zu stellen, so müssten sie den Gläubigernotenbanken, wie etwa der Deutschen Bundesbank, marktfähige Aktiva übereignen. Da sie über solche Aktiva nur in begrenztem Ausmaß verfügen, würden Güterimport und Kapitalexport automatisch gebremst und damit auch die Nachfrage nach Refinanzierungskredit. Als dritter Ansatz käme die Einführung einer generellen Obergrenze für Refinanzierungskredit in Frage (Neumann, 2011). Und zwar könnte das Eurosystem das zulässige Ausmaß der Refinanzierungsverschuldung einer Bank von der Höhe des seitens der Bank tatsächlich vorgehaltenen Kernkapitals abhängig machen. Bei einheitlichem Satz wäre das eine wettbewerbsneutrale Regulierung.

Jeder der drei genannten Regulierungsansätze hat den Vorzug, dass er vom EZB-Rat in eigener Kompetenz beschlossen werden kann. Der erste Ansatz sollte sich von selbst verstehen. Bei der Wahl zwischen dem zweiten und dem dritten Ansatz dürfte sich die Waage zu Gunsten des Letzteren neigen. Denn es handelte sich um eine einfache, leicht zu kontrollierende Vorgabe. Die für den Notfall gedachte Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität würde man sinnvollerweise von der Regulierung ausnehmen.

5 Stützung öffentlicher Haushalte gefährdet Unabhängigkeit

Unmittelbarer als die Refinanzierungspolitik dient das im Mai 2010 eingeführte Programm des Aufkaufs von Staatsanleihen ausgewählter Länder im offenen Markt der Stützung öffentlicher Haushalte. Bis Ende Januar 2012 hat die EZB im Rahmen dieses ‚Securities Market Programme' Anleihen für rund 220 Milliarden Euro erworben. Das entspricht etwa 30 Prozent der bereinigten Geldbasis. Außerdem haben einige Notenbanken des Eurosystems spekulative Ankäufe von Staatsanleihen auf eigene Rechnung getätigt. Schon von der Größenordnung her gesehen eröffnet das Aufkaufprogramm eine potentiell gefährliche Entwicklung, wenngleich zu berücksichtigen ist, dass die EZB sich bemüht, die Liquiditätswirkung der akkumulierten Anleihekäufe durch ein gleich hohes Hereinnehmen von Termineinlagen zu neutralisieren. Auf Dauer wird das aber nicht möglich sein. Sobald es zu einem neuen stärkeren Aufschwung der Konjunktur kommen wird, wird es für die Banken attraktiv werden, diese umfangreichen Termineinlagen zugunsten der Vergabe von Krediten aufzulösen. Um dies zu verhindern, müsste die EZB dann mit schneller Zinsanhebung reagieren. Dass sie das tun wird, mag man hoffen, aber nicht für sehr wahrscheinlich halten. Jedenfalls ist mit erheblichem politischem Druck zu rechnen, das extrem niedrige Zinsniveau beizubehalten. Mit den Anleihekäufen hat die EZB ein erhebliches Inflationspotential geschaffen.

In der längerfristigen Sicht ist die ordnungspolitische Dimension des Vorgangs von potentiell noch größerer Bedeutung. Die Entscheidung zum offenen Ankauf von Staatsanleihen war ein Tabubruch mit weitreichenden Konsequenzen. Die Währungsverfassung ist faktisch verändert worden. Der Europäische Vertrag erlaubt es der EZB zwar, Staatsanleihen im Sekundärmarkt anzukaufen, aber nur dort und auch nicht in unbegrenztem Umfang. Denn die Finanzierung von Staatshaushalten ist der EZB und den Mitgliedsbanken des Eurosystems untersagt. Das unterscheidet die vertraglich vereinbarte Währungsverfassung des Euro von vielen nationalen Währungsverfassungen. Verschiedene Äußerungen des EZB-Präsidenten Mario Draghi wie auch einzelner Gouverneure vermitteln den Eindruck, dass man sich dessen bewusst ist und sobald wie möglich von der neuen Politik wieder Abstand nehmen möchte. Dagegen spricht, dass jede zeitliche oder anderweitige Festlegung vermieden wird.

