

Anti-Krisenpolitik: die Europäische Zentralbank im Kreuzfeuer der deutschen Öffentlichkeit

Adalbert Winkler¹

Auf einen Blick

Die Entscheidung der EZB, unkonventionelle Maßnahmen zu ergreifen, wie z. B. einen negativen Zinssatz für Einlagen von Geschäftsbanken bei der Zentralbank, ist in der deutschen Öffentlichkeit zum Teil heftig kritisiert worden. Die kritische Einstellung gegenüber der EZB ist nicht neu, sondern kennzeichnet die Mehrheitsposition von geldpolitischen Fachleuten seit vielen Jahren, obwohl die EZB ihrem Mandat, Preisniveaustabilität zu sichern, in hervorragender Weise nachgekommen ist. Die Kritik beruht auf der falschen Anwendung einer bestimmten ökonomischen Theorie, nicht nur in Europa. In Europa hat sie aber auch grundsätzliche politische Auswirkungen, weil sie – zu Unrecht – das Vertrauen in die europäische Institution EZB und damit ein Herzstück der europäischen Integration untergräbt.

Mediales Trommelfeuer gegen die EZB ...

Ende Mai war es mal wieder so weit. Eine Woche vor der Ratssitzung am 5. Juni, auf der die Europäische Zentralbank (EZB) weitere unkonventionelle Maßnahmen beschloss, begann in der deutschen Medienwelt das „Wettern“ gegen die europäische Geldpolitik. So wurde der EZB vorgeworfen, keine Geldpolitik, sondern Klientelpolitik zu betreiben. Denn mit der Entscheidung vom 5. Juni würde nicht primär die Deflation bekämpft – dazu seien die Maßnahmen entweder gar nicht in der Lage oder überflüssig –, sondern es solle die Konjunktur in der Euro-Peripherie angekurbelt werden. Und dafür würden natürlich die Deutschen, vornehmlich die Sparer, zahlen, weil die Zinsen noch stärker sinken, und die Inflationsrate eventuell doch steigt. Entsprechend negativ fiel auch das Echo nach dem Beschluss aus, der unter anderem einen negativen Zins für Einlagen von Banken bei der Zentralbank vorsieht. Die EZB habe „geldpolitische Hemmungen“ fallengelassen und setze damit die Politik fort, die Grenzen ihres Mandats zu testen und gelegentlich zu überschreiten.

... trotz anhaltender Wahrnehmung des Mandats „Preisniveaustabilität“

Übersehen wird hierbei, dass diese Position von den Fakten nicht gedeckt wird. Dies lässt sich einfach zeigen, weil die Kritik an der Anti-Krisenpolitik der EZB und der Vorwurf, die europäischen Währungshüter

würden gegen ihr Mandat verstoßen, vor allem damit begründet wurden, dass die Anti-Krisenpolitik zu Inflation führen wird. Dieser Vorwurf war verständlich, weil er sich auf eine anerkannte Theorie stützt. Danach führt eine Ausweitung der Zentralbankgeldmenge zur Inflation, weil es einen direkten Zusammenhang zwischen Zentralbankgeldmenge und Geldmenge sowie zwischen Geldmenge und Inflation gibt. In den Jahren 2011/2012 wurde die Zentralbankgeldmenge als Folge der Anti-Krisenpolitik in der Tat massiv ausgeweitet. Da das Mandat der EZB eindeutig ist, nämlich die Wahrung von Preisniveaustabilität, definiert als Inflationsrate knapp unter zwei Prozent p. a., schien es daher richtig, Inflation vorherzusagen. Das Problem dieser Theorie ist nur, dass sie von der Realität Monat für Monat, Jahr um Jahr widerlegt wurde. Die Inflation ist im Euroraum unter Schwankungen um die zwei Prozent stabil geblieben. Von Mitte 2013 bis Mitte 2014 wies sie sogar eine klar fallende Tendenz in Richtung Deflation auf.

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

EZB-Kritiker: Inflation nur aufgeschoben ...

