Grenzen der europäischen Geldpolitik und mögliche Lösungsansätze

Vera Riedl und Lea Six

1. Einleitung

Als sich die Staatschefs der Europäischen Union 1989 darauf einigten, eine gemeinsame Währung für die EU zu schaffen, wurde beschlossen, dass die Zentralbank, die über diese neue Währung wacht, eng nach dem Vorbild der deutschen Bundesbank geschaffen werden sollte. Der geldpolitische Rahmen, der in der Folge für die Europäische Wirtschafts- und Währungsunion definiert wurde, findet sich im Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) festgelegt. So heißt es in Artikel 127 Abs. 1:

> Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden "ESZB") ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen. [...]

Dies bedeutet, dass Preisstabilität als primäres Ziel der europäischen Geldpolitik festgelegt wurde, was die EZB von einigen anderen Zentralbanken, zB der Fed[1] oder der Reserve Bank of Australia[2] unterscheidet.

Artikel 30 legt fest, dass das ESZB und die EZB von nationalen Regierungen oder anderen EU Institutionen unabhängig sind, was eine weitere Grundlage des geldpolitischen Rahmens bildet:

> Bei der Wahrnehmung der ihnen durch die Verträge und die Satzung des ESZB und der EZB übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die Europäische Zentralbank noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen, Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Die Organe, Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten verpflichten sich, diesen Grundsatz zu beachten und nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der Europäischen Zentralbank oder der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen.

Artikel 123 Abs. 1 definiert das Verbot der primären Staatsfinanzierung, womit es der EZB verboten ist Kredite an EU-Einrichtungen, Mitgliedsstaaten sowie andere öffentliche Einrichtungen zu vergeben. Außerdem ist der Erwerb von Staatsanleihen am Primärmarkt („unmittelbar“) verboten[3]:

---

[1] Siehe https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf
[2] Siehe http://www.rba.gov.au/monetary-policy/about.html
[3] Im Zuge der Einführung der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen, die unter anderem den Ankauf von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt beinhalteten, entstand eine Debatte wie weit das Verbot der Staatsfinanzierung reicht und ob die Ankaufsprogramme von Staatsanleihen bereits das Verbot überschritten.

(1) Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der Europäischen Zentralbank oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im Folgenden als "nationale Zentralbanken" bezeichnet) für Organe, Einrichtungen oder sonstige Stellen der Union, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die Europäische Zentralbank oder die nationalen Zentralbanken.

Die Preisstabilität als oberstes Ziel, Unabhängigkeit sowie das Verbot von Staatsfinanzierung geben somit den Rahmen der europäischen Geldpolitik vor, so wie er in den europäischen Verträgen beschlossen wurde. Nachdem in den europäischen Verträgen keine exakte Definition von Preisstabilität festgelegt wurde, legte der EZB-Rat 1998 das quantitative Ziel mit „unter, aber knapp bei 2 Prozent“ fest.[4]

Im Zuge der Bekämpfung der Finanz- und Wirtschaftskrise nach 2008 stieß die EZB jedoch an die Grenzen konventioneller Geldpolitik, da die schlechte Wirtschaftslage einer weiteren geldpolitischen Lockerung bedurfte, der Leitzinssatz aber sukzessive die untere operationale Grenze von Null erreichte. Außerdem machten der temporäre Zusammenbruch des Interbankenmarktes im Jahr 2008 sowie die Finanzmarktspekulationen auf den Euro-Ausstieg von südeuropäischen Ländern weitere Maßnahmen notwendig. Daher wurden sukzessive sogenannte unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen eingeführt, die von Änderungen im operationalen Rahmen bis hin zu großen Ankaufsprogrammen für Wertpapiere reichten.

Von progressiver Seite wurden die Ankaufsprogramme großteils begrüßt; andererseits wurde auch Kritik an einigen Elementen, oder hinsichtlich der Wirksamkeit und unerwünschter Nebenwirkungen der Maßnahmen, geübt. Obwohl die EZB im Vergleich zu den Zentralbanken anderer großer Währungsräume (insbesondere der Fed) diese Ankaufsprogramme erst sehr viel später einführte, sind sie seit der Einführung stark umstritten. Besonders laute Kritik wurde von konservativer Seite geäußert, aber auch von progressiver Seite gab es Kritik, die in der medialen Diskussion jedoch weniger prominent auftrat.

Das Ziel dieses Beitrags ist es daher, Grenzen der konventionellen und unkonventionellen europäischen geldpolitischen Maßnahmen zu diskutieren. Hierfür wird im zweiten Kapitel ein kurzer Überblick über das geldpolitische Instrumentarium der EZB gegeben. Im dritten Kapitel werden die Rolle und Aufgaben von Geldpolitik in unterschiedlichen theoretischen Zugängen zusammengefasst. Im vierten Kapitel werden die Auswirkungen und Nebenwirkungen der unkonventionellen (und konventionellen) geldpolitischen Maßnahmen diskutiert, worauf aufbauend im fünften Kapitel mögliche Lösungsansätze skizziert werden.