Es liegt im Interesse der Sicherung dauerhafter Geldwertstabilität, allen politischen Bestrebungen, die Geldpolitik der EZB in den Dienst der Finanzierung nationaler Haushalte zu stellen, eine klare Absage zu erteilen. Wenn der Rat der EZB sich in dieser Hinsicht nicht unmissverständlich erklärt, sondern weiterhin nach Gutdünken Staatsschulden monetisiert, dann wird er es künftig kaum ablehnen können, wenn aus den Mitgliedstaaten immer weiter gehende politische Forderungen nach geldpolitischer Unterstützung der Finanzierung von Staatshaushalten erhoben werden. Mit der Unabhängigkeit ginge die Glaubwürdigkeit der EZB verloren, stabilitätspolitischer Anker zu sein und bleiben zu wollen. Ein dauerhafter Inflationsprozess würde unausweichlich.

Es muss als eine offene Frage bezeichnet werden, ob die Mitglieder des EZB-Rats noch die Kraft und die persönliche Unabhängigkeit besitzen, um sich aus der fiskalpolitischen Umstrickung durch die Mitgliedstaaten zu lösen. Dies gilt insbesondere für die nationalen Zentralbankpräsidenten. Im Unterschied zu den Mitgliedern des EZB-Direktoriums können die Präsidenten nach Ablauf der Amtszeit von ihren Regierungen erneut bestellt werden, und zwar auch mehrfach, sofern die nationalen Notenbankgesetze dies zulassen. Das gefährdet ihre persönliche Unabhängigkeit. Die Präsidenten aus hoch verschuldeten Mitgliedstaaten tun sich ohnehin schwer, nicht für eine tendenziell inflationär wirkende Niedrigzinspolitik einzutreten.

6 Den EZB-Rat reformieren?

Wenn die EZB unter Mario Draghi sich nicht bald durch entsprechende Maßnahmen klar zu einer Rückbesinnung auf ihre geldpolitische Kernaufgabe bekennt, dann wird sich die deutsche Bundesregierung fragen müssen, ob sie nicht eine politische Initiative zur Veränderung des EZB-Statuts entwickeln muss. Denn es darf nicht dazu kommen, dass geldpolitische Entscheidungen von Zentralbankpräsidenten dominiert werden, denen es zuerst darum geht, ihren Heimatregierungen zu Gefallen zu sein. Ende der 1980er Jahre hatte man geglaubt, solchem Verhalten durch ein Statut der Zentralbankunabhängigkeit vorbeugen zu können. Daher wurde die Struktur des Eurosystems nach dem Vorbild der damaligen Bundesbank (Direktorium plus unabhängige Landeszentralbankpräsidenten) gebildet. Die Präsidenten erhielten unabhängig von der Größe und wirtschaftlichen Bedeutung ihres Einzugsgebiets gleiches Stimmrecht (‚ein Mitglied – eine Stimme‘) und für die Dauer ihrer Amtszeit eine unabhängige Stellung vom politischen Prozess. Man ließ sich von der Überzeugung leiten, dass der Einfluss von nationaler Herkunft und Zugehörigkeit auf das Stimmverhalten der Präsidenten auf diese Weise minimiert werden könne. Die Finanzkrise hat dies leider als eine schöne Illusion erwiesen. Der Widerstand im EZB-Rat gegen die Einführung des Securities Market Programme war auf nur wenige Mitglieder beschränkt.

Vom Problem einer zu großen Nachgiebigkeit gegenüber Regierungen hoch verschuldeter Mitgliedstaaten her gedacht, ließe sich ein Abstimmungsmodell entwerfen, das Stimmrechte nur jenen Präsidenten zuerkennt, deren Entsendestaaten bei der Gestaltung ihrer Haushalte sich nachweislich an die gemeinschaftlich vereinbarten Regeln und Vorgaben halten. Das ist kein Vorschlag, sondern eine Denkfigur. Sie soll verdeutlichen, wie gefährlich es für die Stabilität und den Bestand der Gemeinschaft wäre, sollten künftig auch im Bereich der Geldpolitik politische Kräfte an Einfluss gewinnen, die Inflation für ein geeignetes und zulässiges Verfahren zur Entschuldung von Staaten ansehen.