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

nicht wieder rückgängig machen, weil es ihr ja nicht um Geldpolitik, sondern darum gehe, „noch mehr Geld nach Südeuropa zu schicken“. Auch dieser Vorwurf wird von den Fakten widerlegt. Denn seit sich die Krisenangst gelegt hat – also seit der Ankündigung des OMT-Programms im Juli 2012 – ist die Zentralbankgeldmenge deutlich gesunken. Dabei musste die EZB das Geld gar nicht aktiv einsammeln, weil bei wachsendem Vertrauen die Nachfrage nach Zentralbankgeld automatisch abnimmt. Haushalte, Unternehmen und Banken kaufen wieder jene italienische und spanische Staatsschuldtitle, leihen irischen und portugiesischen Banken wieder Geld, nachdem sie 2011/2012 Staatsschuldtitle und Einlagen bei Banken an die EZB verkauft und gegen Zentralbankgeld eingetauscht hatten. Die Liquiditätsbereitstellung „wie in Kriegzeiten“, wie es der ehemalige Bundesbankpräsident Schlesinger 2012 formulierte, hatte daher keinen Inflationseffekt.

... längst da ... und wird gar zur Hyperinflation

Auch dieser Einwand kann die Kritiker nicht beruhigen, denn die Inflation ist aus ihrer Sicht längst da, sie äußert sich nur in anderer Form, nämlich in einem Anstieg der Vermögenspreise, also von Aktien oder Immobilien. Diese Inflation sei aber besonders gefährlich, weil sie womöglich mit Finanzsysteminstabilität einhergeht. Selbst wenn dies richtig wäre: Laut Gesetz ist das primäre Ziel der EZB Preisniveau- und nicht Finanzsystemstabilität. Zudem gibt es andere Politiken und Instrumente, Finanzsystemstabilitätsrisiken entgegenzuwirken. Andere Kritiker vertreten die Ketch-up-Theorie der Inflation. So wie immer stärkeres Drücken auf die Ketch-up-Flasche zu einem plötzlichen Entladen des Inhalts führt (nachdem zuvor kein Tropfen herauskam), würde die immer expansiver werdende Geldpolitik zunächst von Preisniveaustabilität begleitet, die dann plötzlich in eine Hyperinflation umschlagen kann. Weil sie nie widerlegt werden kann, ist der Gehalt der Ketch-up-Theorie allerdings so hoch wie der der Behauptung: „Kräht der Hahn auf dem Mist, ändert sich das Wetter, oder es bleibt, wie es ist.“

Deflation? Neue Argumente gegen die Anti-Krisenpolitik der EZB

Das Ausbleiben von Inflation hat die Kritiker nicht zum Überdenken ihrer Position gebracht. Im Gegenteil, mit der gleichen Vehemenz, mit der in den

Jahren 2010 bis 2013 Inflation vorhergesagt wurde, wird nun prognostiziert, dass die Deflationsrisiken gering seien, so dass kein Handlungsbedarf bestehe. Die EZB hätte daher durch die Periode niedriger Inflation „hindurchschauen“ sollen. Übersehen wird dabei, dass Ende 2010/Mitte 2011, als die Inflationsrate kurzfristig auf bis zu drei Prozent stieg, keiner der EZB-Kritiker für ein „Hindurchschauen“ der höheren Inflation plädierte. Vielmehr wurde die EZB, die damals den Leitzins zweimal erhöhte, aufgefordert zu handeln.

Ein weiteres Argument, das gegen die neue Phase der Anti-Krisenpolitik der EZB angeführt wird, lautet, dass die Geldpolitik überfordert sei, d.h. die niedrige Inflationsrate gar nicht bekämpfen kann. Würde man dieses Argument ernst nehmen, wäre die theoretische Grundlage für die seit 40 Jahren praktizierte Rollenverteilung in der Makropolitik sowie für die Unabhängigkeit einer Zentralbank entfallen. Denn sie besteht gerade darin, dass Geldpolitik auf die mittlere und längere Frist nichts anderes kann als Preisniveaustabilität zu sichern. Richtig ist: Unter den derzeitigen Bedingungen fällt es der Geldpolitik schwerer als vor 2008, ihr Ziel zu erreichen, weil der monetäre Transmissionsmechanismus nur unter Einschränkungen funktioniert. Daraus kann aber nicht der Schluss gezogen werden, die Zielerreichung einzustellen. Die Polizei stellt ihre Arbeit auch nicht ein, wenn die Aufklärung eines Mordes z.B. mangels Fingerabdrücken schwieriger wird als üblich. Manchmal werden sogar Instrumente mit erheblichen negativen Nebenwirkungen, z.B. ein massenhafter DNA-Test, in Kauf genommen, um den Täter zu ermitteln. Genauso abwegig ist es, der Geldpolitik zu empfehlen, ihre Ziele aufzugeben, nur weil sie schwer zu erreichen sind. Im Gegenteil: Gerade wenn es schwer ist, muss die Geldpolitik klarstellen, dass sie ihr Ziel erreichen wird, um ihre Glaubwürdigkeit zu sichern. Dies gilt für Inflation und Deflation.

