

Konjunkturschlaglicht

EZB-Mandat: Was kann, was darf die Geldpolitik?

Die akute Krise in der Eurozone hat sich mit dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und der Bereitschaft der Europäischen Zentralbank (EZB) zum unbegrenzten Ankauf von Staatsanleihen zwar leicht entspannt, die konjunkturelle Lage bleibt aber angespannt. In diesem Jahr wird das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) der Eurozone um rund 0,5% zurückgehen, im kommenden Jahr allenfalls leicht zunehmen. Neben den Krisenländern Griechenland und Spanien, deren reales BIP weiter schrumpft, verschlechtern sich nun auch für Deutschland die Aussichten. Der Internationale Währungsfonds (IWF) senkte die Prognose für Deutschland und warnte zugleich vor einer Kreditklemme in der Eurozone: Eine schnelle Bilanzverkürzung bei den Banken könne zu einem Rückgang bei der Kreditvergabe führen.

Vor diesem Hintergrund bleibt eine expansive Geldpolitik der EZB angezeigt. Die Stützung von Vermögenspreisen, insbesondere auf den Anleihemärkten, stellt einen wichtigen Kanal zur Stabilisierung der Finanzmärkte dar. Zwar ist es infolge dieser Politik zu einer starken Ausweitung der Geldbasis gekommen, die Geldmenge M3 dagegen ist nur schwach angestiegen, darunter insbesondere die Kredite an nicht-monetäre Finanzinstitute ohne Staat auf der Entstehungsseite der aggregierten Bilanz des Eurosystems (vgl. Abbildungen 1 und 2). Damit die Banken die zur Verfügung gestellte Liquidität als Kredite an Unternehmen und Haushalte weitergeben, hat die EZB den Einlagezins auf

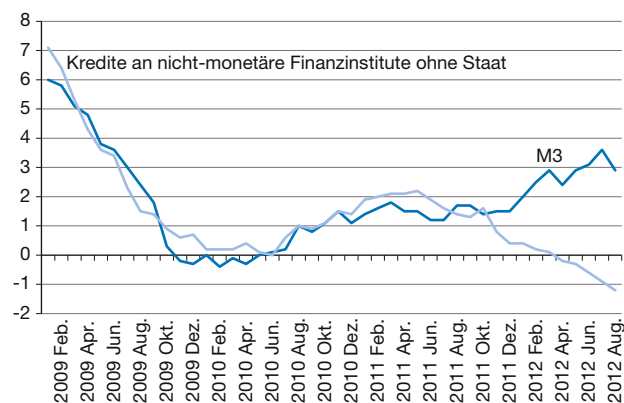
0% gesenkt. Die mittelfristige Inflationsgefahr dürfte trotz der expansiv ausgerichteten Geldpolitik aufgrund der konjunkturellen Lage in der Eurozone und dem entsprechend engen Spielraum für Preis- und Lohnerhöhungen gering sein. Eher bestehen in einigen Krisenländern wegen der Konsolidierungsmaßnahmen und Lohnsenkungen weitere Deflationsrisiken, die von Zentralbanken noch schwieriger zu kontrollieren sind als Inflationsrisiken.

Die EZB kann für die Eurozone nur eine einheitliche Geldpolitik vollziehen. Sie kann Zins und Preisniveau nicht unabhängig voneinander steuern, so dass in der Eurozone unterschiedliche Realzinsen herrschen: sehr niedrige in den stärkeren Ländern, hohe Realzinsen in den Krisenländern. Eine Angleichung kann nur über den Rückgang von Risikoprämien und eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit in den schwächeren Ländern erfolgen. Strukturelle Reformen zum Abbau interner Ungleichgewichte in der Eurozone sind daher unerlässlich. Sie sollten aber angesichts der Rezession nicht allein in Ausgabenkürzungen bestehen, sondern sind sinnvollerweise als Investitionsprogramme auszugestalten.

An der Geldpolitik der EZB hat sich darüber hinaus die Frage entzündet, ob diese noch durch ihr Mandat gedeckt sei. Das Mandat der EZB bezieht sich dabei nicht allein auf das Ziel der Preisniveaustabilität, sondern erstreckt sich auf die Stabilität des Finanzsystems und die Sicherung der Währung. Angesichts der eingeschränkten Handlungsfä-

Abbildung 1
Geldmenge M3

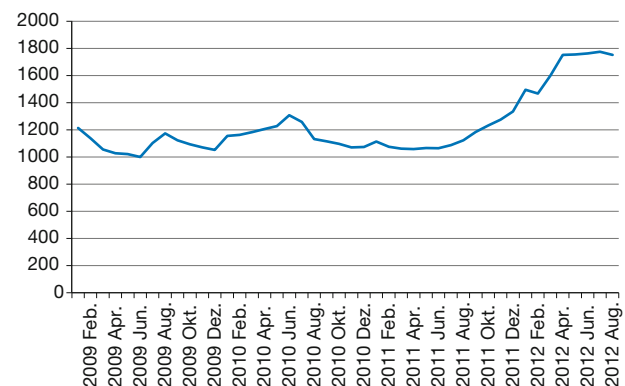
Jährliche Wachstumsrate in %, saisonbereinigt



Quelle: Europäische Zentralbank, 2012.

Abbildung 2
Monetäre Basis

Monatswerte in Mrd. Euro, jeweils zum Ende der Periode, nicht saisonbereinigt



Quelle: Europäische Zentralbank, 2012.

higkeit der Fiskalpolitik in der Eurozone scheint eine befristete Intervention der EZB zur Stabilisierung der akuten Krise durch das Mandat gedeckt.

Zwei grundsätzliche Fragen stellen sich jedoch: Erstens, ob aufgrund der historischen Erfahrung und mit Blick auf die Unabhängigkeit der Geldpolitik Inflation nicht auch heute als Mittel (ebenso wie weitergehende Währungsreformen) der Politik bzw. des Staates angewendet wird, um Ressourcen umzulenken und die Kosten der Krise umzuverteilen. Zweitens, ob Geldpolitik strukturelle Ungleichgewichte überhaupt akkommodieren kann und sollte. Im Moment betreibt die EZB nicht allein eine expansive Geldpolitik mit dem Ziel, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stimulieren; ihre Politik ist quasi-fiskalisch und hat erhebliche Umverteilungs- und Lenkungswirkungen, für die sie durch ihr

Mandat nicht legitimiert ist und die keine dauerhafte Lösung darstellt. Nach der Österreichischen Theorie „bereinigen“ sich in der Krise jene (Über-)Investitionen, die durch eine (zu) expansive Geldpolitik erst finanziert werden konnten. Der Versuch, die Folgen einer zu expansiven Geldpolitik durch eine Fortsetzung dieser Politik überdecken zu können, würde demnach nur zu einer Verzögerung notwendiger Anpassungs- und Reformmaßnahmen führen.

In der derzeitigen Situation ist die Geldpolitik der EZB wohl noch durch ihr Mandat gedeckt. Vor einer permanenten Stabilisierungsfunktion in einer nicht-optimalen Europäischen Währungsunion ist die EZB aber dringend zu schützen.

[Henning Vöpel](mailto:voepel@hwwi.org)
voepel@hwwi.org