Die Vergabe der Stimmrechte kann natürlich nicht an Kriterien eines erwünschten Stimmverhaltens geknüpft werden. Wenn andererseits das bisher realisierte Prinzip des ‚ein Mitglied – eine Stimme‘ von einer Mehrheit künftig dazu genutzt werden sollte, einen geldpolitischen Kurs durchzusetzen, der das Mandat, dauerhafte Geldwertstabilität zu gewährleisten, hintan stellt, wird es besser sein, dieses Abstimmungsprinzip aufzugeben. Dann wird man sich dafür entscheiden müssen, die Vergabe der Stimmrechte nach der wirtschaftlichen und finanziellen Bedeutung des entsendenden Staates bzw. nach dessen Anteil am Kapital der EZB zu bemessen. Dies wäre eine den Abstimmungsregeln von Europäischem Rat und Parlament verwandte Regelung, die die Mitgliedstaaten nicht verweigern könnten. Sie würde dem deutschen Interesse, den Euro als eine stabile Währung zu bewahren, aufgrund des Stimmgewichts von gut 27 Prozent wesentlich mehr Einfluss verschaffen. Es versteht sich, dass man eine so grundlegende Veränderung der Stimmregeln nur anstreben wird, wenn die Geldpolitik der EZB den Stabilitätspfad dauerhaft verlassen sollte.

Eine von der inhaltlichen Ausrichtung der Geldpolitik getrennt zu betrachtende Frage betrifft die Handlungsfähigkeit des EZB-Rats. Je mehr Staaten den Euro übernehmen, umso größer und potentiell unbeweglicher wird der Rat werden. Um die Handlungsfähigkeit des Rats sicherzustellen, hatte man sich frühzeitig auf ein Rotationsmodell verständigt, das den Grundsatz ‚ein Mitglied – eine Stimme‘ beibehält, aber die Häufigkeit der Wahrnehmung der Stimmrechte je nach wirtschaftlicher und finanzieller Bedeutung des Herkunftslandes eines Präsidenten einschränkt (EZB, 2009). Unbeschadet der Einzelheiten ist festzuhalten, dass die Rotation die Handlungsfähigkeit des Rats nur unwesentlich verbessern wird. Es sollen nämlich sämtliche Ratsmitglieder weiterhin an allen Sitzungen mit vollem Rederecht teilnehmen dürfen. Das Gremium umfasst derzeit bereits 23 Mitglieder, und es wird erweitert werden, sobald weitere EU-Staaten den Euro einführen. Langfristig ist mit mehr als 30 Mitgliedern zu rechnen. Wie wenig praktikabel das ist, zeigt ein Seitenblick auf internationale Großunternehmen. Sie werden von wesentlich kleineren Vorständen geführt. Instruktiv sind auch die Verhältnisse im

Notenbanksystem der Vereinigten Staaten. Die Geldpolitik für die 50 Staaten wird von einem Gremium entschieden, dem 12 Personen plus 5 Stellvertreter angehören, und die Politik wird von nur 12 Banken durchgeführt.

Von der Sachaufgabe her gesehen, also der Entscheidung über den einzuschlagenden Kurs der Geldpolitik, wäre ein EZB-Gremium von fünf bis acht Personen ausreichend. Das heißt, im Grunde bedürfte es keines besonderen Zentralbankrats, sondern die geldpolitische Kompetenz könnte allein dem Direktorium der EZB übertragen sein. Dass dies nicht so geregelt ist, erklärt sich aus der den europäischen Vertragswerken zugrunde liegenden Überzeugung, wonach an zentralen Politikentscheidungen alle Mitgliedstaaten zu beteiligen sind. Andererseits sollten die weit auseinander klaffenden Größenverhältnisse nicht länger negiert werden: Die beiden größten Länder vereinen knapp 50 Prozent der Kapitalanteile der Eurogruppe an der EZB, die fünf größten sogar fast 90 Prozent. Zur Sicherung der Handlungsfähigkeit der EZB wäre ein Zwei-Stufen-Modell der Entscheidungsfindung besser geeignet als die Rotation.[3] Unter einem solchen Modell würden die Kompetenzen des EZB-Rats eingeschränkt, aber die Kompetenzen des Direktoriums erweitert. Die längerfristige Grundlinie der Geldpolitik würde weiterhin vom EZB-Rat in seiner vollständigen Besetzung bestimmt und dem Direktorium vorgegeben. Dafür wären zwei Sitzungen pro Jahr voll ausreichend. Die konkrete Ausformulierung und Ausführung der Geldpolitik einschließlich der zinspolitischen Entscheidungen würde dagegen dem Direktorium übertragen. Die fünf größten Mitgliedstaaten, neben Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien auch die Niederlande, sollten wie bisher im Direktorium ständig vertreten sein. Der sechste Sitz wäre im Grunde verzichtbar, könnte aber rotierend von dem Vertreter eines kleinen Landes besetzt werden. Es versteht sich, dass die meisten kleinen Staaten ein solches Zwei-Stufen-Modell schon aus Gründen des Prestiges ablehnen werden. Trotzdem könnte es angezeigt sein, auf der politischen Ebene eine Diskussion anzustoßen.