[4] Siehe https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html

2. Kurzer Überblick über das geldpolitische Instrumentarium der EZB

2.1. Wichtigste konventionelle geldpolitische Instrumente

Refinanzierungssatz bzw. Leitzins für Hauptrefinanzierungsgeschäfte

Der Refinanzierungssatz ist derjenige Zinssatz, zu dem die EZB bereit ist, den Geschäftsbanken kurzfristig Liquidität zur Verfügung zu stellen. Als Kreditsicherheit geben die Geschäftsbank der Zentralbank Wertpapiere mit vernachlässigbar geringem Ausfallrisiko. Der Hauptfinanzierungssatz, auch Leitzins genannt, ist derjenige Zinssatz, zu dem die EZB den Geschäftsbanken für eine Woche Liquidität zu Verfügung stellt und ist somit das wichtigste geldpolitische Instrument der EZB. Der Leitzins beeinflusst die Zinsen am Interbankenmarkt (EONIA bzw. EURIBOR), die wiederum einen Einfluss auf die Kreditkonditionen von Einlagen und Krediten haben. Hebt die EZB den Leitzins an, so werden die Geschäftsbanken die Kreditvergabe bremsen und somit die Geldmenge straffen, dies gilt natürlich auch vice versa.

Mindestreserveanforderungen

Die EZB kann das Geldangebot auch darüber steuern, wie groß die Mindestreserveanforderungen der Geschäftsbanken sind. Werden die Mindestreserveanforderungen erhöht, können die Geschäftsbanken weniger Geld schöpfen und damit verringert sich die Geldmenge.

2.2. Unkonventionelle Maßnahmen

Änderung der Verfahrensweise bei Tendergeschäften

Im Oktober 2008 wurde eine Änderung im operationalen Zuteilungsmodus von Zentralbankliquidität durchgeführt: anstatt einer Auktion um eine fixe Geldmenge zu variablen Zinsen wurde nun unbegrenzte Liquidität zu einem fixen Zinssatz (dem Leitzinssatz) bereitgestellt; diese Maßnahme wurde beschlossen, da Banken aufgrund des Zusammenbruchs des Interbankmarktes Liquiditätsprobleme aufwiesen. Außerdem wurde die Liste an zugelassenen Sicherheiten für Refinanzierungsgeschäfte erweitert, sowie Swap Agreements mit der Fed, der Bank of England und anderen wichtigen Zentralbanken zur besseren Versorgung mit Fremdwährungsliquidität abgeschlossen.

(Gezielte) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Diese Geschäfte dienen dazu Banken Geld für einen längeren Zeithorizont zur Verfügung zu stellen, hatten vor der Finanzkrise aber eine geringe Bedeutung. Im Zuge der Finanzkrise wurde das Geld, das über diese Instrumente zur Verfügung gestellt wird deutlich ausgeweitet, sowie die Laufzeiten von vormals drei zuerst auf sechs und zwölf Monate, sowie später auf drei Jahre ausgeweitet. Von Herbst 2014 bis Frühling 2017 wurden außerdem mehrere „gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte“ (Targeted Longer-Term Refinancing Operations, TLTRO) mit einer Laufzeit von bis zu vier Jahren durchgeführt. Das besondere an diesen Instrumenten ist, dass die

Zinskonditionen für Geschäftsbanken umso günstiger werden, je mehr Kredite diese der Privatwirtschaft zuführen. Der Zinssatz kann hierfür sogar negativ werden, mit einer Untergrenze von derzeit -0.4%[5], was bedeutet dass die Geschäftsbank für die Kreditvergabe bezahlt wird.

Forward Guidance

Ab Juli 2013 wurde zusätzlich eine sogenannte „Forward Guidance" eingesetzt. Dabei handelt es sich um eine Kommunikationsstrategie, bei der gezielt über die längerfristige Ausrichtung der Geldpolitik informiert wird, um Unsicherheiten über den künftigen Kurs der Geldpolitik zu reduzieren und die Erwartungen zu steuern, um somit unter anderem die langfristigen Zinsen weiter zu senken.

Wertpapierankaufsprogramme und „Quantitative Easing"

Seit 2009 wurden im Rahmen mehrerer Programme bestimmte Wertpapiere aufgekauft, zuerst unter dem Covered Bond Purchase Programme (CBPP). Im Mai 2010 beschloss der EZB-Rat das „Securities Markets Programme" (SMP, Programm für die Wertpapiermärkte), in deren Folge Anleihen von Krisenstaaten angekauft wurden. Als sich die Krise im Sommer 2012 verschärfte, kündigte EZB-Präsident Mario Draghi am 26. Juli in einer vielbeachteten Rede an, die EZB werde alles Notwendige tun, um die Währungsunion zu erhalten („Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro."). Daraufhin wurde im September 2012 ein neues Programm zum gezielten Ankauf von Anleihen bestimmter Euro-Staaten aufgelegt, sogenannte Outright Monetary Transactions (OMT, Geldpolitsche Outright-Geschäfte), das allerdings nie ausgeführt wurde. Im Jänner 2015 wurde schließlich mit der Einführung des „Programm zum Ankauf von Vermögenswerten" (Asset Purchase Programme, APP) beschlossen, auch im Euroraum „quantitative Easing" zu betreiben. Von März 2015 an tätigte das Eurosystem APP-Käufe von zunächst 60 Milliarden Euro monatlich, zwischen April 2016 und März 2017 betrugen die Käufe 80 Milliarden Euro, seit April 2017 wieder 60 Milliarden Euro[6]. Dabei wurden alle vorherigen Programme in das neue Programm vereint. Außerdem wurden mit Start des APP die teilnahmeberechtigten Wertpapiere auf Unternehmensanleihen ausgedehnt, die bestimmte Bonitätskriterien erfüllen[7].

