

Dietrich Schönwitz

Zur Problematik einer politisierten Europäischen Zentralbank

Im September 2012 hatte EZB-Präsident Draghi angekündigt, dass die Europäische Zentralbank – wenn es notwendig ist – unbegrenzt Staatsanleihen von Krisenstaaten aufkauft, um die Refinanzierung ihrer Staatsschulden zu ermöglichen und ihre Zinsbelastung zu senken. Nach Auffassung des Autors überschreitet die EZB damit ihre Kompetenzen und verlässt die ihr zugewiesene Rolle als geldpolitische Institution. Wenn die EZB aber zunehmend auch fiskalpolitische Aufgaben übernimmt, müsste sie stärker parlamentarisch kontrolliert werden und könnte ihre Unabhängigkeit verlieren. Zur Vermeidung von monetärer Staatsfinanzierung wird vorgeschlagen, künftig Staatsanleihekäufe auch auf dem Sekundärmarkt zu untersagen.

Die dominierenden Zentralbanken der westlichen Welt, ob Federal Reserve in den USA, Bank of England oder Europäische Zentralbank (EZB), haben in mehreren Runden gelockter Geldpolitik in mehrstelligen Milliardenbeträgen Staatsanleihen gekauft.¹ Die konsolidierten Wochenanweise des Eurosystems weisen einen Bestand von Staatsschuldverschreibungen in Höhe von mehr als 200 Mrd. Euro aus. Es handelt sich dabei um Anleihen von Euro-Krisenstaaten, also griechische, spanische und italienische Papiere. EZB-Präsident Mario Draghi hat im September 2012 angekündigt, alles Erforderliche zu tun, um den Euro zu bewahren. Der EZB-Rat hat danach die Modalitäten weiterer Ankäufe von Staatspapieren im Rahmen von geldpolitischen Outright-Geschäften (Outright Monetary Transactions – OMT) bekannt gegeben, ohne eine mengenmäßige Begrenzung der Ankäufe festzulegen.²

Fiskalpolitische Einbindung der Notenbank

Damit wurde ein drastischer Kurswechsel in der europäischen Geldpolitik vollzogen. Vor dieser Zäsur war die Geldpolitik der EZB noch durch das klar definierte Ziel Preisstabilität bestimmt. Die EZB war in dieser gegenüber der Fiskal- und Wirtschaftspolitik begrenzten Rollenzuweisung demokratisch als von politischem Einfluss unabhängige Institution legitimiert. Es galt das schon in der Deutschen Bundesbank vor der Europäischen Währungsunion gültige Paradigma, dass mittelfristig gewährleistete

Preisstabilität ein solides Fundament für Wachstum und Beschäftigung ist.

Hatte die EZB in der Krise vor allem durch mehrjährige Bereitstellung von Zentralbankgeld für das Bankensystem, Käufe von gedeckten Schuldverschreibungen und dosierte Staatsanleihekäufe gerade noch innerhalb ihres Mandats bereits neue Wege beschritten, so wurde nach der Zäsur die Selbstbeschränkung in der traditionellen Rollenwahrnehmung endgültig aufgekündigt. Auch die dosierten Staatsanleihekäufe ab der ersten Jahreshälfte 2010 waren im EZB-Rat nicht unumstritten und wurden als Einfallstor für Weiteres kritisiert, was wohl in den Rücktritten von Axel Weber, früherer Bundesbankpräsident, und später von Jürgen Stark, Chefvolkswirt der EZB, seinen Ausdruck fand.

Im weiteren Verlauf der Krise ist die EZB dann gegen die Stimme der Bundesbank im EZB-Rat faktisch zur Erfüllungsgehilfen der Fiskalpolitik geworden, indem sie zur Sicherung des Euro unbegrenzte Unterstützung signalisiert hat. Untermauert wird dieser Befund durch folgende Aspekte:

1. Die Konditionalität des Anleiheankaufsprogramms, d.h. der Anspruch, dass Anleihen der Krisenländer nur dann gekauft werden, wenn sie Reformaufgaben erfüllen, ist eine Einbindung in eine fiskalpolitische Zielsetzung. Sie belegt, dass die strikte Trennung von Geld- und Fiskalpolitik zu Gunsten einer Schnittmenge aufgegeben wurde, die nach den bisherigen Erfahrungen einem Erweiterungsdruck ausgehend von Frankreich und den Südstaaten der Eurozone ausgesetzt sein wird. Frankreich hat ohnehin in den Krisengipfeln der vergangenen Jahre die Einbindung der sogenann-

1 Vgl. auch A. Uhlig: Kritik an „ultralockerer“ Geldpolitik wächst, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 38, 2012, S. 13 f.; sowie H.-W. Sinn: Die Target Falle, München 2012, S. 135 ff.