7 Kommunikation und Transparenz der geldpolitischen Strategie

Für die Bewahrung von Stabilität ist es essentiell, die Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer entsprechend zu beeinflussen, und das erfordert eine überzeugende Kommunikation der geldpolitischen Absichten und Bedingungen. Die Bundesbank war die erste Notenbank, die dies erkannte und darauf achtete. Mit der Einführung der Strategie der Geldmengenziele im Jahre 1974 sorgte sie für ein im internationalen Vergleich hohes Maß an Transparenz. Die EZB verfügt über keine geldpolitische Strategie, die sich in vergleichbarer Transparenz kommunizieren ließe. Eine Strategie würde angeben, wie die Instrumente der Geldpolitik anzusetzen sind, um gewünschte gesamtwirtschaftliche Entwicklungen, wie Preis- und Konjunkturstabilität, zu sichern. Die vom Rat der EZB verfolgte Strategie ist zu unscharf, um einen numerischen Zusammenhang zwischen dem für die nähere Zukunft der kommenden jeweils zwei bis drei Jahre angestrebten Zielwert der Inflation und den dazu passenden Werten des Zinsniveaus oder der monetären Expansionsrate herstellen zu können.

Die EZB behilft sich mit einem einfacheren Konzept. Sie interpretiert ihre Geldpolitik anhand eines an die Intuition appellierenden Zwei-Säulen-Konzepts. Das Konzept leistet sehr nützliche Dienste für die regelmäßige Kommunikation der Geldpolitik nach Entscheidungen des EZB-Rats und in den Monatsberichten. Als erste Säule wird eine möglichst umfassende Analyse der kurz- bis mittelfristigen Entwicklung des realen Sektors der Eurozone angeboten, als zweite Säule eine Analyse der im monetären Sektor angelegten längerfristigen Preistendenzen. Beide Teilanalysen sind mehr qualitativer denn quantitativer Natur. In der Hauptsache sind sie auf die Frage ausgerichtet, ob die voraussichtliche kürzerfristige Entwicklung des Konsumgüterpreisniveaus mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang ist.

Das Zwei-Säulen-Konzept hat sich aufgrund seiner Plastizität für die EZB als sehr nützlich in der Kommunikation der Geldpolitik erwiesen. Allerdings lässt die Qualität der regelmäßigen Inflationsprognosen sehr zu wünschen übrig. Die EZB veröffentlicht seit dem Jahr 2000 Prognosen, die von den „Experten des Eurosystems“ für verschiedene Prognosehorizonte gebildet werden. In der Abbildung 6 werden mit gestrichelten Linien die Prognosen für die Prognosehorizonte von einem und zwei Jahren gezeigt. Es fällt sofort auf, dass mit der Ausnahme des Rezessionsjahres 2009 die Prognosewerte durchweg niedriger waren als die dann tatsächlich eintretenden Inflationsraten. Und zwar haben sich die mit dem Horizont von einem Jahr aufgestellten Prognosen um durchschnittlich 0,26 Prozentpunkte als zu niedrig erwiesen, die Prognosen mit Zweijahreshorizont sogar um 0,42 Prozentpunkte.

Die Tatsache, dass die Experten der EZB so gut wie regelmäßig die Inflationsrate zu niedrig prognostizieren, kann kein Zufall sein. Man muss vielmehr annehmen, dass es eine offenbar systematische Hemmung gibt, öffentlich eine Inflationsrate zu prognostizieren, die die von der EZB selbst gesetzte Zielrate

[3] Dafür spricht sich neuerdings auch Jürgen Stark aus; vgl. ‚Scheidender EZB-Chefvolkswirt wirbt für kleineres Entscheidungsgremium‘, dpa-AFX, 1. Januar 2012.