3. Rolle und Aufgaben von Geldpolitik in unterschiedlichen theoretischen Zugängen

3.1. Keynesianismus[8]

Keynesianismus und Monetarismus erkennen beide folgenden Grundgedanken der Quantitätstheorie des Geldes an - eine erhöhte Geldmenge führt zu erhöhten Preisen - in ihren Ableitungen für eine Geldpolitik unterscheiden sie sich jedoch grundlegend.

[5] Als Untergrenze wurde der jeweilige Zinssatz der Einlagefazilität gewählt, die seit März 2016 bei -0.4% liegt.
[6] Im Rahmen der Forward Guidance wurden die monatlichen Ankäufe von 60 Milliarden Euro bis inklusive Dezember 2017 angekündigt.
[7] "Investment grade euro-denominated bonds issued by non-bank corporations established in the euro area will be included in the list of assets that are eligible for regular purchases", siehe https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160310_2.en.html
[8] Kapitel 3.1 – 3.3 basieren großteils auf den Ausführungen von "Grundzüge der Volkswirtschaftslehre", Mankiw/Taylor 2012, 5. Auflage, Kapitel 29, 30, 33-35

Nach der klassischen Theorie hängt das Angebot einer Volkswirtschaft an Waren und Dienstleistungen langfristig von ihrer Faktorausstattung mit Arbeit und Kapital sowie von der verfügbaren Technologie zur Umwandlung der Produktionsfaktoren in Produkte ab. Änderungen der Geldmenge beeinflussen langfristig nur nominale Größen wie das Preisniveau, jedoch keine realen Größen wie das Produktionsniveau [vgl. Mankiv]. Letztere Beobachtung wird auch die Neutralität des Geldes genannt.

Keynes interessierte jedoch nicht die langfristige Perspektive, sondern kurzfristige Handlungsmöglichkeiten im Fall einer Wirtschaftskrise, wie sein berühmter Ausspruch aus 1923 illustriert (A Tract on Monetary Reform. Macmillan and Co. 1923):

> In the long run we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task if in tempestuous seasons they can only tell us that when the storm is long past the ocean is flat again.

Kurzfristig gilt die Neutralität des Geldes nicht: Wenn und solange das Preisniveau das von der Bevölkerung antizipierte Preisniveau übersteigt, erhöht sich das Angebot an Waren und Dienstleistungen. Die Begründung für diesen Ansatz liegt in Keynes' Theorie der starren Lohnsätze. Aufgrund von langfristigen Arbeitsverträgen, Kollektivverträgen etc. passen sich Löhne nicht sofort an unerwartete Preissteigerungen an. Unternehmen profitieren von höheren Preisen im Verkauf, müssen aber (noch) keine höheren Löhne zahlen, in diesem Zeit-Lag werden sie daher die Produktion ausweiten und mehr Arbeitskräfte anstellen.

Weitere Begründungen, warum das Produktionsniveau mit dem Preisniveau steigt, umfassen die neokeynesianische Theorie der starren Preise bzw. die neuklassische Theorie der Wahrnehmungsstörungen.

Wie im Kapitel 2.1 erläutert, kann eine Zentralbank die Inflation/das Preisniveau zwar nicht exakt steuern, jedoch mithilfe ihres Instrumentariums zumindest beeinflussen. Zentralbanken können mithilfe ihrer Instrumente wie Leitzinssenkung oder dem Ankaufen von Anleihen die Geldmenge erhöhen. Laut der am Beginn des Kapitels erwähnten Quantitätstheorie des Geldes steigt infolge dessen das Preisniveau und in weiterer Folge wie gerade erläutert erhöht sich das Produktionsniveau und die Arbeitslosigkeit sinkt.

Für Keynes war Geldpolitik damit eine Möglichkeit (unter anderen), um in Krisenzeiten einem niedrigen Produktionsniveau entgegenzuwirken und Arbeitslosigkeit zu bekämpfen.

Die Theorie der Phillipskurve - dass eine Gesellschaft zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit "wählen" könne - basiert auf der Annahme, dass mithilfe von Geldpolitik das Produktionsniveau (zumindest kurzfristig) beeinflusst werden kann.

3.2. Monetarismus

Für Milton Friedman, den wohl wichtigsten Vertreter des Monetarismus, bedeutete eine übermäßige Ausweitung der Geldmenge eine "Geldwertilllusion", die zwar zu einer Inflation führt, jedoch keine

bzw. keine nachhaltigen Auswirkungen auf die Realwirtschaft hat. Geldpolitische staatliche Interventionen als Reaktion auf Wirtschaftskrisen lehnte Friedman ab.

Die Rolle der Zentralbanken sah Friedman darin, die Inflation über die Geldmengensteuerung zu kontrollieren. Das Ziel war, dass die Geldmenge genauso schnell wachsen sollte wie das Produktionspotential. Die optimale Geldmengenwachstumsrate sollte dabei funktionell aus dem Produktionspotential, dem Preisniveau und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bestimmt werden. Der Monetarismus versprach über eine derartige regelmäßige und nicht anlassbezogene Geldmengenausweitung die Bedingungen für konstantes Wirtschaftswachstum zu schaffen.

