

Adalbert Winkler

Geldpolitik aus Sicht der Bundesbank: auf dem Weg zu einem neuen Paradigma?

Nach der EZB-Zinssenkung Anfang November 2013 hat sich Bundesbankpräsident Jens Weidmann mehrfach zu Wort gemeldet, um die Sicht der Bundesbank zum derzeitigen Kurs der Geldpolitik zu erläutern. In seinen Stellungnahmen rechtfertigt er grundsätzlich den derzeit expansiven Kurs der Geldpolitik. Gleichzeitig deutet er aber an, dass Kernelemente des bisher gültigen geldpolitischen Paradigmas, die Orientierung an einem klar definierten Ziel und dessen konsistente Verfolgung – unabhängig von Inflation und Deflation –, in Frage zu stellen sind.

Die EZB-Zinsentscheidung im November 2013 hat in Deutschland ein mediales Trommelfeuer ausgelöst, das auch von einigen Ökonomen unterstützt wird.¹ Darin wird der EZB im- oder explizit vorgeworfen, nicht mehr dem Ziel Preisniveaustabilität, sondern der Unterstützung der Euro-Krisenstaaten verpflichtet zu sein. Dies spiegelt sich auch in einer Umfrage wider, wonach 72% der Deutschen der EZB-Politik misstrauen.² In diesem Umfeld kommt den Ausführungen des Bundesbankpräsidenten³ Jens Weidmann eine große Bedeutung zu.

Weidmann rechtfertigt zunächst grundsätzlich die expansive Geldpolitik der EZB vor dem Hintergrund der niedrigen Inflationsrate und fest verankerter Inflationserwartungen. Dies deutet darauf hin, dass Medienberichte, wonach der Präsident weniger die Entscheidung an sich als vielmehr ihren Zeitpunkt für verfehlt hielt, richtig sind. Entsprechend wäre das von der Mehrheit abweichende Abstimmungsverhalten ein ganz normaler Vorgang. Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, dass es schwierig ist, zu jedem Zeitpunkt die optimale Zinsentscheidung zu treffen. So kann für 2005 argumentiert werden, dass die EZB-Zinserhöhung zu spät kam, während die Erhöhung

gen im Sommer 2008 und im Laufe des Jahres 2011 allein schon deshalb hinterfragt werden können, weil sie bald zurückgenommen werden mussten. Deshalb hat der Bundesbankpräsident recht, wenn er darauf hinweist, dass Diskussionen im EZB-Rat nicht als Schwäche, sondern als Stärke angesehen werden sollten.⁴ Interessant ist allerdings, dass er nicht ausdrücklich feststellt, dass sich die Diskussion auf der November-Sitzung des EZB-Rates allein darauf beschränkt hat, wie die EZB am besten ihrem Mandat gerecht wird. Er nutzt nicht die Gelegenheit, jenen Journalisten, Ökonomen und anderen Beobachtern zu widersprechen, die behaupten, die Mehrheit des EZB-Rates hätte die Zinsentscheidung gar nicht mit Blick auf die Verfehlung des Ziels Preisniveaustabilität getroffen, sondern um den Krisenländern innerhalb der Eurozone mit niedrigeren Zinsen zu helfen.⁵ Im Gegenteil: mit dem Verweis, dass die Geldpolitik nicht den Eindruck erwecken sollte, dass sie die Solvenzsicherung von Staaten betreibt,⁶ gibt er einer solchen Interpretation Auftrieb, ohne sie direkt zu bestätigen.

Der Bundesbankpräsident führt auch aus, dass die expansive Geldpolitik, insbesondere die seit September

1 Vgl. z.B. H.-W. Sinn: EZB missbraucht das Euro-System, Interview, in: Passauer Neue Presse vom 11.11.2013, S. 5, http://www.cesifogroup.de/de/ifoHome/policy/Staff-Comments-in-the-Media/Interviews-in-print-media/Archive/Interviews_2013/medienecho_ifo-interview-passauerneuepresse-11-11-2013.html.

2 O.V.: Bundesbürger misstrauen europäischer Krisenpolitik, in: ZEIT Online, 16.11.2013, <http://www.zeit.de/wirtschaft/geldanlage/2013-11/umfrage-angst-altersvorsorge>.

3 J. Weidmann: Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds, Rede beim Wirtschaftstag der Volks- und Raiffeisenbanken, 2013, http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_11_13_weidmann.html; J. Weidmann: Möglichkeiten der Geldpolitik, Rede beim Führungstreffen Wirtschaft 2013 der Süddeutschen Zeitung, http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_11_21_weidmann.html; J. Weidmann: Nicht schon die nächste Runde einläuten, Interview, in: DIE ZEIT vom 21.11.2013, http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Interviews/2013_11_21_weidmann_zeit.html.