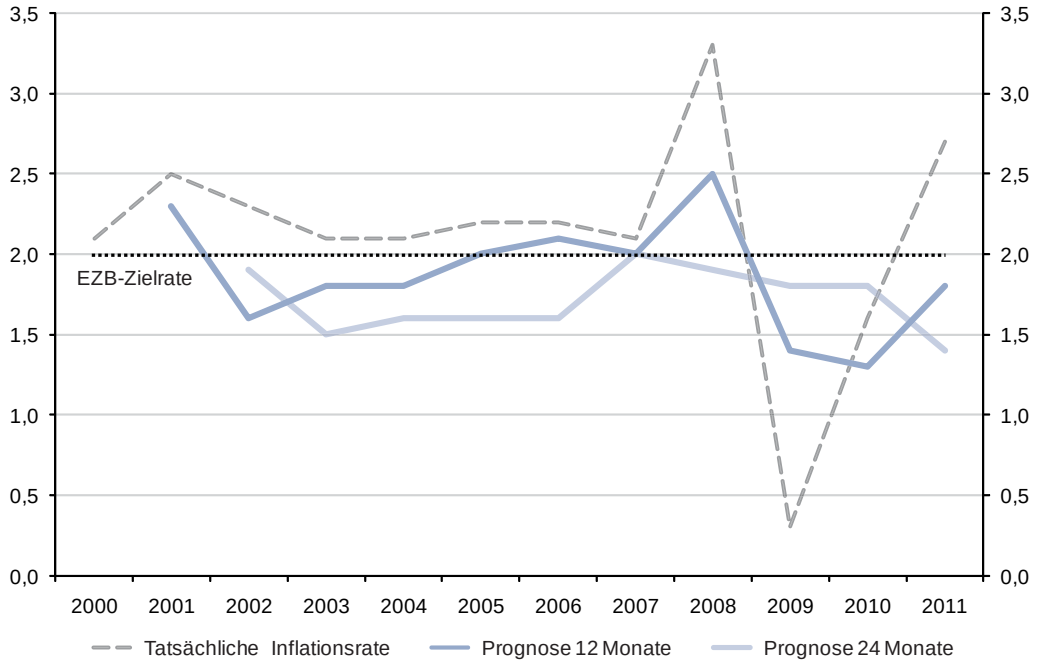


Abbildung 6: Inflationsprognosen der EZB in Prozent

Datenquelle: EZB

von 2 Prozent übertrifft. Die Experten mögen den Mitgliedern des EZB-Rats das nicht zumuten wollen oder der EZB-Rat nicht der Öffentlichkeit. Das wäre verständlich, aber nicht zu vertreten. Die Prognosen sollen ja die breite Öffentlichkeit in der Überzeugung bestärken, dass die EZB eine glaubwürdige Institution ist, die das Ziel der Preisstabilität ernst nimmt, ihre Erwartungen korrekt mitteilt und rechtzeitig handelt. Es wäre fatal, den Eindruck entstehen zu lassen, dass einzelne Prognosen geschönt werden. Die den Prognosen zugedachte Leitfunktion ginge verloren.

Der Rat der EZB sollte die Veröffentlichung der Preis- und Konjunkturprognosen auf eine neue Basis stellen. Entscheidend wäre, dass der Rat sich die Prognosen explizit zu eigen macht, also verantwortet, anstatt sie in distanzierender Weise als die Prognosen der Experten des Eurosystems zu bezeichnen. Für die Öffentlichkeit sind die Erwartungen oder Prognosen des Entscheidungsgremiums wichtig, wobei klar ist, dass diese von Experten entwickelt werden.

Der EZB-Rat sollte darüber hinaus prüfen, ob es nicht an der Zeit ist, auch mehr Transparenz hinsichtlich der Vorstellungen des Rats über die zukünftige geldpolitische Linie zu schaffen. Das amerikanische Vorbild könnte zur Anregung dienen. Dort wird die Geldpolitik vom Federal Open Market Committee bestimmt, dem die fünf Mitglieder des Board of Governors und sieben der zwölf Präsidenten der regionalen Federal Reserve Banks angehören. Das Komitee veröffentlicht neuerdings die Vorstellungen seiner Mitglieder über die in den kommenden zwei Jahren aus heutiger Sicht anzustrebenden Niveaus des Tagesgeldsatzes, also der Federal Funds Rate. Die Einzelangaben werden natürlich nicht namentlich zugeordnet. Vor allem werden sie nicht aggregiert. Daher ermöglichen sie es, sich einen Eindruck zu verschaffen, wie sich eine mehrheitliche Vorstellung voraussichtlich verändert. Das ist eine für die Einschätzung der künftigen Geldpolitik sehr aufschlussreiche Information.