Friedman erkannte den Zusammenhang zwischen Inflationsrate und Arbeitslosigkeit auf kurze Sicht an, die bestimmende Einflussgröße auf diesen Zusammenhang war für ihn die erwartete Inflationsrate. Würden die Marktteilnehmer von einer unerwarteten Änderung der Inflationsrate überrascht, so hat dies kurzfristige Auswirkungen auf Produktionsniveau und Arbeitslosigkeit, sobald sich die Erwartung der Marktteilnehmer über das zukünftige Inflationsniveau angepasst hätte, würde der Einfluss auf die Arbeitslosigkeit aber wieder verschwinden.

3.3. Rational Expectations Theory und ihr Versprechen einer “kostenlosen Desinflation”

Als es nach den Ölschocks der 70er Jahre es zu einer Phase der Stagflation kam, fokussierte die Politik auf die Möglichkeiten und die Kosten einer Senkung des Inflationswachstums (Desinflation). Die Phillipskurve war durch den Angebotsschock der Ölkrisen zwar nach “links” verschoben (zu jeder Inflationsrate eine höhere Arbeitslosenrate), die kurzfristige Wahlmöglichkeit zwischen Inflationsrate und Arbeitslosigkeit wurde aber dennoch als intakt angesehen. Mithilfe des Opferquotienten wurde diskutiert, wieviel Prozentpunkte an jährlichem Produktionsrückgang je Prozentpunkt-Senkung der Inflationsrate in Kauf genommen werden müsste.

In ein derartiges Diskussionsumfeld stießen Anfang der 1980er die Ökonomen Robert Lucas, Thomas Sargent und Roberto Barro mit der Idee, dass eine Geldmengenkontraktion zur Verringerung der Inflation vielleicht viel geringere Kosten im Sinne eines Anstiegs der Arbeitslosigkeit hätte als aufgrund der Phillipskurve und der Opferquotienten-Diskussion angenommen. Das Schlagwort zum Gedanken dahinter lautete *rationale Erwartungen*. Demnach würden Marktteilnehmer alle ihnen zur Verfügung stehenden Informationen für die Vorhersage der Zukunft, inklusiver staatlicher Handlungsperspektiven, bestmöglich auswerten und in ihren Entscheidungen und Erwartungen berücksichtigen.

Die Theorie der rationalen Erwartungen baute auf die bereits von Friedman betonte Einflussgröße der erwarteten Inflationsrate auf. Neu war die Vorhersage, dass sich die Anpassung der erwarteten Inflationsanpassung der Marktteilnehmer aufgrund der rationalen Erwartungen sehr schnell ereignen könnte, und dadurch der schmerzhafte Prozess der hohen Arbeitslosigkeit verkürzt oder gar vermieden werden könnte. Alles, was die Regierungen bzw. die Zentralbanken dafür tun müssten, wäre ein zweifelsfreies Bekenntnis zu Stabilitätspolitik mit einer geringen Inflationsrate abzulegen.

Daraufhin wären die Marktteilnehmer vernünftig genug, ihre erwartete Inflationsrate sofort anzupassen.

Die realen hohen Arbeitslosenrate in Folge der Inflationsbekämpfung sprechen jedoch eine andere Sprache als die Verheißungen der rational expectations theory.

3.4. Direkte Inflationssteuerung (Inflation Targeting)

Als direkte Inflationssteuerung wird eine geldpolitische Strategie bezeichnet, bei der das Endziel Preisstabilität unmittelbar angesteuert wird. Es wird also auf ein Zwischenziel wie zum Beispiel eine bestimmte jährliche Wachstumsrate der Geldmenge verzichtet. Grundidee der direkten Inflationssteuerung ist zum einen, durch die Vorgabe eines Zielwertes für die Inflationsrate die Zielrichtung der Geldpolitik öffentlich festzulegen, zum anderen geht es darum, den Unsicherheiten und Wirkungsverzögerungen des geldpolitischen Transmissionsprozesses durch Beobachtung einer Vielzahl von Daten – und nicht nur eines Zwischenziels – Rechnung zu tragen. Indem Notenbanken ihre Geldpolitik künftig an numerischen Zielwerten ausrichteten, sollte ihr Handeln nachvollziehbarer und damit glaubwürdiger werden[9]. Neuseeland war 1990 das erste Land, das Inflation Targeting einführte, seitdem sind viele andere Länder dieser Praxis gefolgt. [10]

3.5. Automatische Taylor Regel als Extremfall des Inflation Targeting

Im Jahr 1993 veröffentlichte John B. Taylor eine sehr einfache Regel, mit der er die Einflussfaktoren Inflation, Abweichung vom Inflationsziel und Abweichung vom Produktionsziel auf den von den Zentralbanken gesetzten Leitzins quantifizieren wollte. Was zuerst nur eine positive, sprich erklärende Aussage sein sollte, wandelte sich schnell zu einer normativen Regel darüber, wie Zentralbanken den Leitzins setzen sollten, um sowohl die gewünschte Inflation als auch das gewünschte Wirtschaftswachstum anzusteuern.
Die Formel lautet:

$$i_t = r^* + \pi_t + \beta_1(\pi_t - \pi^*) + \beta_2 y_t^g$$

mit i_t als dem anzustrebenden nominalen Kurzfristzins, r^* dem gleichgewichtigen realen Zinssatz, $\pi_t - \pi^*$ der Differenz zwischen aktueller (π_t) und anzustrebender (π^*) Inflationsrate (Inflationslücke) und y_t^g als dem Unterschied zwischen der aktuellen (y_t) und der potenziellen (y_t^p) Wachstumsrate (Produktionslücke).