Geldpolitischer Diskurs und europapolitische Debatte

Aber ist das denn so wichtig, wenn die geldpolitische Diskussion in Deutschland so einseitig verläuft? Ist das nicht eine Diskussion unter geldpolitischen Fachleuten, die sonst niemand interessiert und daher keine weiteren Auswirkungen hat? Dies wäre vielleicht der Fall, wenn es weiterhin eine nationale Geldpolitik gäbe, also die D-Mark mit der Bundesbank als geldpolitischer Instanz. Wir haben aber eine europäische Geldpolitik. Und damit wird

der geldtheoretische Diskurs zum Politikum, weil der Öffentlichkeit suggeriert wird, dass diese geldpolitische Debatte nur wegen des Euros geführt werden muss. Wenn es noch die D-Mark gäbe, wären wir noch in der guten alten Zeit, in der es keinen „Falschmünzer“ namens Draghi aus Italien gab, der uns (Hyper-)Inflationsrisiken, niedrige Nominal- und negative Realzinsen, also die angebliche Enteignung der Sparer, sowie Verteilungseffekte der Geldpolitik aufbürdet. Es war, nicht nur, aber eben auch diese These, die zur Geburt der „Alternative für Deutschland“ beigetragen und ihr bei der Europawahl sieben Prozent der Stimmen eingebracht hat.

Anti-Krisenpolitik der EZB im internationalen Vergleich

Der Vorwurf, der geldpolitische Kurs der vergangenen Jahre sei eine Konsequenz der Währungsunion, lässt sich jedoch ebenso leicht widerlegen wie der Vorwurf, die EZB würde nicht ihrem Mandat nachkommen. Die USA, Großbritannien, Japan, die Schweiz und Dänemark sind bekanntermaßen nicht Mitglied des Euroraums. Trotzdem werden sie von der gleichen geldpolitischen Situation gekennzeichnet. Dies bedeutet, dass die EZB-Politik und die Debatte über den richtigen geldpolitischen Kurs keine europäische Besonderheit, sondern die globale Regel darstellen. Wenn dem aber so ist, können die Ursachen für Politik und Debatte nicht in der „Eurokrise“ oder im wirtschaftspolitischen Fehlverhalten der Euro-Krisenländer liegen. Denn die USA und England haben keine „Krisenstaaten“, die ihre Zentralbanken „nötigen“, ihnen Kredit zu geben. Und weder die Federal Reserve noch die Bank of England betreiben ihre Politik, um den „Anreiz für Reformen“ schwächen zu wollen.

Dennoch: Man kann behaupten, die Bundesbank hätte eine ganz andere Politik gestaltet, wenn es die D-Mark noch gäbe. Aber alles spricht dafür, dass sie dies nur um den Preis einer Aufgabe des Ziels Preisniveaustabilität hätte tun können. Denn die Federal Reserve, die Bank of England und die Bank of Japan haben Staatsschuldtitel des eigenen Landes – die Schweizer Nationalbank, über den massiven Ankauf von Währungsreserven, die Staatsschuldtitel anderer Länder – nicht gekauft, um die Refinanzierungskosten von Finanzministern zu drücken, sondern um ihrem Mandat Preisniveaustabilität erfolgreich nachzukommen. Auch die dänische Notenbank hat negative Einlagenzinsen nicht beschlossen, um Banken und Sparer zu strafen, sondern um ein geldpolitisches Ziel – hier: einen festen Wechselkurs – zu

erreichen. Vorausgesetzt, die Bundesbank hätte sich an ihr Mandat gehalten – und daran kann es keinen vernünftigen Zweifel geben – dann hätte sie in den letzten Jahren das Zinsniveau ebenfalls auf praktisch Null geführt und unkonventionelle Maßnahmen beschlossen.

Die Besonderheit der Eurozone besteht daher allein darin, dass sich hier Staaten zu einer Währungsunion zusammengetan haben, die diese Anti-Krisenpolitik gemeinsam gestalten und vertreten müssen. Jede Form der Anti-Krisenpolitik weist jedoch Haftungs- und Verteilungsrisiken auf, die in „normalen Zeiten“ zumindest in dieser Form und Dimension nicht auftreten. So wären für die Bundesbürger in der globalen Finanzkrise selbst dann Haftungsrisiken entstanden, die denen aus den Eurosystem-TARGET-Salden geähnelt hätten, wenn es die D-Mark noch gegeben hätte. Denn als z.B. die Hypo Real Estate in Schieflage geriet, stellte die Bundesbank der Bank massiv Liquidität zur Verfügung, ohne dass es dafür einen entsprechenden Parlamentsbeschluss gab.