2 Vgl. Pressemitteilung der Europäischen Zentralbank: Technische Merkmale der geldpolitischen Outright-Geschäfte, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 39, 2012, S. 28.

Dr. Dietrich Schönwitz ist Honorarprofessor und war Rektor der Hochschule der Deutschen Bundesbank (University of Applied Sciences), Hachenburg.

ten „Technokraten der EZB“ in eine europäische Wirtschaftsregierung angestrebt. Hinzu kommt, dass die konkrete Ausgestaltung von Reformauflagen letztlich nicht durch die EZB verantwortet wird, so dass eine Abschwächung der staatlichen Auflagen nach bereits erfolgten Anleihekäufen nicht auszuschließen ist. Der EZB entstünde aus dieser fremdbestimmten Veränderung der Geschäftsgrundlage für OMT-Käufe ein Glaubwürdigkeitsproblem.

2. Die Befürworter der Programme weisen zwar darauf hin, dass die Anleihekäufe auf dem Sekundärmarkt bereits gehandelter Staatsanleihen vorgesehen sind und es sich deshalb nicht um eine verbotene monetäre Staatsfinanzierung durch den Erwerb direkt vom Emittenten (Primärmarkt) handelt. Dieses Argument verliert allerdings an Überzeugungskraft, denn empirisch ist eine Tendenz festzustellen, dass Krisenstaaten sich immer kurzfristiger finanzieren und mit kürzeren Handelsfristen die Unterscheidung von Sekundärmarkt und Primärmarkt an Trennschärfe verliert.³ Die EZB hat zudem erklärt, dass sich ihr Programm nur auf Staatsanleihen mit kurzen Laufzeiten von einem Jahr bis zu drei Jahren beziehen wird. Dadurch entstehen für die Staaten weitere Anreize, ihre Schulden kurzfristig zu finanzieren.
3. Wenn es sich um rein geldpolitische Operationen handeln würde, müssten auch Verkäufe von Staatsanleihen aus dem Bestand denkbar sein. Durch den Wechsel von Erwerb (Liquiditätsbereitstellung) und Verkauf von Anleihen (Liquiditätsentzug) können Zentralbanken eine Glättung von Zinsschwankungen am Geldmarkt erreichen. „Daher lässt sich schlussfolgern, dass es einer Zentralbank weniger um kurzfristige Zinsglättung als vielmehr um monetäre Staatsfinanzierung geht, wenn ein Aufwärtstrend bei ihren Anleihebeständen zu beobachten ist.“⁴ Diese Schlussfolgerung wird für die EZB dadurch bestätigt, dass die Schuldtitel des OMT-

Programms wie die schon erworbenen Anleihen als „held-to-maturity“-Wertpapiere gebucht und bis zum Ende der Laufzeit gehalten werden sollen.

4. Als Beleg für den nach wie vor hohen Stellenwert des geldpolitischen Zieles Preisstabilität dient, dass die Liquiditätswirkung der Anleiheankäufe durch liquiditätsentziehende Operationen sterilisiert werden soll. Dieses Argument überzeugt solange nicht, wie sich die Liquiditätsbereitstellung und damit ein möglicher Konflikt mit dem Ziel der Preisstabilität über Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit Vollzuteilung vollziehen kann. Dabei können sich die Banken im Rahmen verfügbarer Sicherheiten, deren Standards gesenkt wurden, unbegrenzt Zentralbankgeld beschaffen.

Modernität versus Bundesbankposition

All das wird von Vertretern der EZB anders eingeordnet. Sie vertreten die Auffassung, dass die Transaktionen die Transmission der Geldpolitik gewährleisten, da die derzeitigen Renditen bestimmter Staatspapiere die Fundamentaldaten nicht widerspiegeln und zudem zu wachstumshemmend hohen Zinsen führen würden. Die EZB handele als „moderne Notenbank im 21. Jahrhundert“⁵ bei niedrigen Inflationserwartungen innerhalb des Mandats zur Preisstabilität, meint Jörg Asmussen, Mitglied des Direktoriums der EZB. Darauf habe auch der EZB-Präsident bei der Ankündigung des Anleiheankaufsprogramms hingewiesen.