Die Taylor-Regel kann als Kind der 90er verstanden werden, die Zeit der makroökonomischen Schocks war vorbei, das Inflationsgespenst schien besiegt, die Wirtschaft wuchs fast überall. Die Zentralbanken konnten sich also auf ein regelbasiertes Finetuning konzentrieren. Dass eine – noch dazu so einfache – Formel scheinbar die Erfahrung, das volkswirtschaftliche Wissen und die Intuition von ExpertInnen in den Zentralbanken ersetzte, stieß jedoch nicht überall auf Gegenliebe.

[9] https://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Service/Glossar/_functions/glossar.html?lv2=32026&lv3=62168
[10] Siehe http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2010/03/roger.htm

Nach dem Platzen der Dot-com Blase 2003 brach die FED jedoch mit der Taylor-Regel und beließ den Leitzins auf einem niedrigeren Niveau als die Taylor-Regel vorschrieb. John B. Taylor kritisierte dies scharf, er sah darin eine der Hauptursachen für die Finanzkrise 2008/09, und urgiert eine Rückkehr zu regelbasierten Zentralbankentscheidungen.[11]

4. Die Wirksamkeit und Nebenwirkungen der unkonventionellen (und konventionellen) geldpolitischen Maßnahmen

4.1. Wirksamkeit

Ein Hauptpunkt ist die Frage der Wirksamkeit der derzeitigen geldpolitischen Maßnahmen, sowohl der konventionellen als auch der unkonventionellen. Wenn eine Zentralbankbilanz ausgeweitet wird, heißt das nicht unbedingt dass damit auch die Geldmenge in der Realwirtschaft steigt, da Banken die Liquidität bei der EZB direkt wieder anlegen können. Außerdem kann zwar die Geldmenge in der Realwirtschaft ansteigen, diese unter Umständen aber nicht in produktive Bahnen wie Kredite an Unternehmen gelenkt werden, sondern stattdessen in andere Beiche (etwa Immobilien) oder im Ausland investiert werden[12]. Hierbei spricht man von einem gestörten Transmissionsmechanismus. Da die EZB im Zuge der Krise den gestörten Transmissionsmechanismus bei den konventionellen Maßnahmen anerkannte, wurden unkonventionellen Maßnahmen entwickelt, die den Transmissionsmechanismus verbessern sollten. Dazu zählen zum Beispiel die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (vergleiche Punkt 2.2), bei denen die Zinsen sogar negativ werden können, wenn Banken besonders viele Kredite an die Realwirtschaft vergeben können. Immobilienkredite wurden von diesem Mechanismus dezidiert ausgeschlossen[13]. Die Wertpapierkäufe setzen bei der Zinskurve an: durch eine forcierte Senkung der Zinskurve für langfristige Wertpapiere soll ein sogenanntes „Portfolio rebalancing“ erreicht werden: Dabei soll die Investition in Wertpapiere für Banken und andere Finanzmarktakteure relativ zu Investitionen in die Realwirtschaft unattraktiv werden.

Wie lässt sich nun die Wirksamkeit der europäischen Geldpolitik bewerten? Die konventionelle Geldpolitik stieß klar an ihre Grenzen im Zuge der Finanzkrise, wobei dies auch bei anderen Zentralbanken der Fall war.[14] Bezüglich der unkonventionellen Maßnahmen hat die EZB wiederholt mit Hilfe von ökonometrischen Modellen argumentiert, dass die Kreditbedingungen sowie die Kreditvergabe ohne die unkonventionellen Maßnahmen deutlich weniger expansiv gewesen wären. Sieht man sich die durchschnittlichen Inflationsraten des gesamten Euroraums an, die ja das oberste Ziel der europäischen Geldpolitik definieren, so betrugen diese zwischen 1999 (dem Jahr der Euro-

[11] Vergleiche https://www.fuw.ch/article/die-taylor-regel/ und https://www.uni-ulm.de/fileadmin/website_uni_ulm/mawi.inst.150/lehre/ss11/EmpWifo/ew-ue6-uulm.pdf

[12] Die Investition im Ausland bewirkt zumindest den „Wechselkurskanal“ der Transmission: Durch den Abfluss von Geld ins Ausland wertet der Euro ab, was die Exportwirtschaft ankurbelt und somit die Wirtschaft stimuliert.

[13] https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140918_1.en.html

[14] Mittlerweile stoßen auch die unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen an ihre Grenzen. So ist etwa der Sekundärmarkt für deutsche Staatsanleihen leergefegt, weshalb MarktbeobachterInnen davon ausgehen, dass die Modalitäten für Anleihenankäufe im Jahr 2018 erneut geändert werden müssten, sofern nicht eine Reduktion der monatlichen Ankäufe stattfindet.