Pro und Contra Euro ist von Pro und Contra Anti-Krisenpolitik der EZB strikt zu unterscheiden

Dass die Anti-Krisenpolitik der EZB internationalen Standards folgt, heißt nicht, dass man nicht gegen den Euro sein kann. Man kann durchaus die Haftungsrisiken und Verteilungswirkungen, die durch die Anti-Krisenpolitik in Europa entstanden sind, ablehnen, sei es, weil man diese beim Abschluss des Maastrichter Vertrages nicht gesehen hat, oder weil man schon damals davor warnte, aber nicht gehört wurde. Man kann auch der Meinung sein, dass der Euro ökonomisch von Nachteil ist, weil er ein Anpassungsinstrument, den Wechselkurs, abgeschafft hat, das in Europa vielleicht weiter gebraucht wird. Aber angesichts der Tatsache, dass die EZB-Politik in ihrer Grundausrichtung mit der anderer westlicher Zentralbanken übereinstimmt, ist zwischen Pro und Contra Euro und Pro und Contra Anti-Krisenpolitik der EZB strikt zu unterscheiden. Denn nur weil die EZB Geldpolitik unter den gegebenen europäischen Bedingungen betreibt, ist sie noch lange nicht Klientel-, sondern immer noch Geldpolitik. Also: Man kann gegen DNA-Tests sein. Damit bleiben sie

aber eine polizeiliche Maßnahme, wenn es darum geht, einen Täter zu überführen. Und schon gar nichts spricht dafür, sie als cleveren Versuch des Staates zu werten, Informationen über das Erbgut seiner Bürger zu erhalten, nur weil sie von Europol und nicht von der Frankfurter Polizei durchgeführt werden.

Es wäre falsch, diese Ausführungen dahingehend zu interpretieren, dass die EZB immer richtig liegen wird, so dass die Inflationsgefahr quasi automatisch gebannt ist. Das ist nicht der Fall. Es kann immer zu geldpolitischen Fehlentscheidungen kommen, die die Inflation über die Zielmarke von zwei Prozent drücken. Dann wird genauso kritisch zu überprüfen sein wie heute, ob die EZB alle Mittel einsetzt, um die Inflation wieder zurückzuführen. Technisch ist sie dazu in der Lage, z. B. über Zinserhöhungen oder eine Erhöhung des Mindestreservesatzes. Falls sie die Instrumente nicht einsetzt, liegt es also am geldpolitischen Willen. In den 15 Jahren ihres Bestehens hat sie aber gezeigt, dass sie diesen Willen hat: Die durchschnittliche Inflationsrate liegt bei 1,99 Prozent, genau beim Zielwert. Es bleibt natürlich jedem unbenommen zu glauben, dass dies in der Zukunft nicht mehr der Fall sein wird. Angesichts des medialen Trommelfeuers, das auf die EZB einprasselt, ist es nicht verwunderlich, wenn immer mehr Mitbürger dies glauben. Allerdings: Dieses Trommelfeuer beruht zu großen Teilen darauf, dass eine spezielle Geldtheorie falsch angewandt wurde und wird. Unter bestimmten Bedingungen ist ein massenhafter DNA-Test nichts anderes als ein Ausspionieren der Bürger; unter anderen Bedingungen der einzige Weg für die Polizei, einen Straftäter zu ermitteln. Wenn aber Medien und Fachleute, die mit der Polizeiarbeit als besonders vertraut gelten, jahrelang davor warnen, dass Bürger ausspioniert werden, und – wenn überhaupt – nur in einem Nebensatz berichten, dass dank der DNA-Tests Straftäter überführt werden, dann sinkt unweigerlich das Vertrauen in die Polizei. Ohne Vertrauen können aber weder Polizei noch Zentralbank ihrer Aufgabe vernünftig nachgehen. Deshalb hat die einseitige geldpolitische Diskussion – selbst wenn dies nicht gewollt ist – Wirkungen, die über den geldtheoretischen Kern weit hinausgehen: Sie zerstört das Vertrauen in die europäische Institution EZB, und damit ein Herzstück der europäischen Integration.

1 Prof. Dr. Adalbert Winkler ist Professor für International and Development Finance an der Frankfurt School of Finance & Management.