Wenn man die neue Praxis der Federal Reserve für zu weitgehend ansieht, so sollte man zumindest dazu übergehen, die Abstimmungen des EZB-Rats über Zinsentscheidungen zu publizieren. In den Anfangsjahren der EZB war man verständlicherweise darum bemüht, den EZB-Rat als ein homogenes Gremium gleichgesinnter Personen darzustellen, das dem Ziel der Preisstabilität ergeben stets einmütige Entscheidungen trifft. Heute versteht die Öffentlichkeit, dass das nicht so ist. Es wäre sinnlos, den Anschein weiter aufrechterhalten zu wollen, nachdem der hartnäckige Widerstand des vormaligen Bundesbankpräsidenten Axel Weber und des vormaligen Chefvolkswirts der EZB Jürgen Stark gegen den Ankauf von Staatsanleihen ausführlich öffentlich erörtert worden ist. Eine regelmäßige Information über die Mehrheitsverhältnisse im Rat bei der Annahme oder einer Ablehnung von Zinsänderungsvorschlägen wäre sachdienlich. Sie würde es den Marktteilnehmern erlauben, den voraussichtlichen Kurs der EZB präziser einzuschätzen. Im Unterschied zur angelsächsischen Praxis wäre dabei auf eine namentliche Zuordnung zu verzichten, um die Mitglieder des Rats keinem direkten politischen Druck aus ihren Heimatländern auszusetzen.

Literatur

EZB (2003), Empfehlung gemäß Artikel 10.6 der Satzung des ESZB und der EZB für einen Beschluss des Rates über eine Änderung des Artikels 10.2 der Satzung des ESZB und der EZB, EZB/2003/1, Frankfurt/M.

EZB (2008), EZB-Rat behält derzeitiges Abstimmungssystem bei, Pressemitteilung vom 18.12.2008.

EZB (2009), Rotation der Stimmrechte im EZB-Rat, Monatsbericht Juli 2009, S. 101–110.

EZB (2011), The International Role of the Euro, Frankfurt/M.

Friedman, M. (1963), Inflation: Causes and Consequences, New York, Asia Publishing House.

Neumann, M.J.M. (2009), Internationale Finanzkrise und die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, Perspektiven der Wirtschaftspolitik, 10 (4), S. 367–388.

Neumann, M.J.M. (2011), Refinanzierung treibt Target-Verschuldung, ifo-Schnelldienst, September, S. 25–28.

Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2011), Target-Kredite, Leistungsbilanzsalden und Kapitalverkehr: Der Rettungsschirm der EZB, ifo-Schnelldienst, Juni.

Taylor, J.B. (2007), Housing and Monetary Policy, Housing, Housing Finance, Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City, S. 463–476.

Handlungsempfehlungen

Das vorrangige Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität hat die EZB im vergangenen Jahrzehnt mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von wenig mehr als 2 Prozent gut erfüllt. Die Zinskonstellation hat die EZB seit einiger Zeit zwar ausgesprochen expansiv eingestellt. Dennoch ist die monetäre Expansion bisher im Ganzen moderat geblieben. Mit dem Ausbruch eines verstärkten Inflationsprozesses muss daher vorerst nicht gerechnet werden. Die Analyse der Gesamtlage führt allerdings auch zu der Einschätzung, dass die EZB in ihrem Bemühen, die Auswirkungen der Schulden- und Finanzkrise auf die öffentlichen Haushalte der Mitgliedstaaten durch unkonventionelle Maßnahmen abzumildern, ein gefährliches Inflationspotential schafft. Das könnte mittelfristig virulent werden.