Einführung) und 2007 genau 2 Prozent, somit wurde das Ziel erreicht. Zwischen 2009 und 2016 sank der Wert auf durchschnittliche 1.1 Prozent[15], was das Inflationsziel deutlich verfehlte. Die EZB selbst schätzt, dass das Inflationsziel erst nach dem Jahr 2019 erreicht werden wird (sogar für 2019 wird noch eine durchschnittliche Inflationsrate von nur 1.5 Prozent erwartet). Somit lässt sich sagen, dass trotz der ergriffenen Maßnahmen das Inflationsziel in den Krisenjahren nicht erreicht wurde, und die durchschnittliche Inflationsrate sogar 11 Jahre nach Ausbruch der Krise wohl unter dem Inflationsziel liegen wird. Gleichzeitig ist es gut möglich, dass der Euroraum ohne die ergriffenen Maßnahmen in eine gefährliche Deflationsspirale gerutscht wäre, die die Konjunkturentwicklung in einen sich selbst verstärkenden Abwärtstrend gebracht hätte. Außerdem dürfen die Wachstumsverluste der massiven Austeritätspolitik im Euroraum nicht außer Acht gelassen werden – wenn Fiskal- und Geldpolitik an einem Strang gezogen hätten, hätten die wirtschaftliche Erholung und die Konvergenz zum Inflationsziel wesentlich schneller erreicht werden können.

Der Fokus auf Inflation als primäres Ziel der EZB wurde vor allem von progressiver Seite wiederholt kritisiert.[16] So wird mitunter die generelle Wirtschaftsentwicklung sowie die Arbeitslosigkeit ignoriert, wenn es um das Einhalten des Inflationsziels geht. Historische Beispiele dafür sind die Deflation in der Weimarer Republik von 1929-1932, die zu Hitlers Machtergreifung beitrugen, sowie die Desinflationsphase nach den Ölschocks der 70er Jahre (siehe Punkt 3.3.). Im Zuge der EZB Krisenpolitik wurde etwa die gesamtwirtschaftliche Entwicklung der Inflationssteuerung nachgereiht, als im Jahr 2011 zweifach der Hauptzinssatz angehoben wurde, trotz der Rezession in einigen Euroländern. Außerdem hätte die EZB unter Umständen früher mit dem Ankauf von Wertpapieren begonnen, und nicht erst als die Preisentwicklung in eine Deflation rutschte, wenn Preisstabilität nicht das einzige Mandat der europäische Geldpolitik darstellen würde.

4.2. Nebenwirkungen der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen

Die unkonventionellen Maßnahmen hatten ebenfalls einige Nebenwirkungen, die aus gesamtgesellschaftlicher Sicht nicht wünschenswert sind. Dabei ist etwa der Ankauf von Unternehmensanleihen zu nennen: Seit Juni 2016 wurden Anleihen von Unternehmen aus dem Nicht-Bankensektor gekauft, sofern sie bestimmte Bonitätskriterien erfüllen. Damit werden die teilnehmenden Unternehmen implizit subventioniert, da sich ihre Kapitalkosten und Refinanzierungsbedingungen verbessern. Obwohl die Volumina der gekauften Unternehmensanleihen nicht publiziert werden, ist trotzdem ein Rückschluss möglich auf die Unternehmen, die generell bereits von diesem Programm profitierten. Dabei fällt vor allem der starke Fokus auf die Energie- und Autobranche auf; außerdem wurden so Unternehmen unterstützt, deren Beitrag zum Gemeinwohl aus verschiedensten Gründen fragwürdig erscheint (etwa weil sie Waffen, Glücksspielautomaten oder Luxuskleidung produzieren).[17]

[15] Im Jahr 2008, das den Höhepunkt des Booms darstellte, betrug die durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum 3.3 Prozent.
[16] Siehe zum Beispiel: Joseph E. Stiglitz (2016). The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe. New York: W.W. Norton & Company.
[17] Siehe https://corporateeurope.org/economy-finance/2016/12/ecb-quantitative-easing-funds-multinationals-and-climate-change

Starke Kritik gab es an der Auswirkung der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf Ungleichheit. Durch den Ankauf von Staatsanleihen stiegen – durch den Portfolio Effekt – die Kurse für Unternehmensanleihen und -aktien, was verteilungspolitisch negativ zu bewerten ist, da Vermögende, die in Aktien und Anleihen investieren, von diesen Preisanstiegen profitierten. Was die seit Ausbruch der Krise stark gestiegenen Immobilienpreise betrifft, ist von einem ähnlichen Effekt auszugehen. Die EZB selbst schätzt, dass das Nettovermögen der reichsten 20 Prozent der Gesellschaft durch das Quantitative Easing um 30 Prozent gestiegen ist. [18] Außerdem erzeugt eine Währungsabwertung, die die Exportwirtschaft ankurbeln soll, einen negativen Wohlfahrtseffekt. Die gestiegenen Importpreise können als Extra-Steuer auf ausländische Produkte betrachtet werden – wobei die verteilungspolitischen Effekte vom Konsumverhalten der Bevölkerung abhängen. Die EZB rechtfertigt ihre Politik trotz des Anstiegs der Ungleichheit damit, dass die unkonventionellen Maßnahmen positive gesamtwirtschaftliche Auswirkungen wie auf Einkommen und Beschäftigung mit sich bringen, und der Nettoeffekt somit unklar ist.