Angesichts der aufgezeigten fiskalpolitischen Einbindung ist der Verweis auf Mängel in der geldpolitischen Transmission als Anlass für Interventionen auf dem Sekundärmarkt für Staatsanleihen wenig überzeugend. Das Etikett „modern“ könnte demgegenüber signalisieren, dass das was bisher als Rollenzuweisung einer unabhängigen Notenbank galt, als nicht mehr „modern“ begriffen wird. Indirekt klingt darin eine Kritik an der geld- und fiskalpolitischen Position der Bundesbank an, die bestrebt ist, auch in der Krise die beiden Politikspären strikt zu trennen. Um ihren Standpunkt zu erklären, sollten die EZB-Vertreter offene Kommunikationspolitik betreiben und in einem Grundsatzbeitrag die Aufgaben der „modernen“ EZB im 21. Jahrhundert umreißen. Das ist ohnehin überfällig, da im Zuge der Krise, die zu Beginn im Jahr 2007 zunächst allein eine Finanzmarktkrise war, das Ziel Finanzmarktstabilität stärker in das Blickfeld gerückt ist. Hinzu kommt, dass der EZB die Aufgabe der Bankenaufsicht im Euroraum übertragen wurde.

3 Vgl. dazu und zum Folgenden M. J. M. Neumann: Auch Käufe am Sekundärmarkt sind Staatsfinanzierung, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 43, 2012, S. 10 ff., S. 11.

4 Ebenda.

5 Griechenland hat Beachtliches geleistet, Interview mit Jörg Asmussen, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 1, 2013, S. 12 f., S. 13.

Selbst wenn der Kurswechsel der EZB bereits im Ankündigungseffekt auf die Finanzmärkte beruhigend gewirkt hat, ist das davon ausgehende Signal längerfristig fatal: „Die Geldpolitik wird schon einspringen.“ Der Glaube, eine solche entgrenzte Geldpolitik nach eigenständiger Entscheidung konsequent beenden zu können, wenn die geforderte Konditionalität nicht eingehalten werden sollte, ist nicht nahe bei den politischen Realitäten. Die EZB würde dann gegen den zu erwartenden Widerstand der Problemstaaten vom Krisenhelfer zum Krisenverschärfer werden.

Kurswechsel gefährdet Ursachentherapie und birgt Inflationspotenzial

Die Politik wird durch den geldpolitischen Kurswechsel somit in ihrer nach aller historischen Erfahrung ohnehin bestehenden Neigung begünstigt, über die Notenbank Zeit zu kaufen und die vermeintliche Problemlösung erst einmal in Mitteln der Notenpresse zu suchen. Oder, wie Bundesbankpräsident Jens Weidmann es formulierte: „Es besteht die Gefahr, dass die Notenbankfinanzierung einen bequemen Weg eröffnet, der die Ursachentherapie unwahrscheinlicher macht.“⁶

Probleme mangelnder Wettbewerbsfähigkeit, staatlicher Misswirtschaft und struktureller Arbeitslosigkeit werden jedoch nicht mit mehr Geld von der Notenbank gelöst. Vielmehr würde Inflationspotenzial aufgebaut. Das erinnert an eine gescheiterte wirtschaftspolitische Konzeption der 1970er Jahre. Danach glaubten die Entscheidungsträger durch eine gelockerte Geld- und Wirtschaftspolitik mehr Beschäftigung und Wachstum erzielen zu können. Dieser Zusammenhang wurde in der „Phillips-Kurve“ beschrieben. Der vermutete Zielkonflikt zwischen Geldwertstabilität und Vollbeschäftigung konnte allerdings empirisch nicht untermauert werden: In vielen Ländern waren statt eines „trade off“ höhere Inflationsraten und höhere Arbeitslosenzahlen zu beobachten. Insofern ist es verwunderlich, dass es wieder Stimmen gibt, die in Zeiten der wirtschaftlichen Schwäche und bestehender Arbeitslosigkeit in Europa eine Anhebung der tolerierbaren Inflationsrate empfehlen. So wurde zum Beispiel von Olivier Blanchard, Chefvolkswirt des Internationalen Währungsfonds, vorgeschlagen, dass die Notenbanken ihrer geldpolitischen Strategie höhere Inflationsziele zugrundelegen sollten, um in Krisenzeiten mehr Handlungsmöglichkeiten zu haben.⁷

6 Zitiert nach A. Ettl, S. Jost: Retter auf Lebenszeit, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 3, 2013, S. 10 f., S. 11.