Wichtiger: Die EZB ist dabei, die Währungsverfassung zu verbiegen, wenn nicht dauerhaft zu beschädigen. Das neue Programm des unbegrenzten Aufkaufs von Staatsanleihen und die jüngste Ausrichtung der Refinanzierungspolitik auf mehrjährige Jumbotender bei Akzeptanz hochriskanter Einzelkredite und Schuldtitel als vorgebliche Sicherheiten sind gefährliche Abwege. Der EZB-Rat sollte aufhören, der Eurogruppe gefällig sein zu wollen. Natürlich haben die Gouverneure die Pflicht, die Regierungen wirtschaftspolitisch zu beraten. Sie müssen aber darauf achten, den gebotenen Abstand zu den Interessen der Politiker zu wahren. Es muss jederzeit klar sein, dass die Geldpolitik der EZB nicht den Zielen staatlicher Finanzpolitik untergeordnet wird.

Im Rahmen dieser Studie sind eine Reihe von Handlungsempfehlungen entwickelt worden. Die wichtigsten sind:

- Die EZB sollte ihr Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen offiziell einstellen und damit erkennbar allen Bestrebungen eine klare Absage erteilen, die Geldpolitik in den Dienst der Finanzierung nationaler Haushalte zu stellen. Auch sollten die von einzelnen Notenbanken auf eigene Rechnung betriebenen spekulativen Anleihegeschäfte untersagt werden.
- Das Experimentieren im Refinanzierungsgeschäft mit mehrjährigen Laufzeiten und Jumbo-Krediten sollte für beendet erklärt werden. Laufzeiten von drei bis sechs Monaten ist der Vorzug zu geben, weil sie es ermöglichen, die Basisgeldversorgung hinreichend flexibel zu halten.
- Die Politik der fortgesetzten Lockerung der Anforderungen an die von den Banken im Refinanzierungsgeschäft zu stellenden Sicherheiten sollte schrittweise rückgängig gemacht werden.
- Um den Anstieg der Target2-Verschuldung im Eurosystem zu bremsen und die für die Stabilität des Bankensystems gefährliche Überschuldung zu verhindern, sollte die EZB für jede Bank das zulässige Ausmaß der Verschuldung beim Eurosystem von der Höhe des Kernkapitals abhängig machen.
- Es ist an der Zeit, dass der EZB-Rat der Öffentlichkeit mehr Transparenz über seine geldpolitischen Entscheidungen und Absichten verschafft. Die Ergebnisse der Abstimmungen über Zinsentscheide sollten regelmäßig publiziert werden. Auch empfiehlt es sich, ohne namentliche Zuordnung die Vorstellungen der Gouverneure über das im folgenden Jahr anzustrebende Zinsniveau bekanntzugeben.
- Zur Sicherung der Handlungsfähigkeit der EZB wäre ein Zwei-Stufen-Modell der Entscheidungsfindung besser geeignet als die vorgesehene Rotation. Die Grundlinie der Geldpolitik würde vom EZB-Rat in seiner vollständigen Besetzung zweimal jährlich festgelegt. Die kurzfristige Gestaltung, einschließlich der Zinspolitik, würde dagegen dem Direktorium überlassen.

Es ist noch kein definitives Urteil möglich, ob die EZB Korrekturen vornehmen wird oder ob die Mehrheit des EZB-Rates entschieden ist, dauerhaft einen Kurs zu verfolgen, der das Mandat der Geldwertstabilität zugunsten der Finanzierung nationaler Haushalte hintanstellt. In diesem Fall wird eine Korrektur von außen unumgänglich werden. Dann sollte die deutsche Politik eine Initiative zur Neufassung der Stimmrechte im EZB-Rat ergreifen. Die Vergabe der Stimmrechte nach der wirtschaftlichen und finanziellen Bedeutung der entsendenden Staaten bzw. nach deren Anteilen am Kapital der EZB zu bemessen, wäre nur konsequent, wenn das Honoratioren-Prinzip des ‚ein Mitglied – eine Stimme' versagt.

Prof. Dr. Manfred J.M. Neumann ist Mitglied im Wissenschaftlichen Beirat des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie. Er forscht am Institut für Internationale Wirtschaftspolitik der Universität Bonn, das er von 1981 bis 2006 als Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftliche Staatswissenschaften, insbesondere Wirtschaftspolitik, geleitet hat. Neben zahlreichen anderen Funktionen wirkte er von 1992 bis 2011 als Mitglied im Kronberger Kreis, dem wissenschaftlichen Beirat der Stiftung Marktwirtschaft.