Neben Ungleichheit wurde die Auswirkung der unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf Finanzmarktstabilität diskutiert. Durch das Portfolio Rebalancing könnten Investoren dazu verleitet werden, sehr risikoreiche Anlagen zu tätigen, die gesamt einen negativen Einfluss auf die Finanzmarktstabilität haben und somit die Gefahr einer neuen Finanzkrise erhöhen. Ein Report des IMK[19] kommt zu dem Schluss, dass die Vermögenspreisentwicklung in einzelnen Euroländern erhöhte Wachsamkeit seitens der makroprudentiellen Regulierung erfordert. Gleichzeitig reagieren die deutschen Banken noch nicht mit einer vermehrten Risikoübernahme, diese ist aber sehr wohl im Schattenbanksektor (Geldmarktfonds, Investmentfonds, Versicherungen und Pensionskassen) zu beobachten, weshalb dieser stärker beaufsichtigt und reguliert werden sollte. Die Frage wie stark Geldpolitik auch makroprudentielle Erwägungen miteinbeziehen sollte wird in der Forschung und in internationalen Organisationen derzeit stark diskutiert, und ultimativ ob Finanzmarktstabilität als zusätzliches Mandat von Zentralbanken festgeschrieben werden sollte. Im Euroraum ist Finanzmarktstabilität nicht als Mandat festgeschrieben und Preisstabilität nach wie vor das oberste Ziel der Geldpolitik, wobei die EZB laut eigener Aussage die Kreditmärkte und Finanzmarktungleichgewichte zumindest beobachtet[20]. Außerdem liegt die makroprudentielle Aufsicht zum Teil in der Zuständigkeit der nationalen Behörden, weshalb Stiglitz (2016) fordert, diese komplett der EZB zu unterstellen damit sie optimal als Steuerungstools eingesetzt werden können.

4.3. Politökonomische Aspekte der EZB (Krisen-)Politik

Auch wenn dies nicht direkt als eine unkonventionelle geldpolitische Maßnahme gesehen werden kann, griff die EZB im Zuge der Krise vielfach in Politikbereiche von Mitgliedsländern ein, die nicht unter dem Mandat der EZB stehen. Hierbei ist insbesondere der Druck zu Austerität und

[18] Siehe den Jahresbericht 2016: https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ar2016.en.html#IDofChapter1_2_1_Box5 und eine kürzlich gehaltene Rede des EZB-Vizepräsidenten: http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170822.en.html
[19] Siehe https://www.boeckler.de/pdf/p_imk_report_107_2015.pdf
[20] Siehe http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160831.en.html

Strukturreformen zu nennen, den die EZB besonders auf die Krisenländer ausübte.[21] Diese Einmischung in Politikbereiche außerhalb des EZB-Mandats gipfelte in der Beteiligung der EZB an der Troika. Damit wurde von der EZB Politik gestaltet, die weder im engeren noch im weiteren Sinn etwas mit Geldpolitik zu tun hat, und somit in Bereiche eingegriffen, die – aus gutem Grund – demokratisch gewählten Regierungen unterstellt sind. Die Einmischung in Fiskal- und Strukturpolitik durch die EZB verschärfte außerdem über die geforderten einnahmenseitigen Fiskalkürzungen und flexibleren Arbeitsmärkte zusätzlich noch die ökonomische Ungleichheit.

5. Mögliche Lösungsansätze

Nachdem die Wirkung sowie die Nebenwirkungen der unkonventionellen Maßnahmen diskutiert wurden, die eingeführt wurden nachdem die konventionelle Geldpolitik an ihre Grenze stieß, sollen nun mögliche Lösungsansätze diskutiert werden. Dabei wird unterschieden, ob diese eine Änderung der europäischen Verträge notwendig machen.

5.1. „Quick fixes“ ohne Änderung der europäischen Verträge

In einem vielbeachteten Artikel rief der damalige Chefökonom des Internationalen Währungsfonds, Oliver Blanchard, dazu auf, ein höheres Inflationsziel als 2 Prozent zu verfolgen.[22] Dies würde der konventionellen Geldpolitik bei desinflationären Schocks mehr Spielraum schaffen um diese zu bekämpfen und somit unkonventionelle Maßnahmen weniger notwendig machen. Des Weiteren sollten laut diesem Vorschlag Zentralbanken, sobald sie in die Nähe von Deflation kommen, die Möglichkeiten haben diese so stark wie möglich zu bekämpfen und somit notfalls eine höhere Inflationsrate in Kauf nehmen.

Eine höhere Inflationsrate würde in der Tat die Notwendigkeit von unkonventionellen Maßnahmen verringern und somit auch die in Punkt 4.2. genannten Nebenwirkungen minimieren. Gleichzeitig gelten die in Punkt 4.1. genannten Kritikpunkte am Inflation Targeting auch für ein höheres Inflationsziel, nämlich dass der alleinige Fokus auf Inflation die Konjunkturentwicklung und den Arbeitsmarkt zu wenig beachtet. Auf der anderen Seite wäre eine Änderung des Inflationsziels relativ einfach möglich, da das Ziel vom EZB-Rat festgelegt wird, der in einer einfachen Mehrheit die Entscheidungen trifft.