7 Vgl. J. Weidmann: Walter Eucken Vorlesung – Krisenmanagement und Ordnungspolitik, in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 8, 2013, S. 3 ff. und 7.

Nichthandeln war keine Option, als sich die Krise im Sommer 2012 zuspitzte. Aber die Einbindung der EZB war nicht „alternativlos“. Für Nothilfen im Euroraum gibt es mit der Europäischen Finanzmarktstabilisierungsfazilität EFSF und dem Europäischen Stabilitätsmechanismus ESM andere Einrichtungen des Krisenmanagements. Auch der vom Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bereits im Herbst 2011 vorgeschlagene Schuldentilgungspakt zielte auf eine nachhaltige Beruhigung der Finanzmarktakteure. Nach diesem Vorschlag sollten die über das Maastricht-Kriterium von 60% des BIP hinausgehenden Staatsschulden der Euroländer in einen Fonds eingebracht werden, der durch die Ausgabe gemeinsam garantierter Anleihen refinanziert und über 25 Jahre getilgt werden sollte. Die Länder sollten als Voraussetzung verbindliche Schuldentilgungspläne aufstellen und sich auf Regeln zur Einhaltung der Haushaltsdisziplin einigen.⁸ Kritisiert wurde dieser Vorschlag wegen der gemeinsamen Haftung für einen Teil der Staatsschulden. Staatsanleihekäufe durch die EZB sind jedoch ebenfalls eine Art von Vergemeinschaftung von Schulden. Wenn ein Schuldenschnitt auf Staatsanleihen auch bei der EZB unausweichlich wäre, würden Regierungen und letztlich die Steuerzahler in der Haftung stehen.

Geldpolitik im Dilemma

Eine Straffung des geldpolitischen Kurses ist bereits bei nachhaltig gestiegenen Inflationserwartungen und nicht erst bei schon eingetretenen inflationären Tendenzen angezeigt. Unabhängig davon, ob eine Notenbank bei Nichteinhaltung der Konditionalität tatsächlich Handlungsmöglichkeiten hat, ihr bleibt generell die Rückkehr zu einer solchen restriktiveren Geldpolitik mit höherem Realzinsniveau erschwert, wenn sie sich erst einmal auf finanzpolitische Handlungsinstrumente eingelassen hat. Zum einen würde ein restriktiver geldpolitischer Kurs im Euroraum die Finanzierung der Staatsschulden vor allem der noch mindestens bis in die nächste Dekade hinein hoch verschuldeten Peripheriestaaten belasten. Zum anderen wären auch in der Krise als bonitätsmäßig solide eingestufte Kernländer der Währungsunion betroffen. Ein Zinsanstieg würde zu einem Verfall der Kurse der Staatsanleihen führen, die – wie in Deutschland – zu historisch niedrigen, teilweise sogar negativen Zinsen begeben wurden. Für die Banken, die schon mit der Umsetzung der verschärften Eigenkapital- und Liquiditätsvorschriften von Basel III konfrontiert sind, würde daraus ein erneutes Liquiditätsproblem entstehen. Auch das würde unter dem

8 Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Verantwortung für Europa übernehmen, Jahresgutachten 2011/2012, Wiesbaden 2011, S. 109 ff.

Einfluss der Bankenlobby politischen Gegendruck erzeugen.

Die EZB droht somit in der Krise zu einer Gefangenen ihrer Politik zu werden. Für die Wiedererlangung unabhängiger geldpolitischer Handlungsspielräume macht es allenfalls einen graduellen, jedoch keinen grundsätzlichen Unterschied, ob es bei einer Ankündigung bleibt, oder ob das OMT-Programm tatsächlich umgesetzt wird. Die EZB ist bereits durch ihre Ankündigung gebunden, weil eine Rücknahme der Zusage, Staatsanleihen zu erwerben, den Nährboden für eine erneute Krisenverschärfung schaffen würde.

Und je länger sie als Krisenhelfer – ob angekündigt oder tatsächlich praktiziert – in der Pflicht steht, desto weiter entfernt sich die EZB von dem Leitbild einer unabhängigen, primär der Geldwertstabilität verpflichteten Notenbank. Und je länger sie fiskalpolitische Funktionen ausübt beziehungsweise ausüben könnte, desto nachhaltiger wird der Ruf nach parlamentarischer Kontrolle und damit nach legislativer Einschränkung ihrer Unabhängigkeit werden.

Politisierung durch generelles Verbot von Staatsanleihekäufen beenden

Die Krise wird, auch das lehrt die geschichtliche Erfahrung, irgendwann ihr Ende finden. Dennoch sind erneute Turbulenzen mit anderen Verläufen danach nicht auszuschließen. Carmen Reinhart und Kenneth Rogoff haben das in einer eindrucksvollen empirischen Studie über Jahrhunderte hinweg analysiert. Sie haben, was auch die Finanz- und Staatenkrise der letzten Jahre kennzeichnet, exzessive private und staatliche Verschuldung als gemeinsames Merkmal aller Krisen ausgemacht.⁹ Zu welcher Zeit, zu welchen Kosten, mit welchem Kreis von Euroländern sowie unter Inkaufnahme welcher Preissteigerungsraten diese Krise beendet wird, kann nicht seriös beurteilt werden.

9 Vgl. C. M. Reinhart, K. S. Rogoff: *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton 2009.

Zur nachhaltigen Sicherung der Geldwertstabilität und zur Vermeidung einer monetären Finanzierung staatlicher Schulden ist zu hoffen, dass sich Vorschläge zur Heraufsetzung des Inflationszieles nicht durchsetzen und die europäischen politischen Entscheidungsträger als Lehre aus dem Krisengeschehen zu der Einsicht kommen, dass es besser ist, sich der Verlockung zu entziehen, weiterhin auf eine eingebundene Geldpolitik, auf eine Überfrachtung der EZB mit Aufgaben und Erwartungen¹⁰ zu bauen.

Ein konsequenter, wirkungsvoller Schritt, um der „schleichenden Politisierung“¹¹ der Zentralbank Einhalt zu gebieten, wäre es, der EZB nicht nur die monetäre Staatsfinanzierung durch Anleihekäufe auf dem Primärmarkt zu untersagen, sondern auch Staatsanleihekäufe auf dem Sekundärmarkt durch sie zu unterbinden. Geldpolitisch würde dies keine Einschränkung der Handlungsfähigkeit der Notenbank bedeuten, da eine Glättung der Zinsausschläge auf dem Geldmarkt auch durch die bewährten regulären Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit den Banken erreicht werden kann.

Auch ordnungspolitisch wäre damit viel gewonnen, indem der Grundstein für eine dauerhafte Entflechtung von Geld- und Fiskalpolitik gelegt wird. Die Fiskalpolitiker wären zur Lösung ihrer Probleme wieder primär auf sich gestellt, wovon eine disziplinierende Wirkung ausgehen wird. Wie es schon vor der fiskalpolitischen Einbindung möglich war, schließt das eine in freier Entscheidung des EZB-Rates beschlossene Unterstützung der Wirtschaftspolitik – beispielsweise bei konjunktureller Schwäche durch Leitzinssenkungen – unter Wahrung mittelfristig gewährleisteter Preisstabilität nicht aus. Ordnungspolitisch gesehen stärkt die Entflechtung zudem die Rolle der Parlamente und damit die Verfassung der Demokratie, weil fiskalische Verantwortung mit Risiken für die Bürger nicht mehr durch eine dazu nicht autorisierte Institution wahrgenommen wird.

10 Vgl. auch J. Weidmann: *Sprung nach vorne! Worauf es 2013 ankommt*, in: Deutsche Bundesbank, *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 4, 2013, S. 3 ff., S. 6.

11 Vgl. zu diesem Terminus ebenda.

Title: *Problems of a Politically Integrated European Central Bank*

Abstract: *In September 2012, in order to save the euro, the Governing Council of the European Central Bank (ECB) announced unlimited purchases of crisis-country bonds if necessary (Outright Monetary Transactions). This was a significant change in monetary policy, leading to a controversial integration with fiscal policy and endangering the ECB's independence as well as the preservation of price stability as its primary target. To restore the strict distinction between monetary and fiscal policy and to avoid monetary deficit financing, the author proposes to forbid purchases of government bonds not only on primary but also on secondary financial markets.*

JEL Classification: E52, E58, E62