Transparency International veröffentlichte 2017 einen Report zur Transparenz und Verantwortung bzw. Rechenschaft der EZB. Dieser Report wurde in Kooperation mit der EZB verfasst, die Transparency International Einsicht in Arbeitsprozesse und Interviews mit unterschiedlichen Abteilungen gewährte.[23] Was den Punkt 4.3., nämlich die Einmischung in andere Politikbereiche und

[21] Siehe etwa den Brief, den der ehemalige Präsident Trichet gemeinsam mit Draghi 2011 an die italienische Regierung schickte: http://www.reuters.com/article/us-italy-ecb/trichets-letter-to-rome-published-urged-cuts-idUSTRE78S4MK20110929
[22] Siehe https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1003.pdf
[23] Der gesamte Report kann unter http://transparency.eu/wp-content/uploads/2017/03/TI-EU_ECB_Report_DIGITAL.pdf abgerufen werden.

die Mitarbeit in der Troika betrifft, so findet sich im genannten Report eine klare Ablehnung dieser Praxis:

> The ECB should no longer play a substantive role in the Troika and should have no formal role in the negotiation and monitoring of the conditions for receiving 'bailout' funds. This is at odds with its narrow mandate and the fact that it is responsible for the monetary policy of the country under surveillance.

Außerdem heißt es:

> To avoid mission-creep and secure political backing, the ECB should seek an agreement with the European Parliament and Eurogroup that outlines the political approval procedures for measures that go beyond its mandate but could help avert or contain a crisis.

Die Vermeidung von Einmischung in andere Zuständigkeitsbereiche, sowie ein Befolgen der Empfehlungen von Transparency International sind ebenfalls Änderungen, die die EZB selbst herbeiführen könnte.

5.2. Grundlegende Änderungen der europäischen Geldpolitik

Grundlegendere Änderungen in der europäischen Geldpolitik bedeuten, dass die in der Einleitung erwähnten Artikel des Vertrags von Lissabon geändert werden müssten.

Eine mögliche Änderung wäre eine Neudefinition des EZB-Mandats, weg von der einseitigen Inflationssteuerung hin zu etwa einem dualen Mandat (Inflation und Wachstum/Arbeitsmarkt) oder einem dreifachen Mandat (Inflation, Wachstum/Arbeitsmarkt und Finanzmarktstabilität). Damit könnten höhere Inflationsraten in Kauf genommen werden, wenn die gesamtwirtschaftliche Entwicklung dies notwendig macht. In Hinblick auf die Kritik am Inflation Targeting in Punkt 4.1. würde ein erweitertes Mandat den Fokus weg von Preisstabilität zum Gemeinwohl hin richten. Auf der anderen Seite könnten auch unter einem erweiterten Mandat in der Zukunft unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen notwendig werden und somit bleibt die Kritik an den Nebenwirkungen in Punkt 4.2. auch im Fall eines erweiterten Mandats aufrecht.

In Hinblick auf die sich ausdehnenden Zuständigkeitsbereiche der EZB (Zentrale Bankenaufsicht für signifikante Großbanken seit November 2014, Mitarbeit in der Troika und Einmischung in andere Politikbereiche, potenziell makroprudentielle Aufsicht) sollte es zumindest hinterfragt werden, ob die Unabhängigkeit der EZB von nationalen Regierungen/Parlamenten und anderen europäischen Institutionen immer noch die beste Wahl ist. Je mehr die EZB in Bereiche eingreift, die über die traditionelle Geldpolitik hinausgehen, desto wichtiger ist eine demokratische Legitimation der Institution. Dies gilt auch für den Fall einer Änderung des Mandats, da ein Mandat mit mehreren gleichgeordneten Zielen in bestimmten Fällen Zielkonflikte herbeirufen würde, die ebenfalls demokratisch gelöst werden sollten.

Falls trotz einer Änderung des Mandates in Zukunft unkonventionelle Maßnahmen notwendig sein sollten, bzw falls auch in Hinblick auf konventionelle Maßnahmen das operationelle Framework der EZB geändert werden sollte, gibt es die Möglichkeit direkte Staatsfinanzierung zuzulassen, sowohl in konventionellen, aber insbesondere auch in unkonventionellen Zeiten. Dies würde die Abhängigkeit der EZB von Banken bzw. vom Sekundärmarkt für Staatsanleihen verringern. Gleichzeitig bedeutet dies, dass die Staaten das von der EZB aufgenommene Geld notwendigerweise investieren müssten, damit der gewünschte Effekt in der Realwirtschaft und am Arbeitsmarkt ankommt. So könnten etwa EZB-Darlehen oder EZB-Anleihen an bestimmte Ziele oder Projekte geknüpft werden, wie etwa Investitionen in gemeinnützigen Wohnbau oder Transportinfrastruktur. Damit könnte sichergestellt werden, dass die Nebenwirkungen aus Punkt 4.2. ausbleiben, indem in Projekte investiert wird, die der Ungleichheit entgegenstehen und keine erneuten Finanzmarktspekulationen verursachen.