4 J. Weidmann: Möglichkeiten der Geldpolitik, a.a.O.; J. Weidmann: Nicht schon die nächste Runde einläuten, a.a.O.

5 Unumstritten ist, dass die Entscheidung den Krisenländern hilft. Das ist aber nicht entscheidend. Wie M. Hellwig: Governments, Banks, and Monetary Policy in the Crisis, DIW Berlin, September 2013, http://www.diw.de/documents/dokumentenarchiv/17/diw_01.c.426879.de/hellwig_omt_konferenz_2013.ppt, ausführt, hat jede geldpolitische Entscheidung auf unterschiedliche Akteure unterschiedliche Wirkungen. Auch der Bundesbankpräsident J. Weidmann: Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds ..., a.a.O., erläutert, dass von einer Zinssenkung – wie immer – Kreditnehmer profitieren, während Kreditgeber, die „Sparer“, sich nun mit einem niedrigeren Zins zufrieden geben müssen. Genau dies sei aber geldpolitisch gewünscht. Insofern zählt allein, ob der Zinsschritt mit Blick auf das Mandat der EZB, Preisniveaustabilität zu gewährleisten, gerechtfertigt ist.

6 J. Weidmann: Möglichkeiten der Geldpolitik, a.a.O.

2008 erfolgten Zinssenkungen, erheblich dazu beigetragen hat, die Situation auf den Finanzmärkten, aber auch auf den Güter- und Arbeitsmärkten, zu stabilisieren.⁷ Dabei lässt er es aber auch bewenden. Er würdigt diesen Erfolg nicht in der Form, wie es z.B. Weber⁸ für die Geldpolitik der EZB vor der Krise getan hat, obwohl das Ziel Preisniveaustabilität in beiden Perioden mit praktisch gleicher Konsequenz erreicht wurde – der Kritik einer Vielzahl von Wirtschaftswissenschaftlern, Medienvertretern und Politikern zum Trotz, die der EZB seit Jahren eine inflationäre und unverantwortliche Geldpolitik vorwerfen. Stattdessen widmet er sich den sogenannten unorthodoxen Maßnahmen, die die EZB seit 2008 ebenfalls ergriffen hat. Hier warnt er vor einer Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik, die gerade vor dem Hintergrund der Konstruktion der Eurozone angeblich erhebliche Gefahren für die Preisniveaustabilität birgt, weil sie einen Vertrauensverlust in die Währung riskiert. Es ist aber das Vertrauen, auf das eine Währung, die nicht durch ein Edelmetall oder eine andere Währung gedeckt ist, in besonderem Maße angewiesen ist.

Das Argument ist nicht neu. Bundesbank und Bundesbankpräsident haben es z.B. vor dem Bundesverfassungsgericht in der mündlichen Verhandlung zum Outright-Monetary-Transactions-Programm (OMT-Programm) und zum Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) im Juni dieses Jahres, mit besonderer Eindringlichkeit ausgeführt.⁹ Im Zusammenhang mit der Zinsentscheidung im November – bzw. allgemeiner mit den „Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds“ – stellt sich allerdings die Frage, welche Rolle das OMT-Programm für Zinsentscheidungen spielt. Konkret: Gilt nicht mehr die von der EZB seit Beginn der globalen Finanzkrise im Jahr 2007 verfolgte Linie, wonach die Zinspolitik die Preisstabilität sichern soll, „während die Sondermaßnahmen der Förderung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik dienen, d.h. dass die geldpolitischen Impulse auch an Firmen und Haushalte im Euroraum weitergeleitet

7 J. Weidmann: Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds, a.a.O.

8 A. Weber: Unabhängige Geldpolitik in Europa. Die ersten sieben Jahre, Vortrag im Rahmen der Festveranstaltung zu Prof. Dr. h.c. mult. Otmar Issings 70. Geburtstag an der Julius-Maximilians-Universität Würzburg am 28.4.2006, http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Presse/Reden/2006/2006_04_28_weber_unabh%C3%A4ngige-geldpolitik-in-europa-ersten-sieben-jahre.pdf?__blob=publicationFile.

9 Deutsche Bundesbank: Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1824/12, 2 BvE 6/12, 2012, <http://www.handelsblatt.com/downloads/8124832/1/stellungnahme-bundesbank-handelsblatt-online.pdf>; J. Weidmann: Eingangserklärung anlässlich der mündlichen Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB, 2013, http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Kurzmeldungen/Stellungnahmen/2013_06_11_esm_ezb.html.

Prof. Dr. Adalbert Winkler lehrt Development Finance und ist Akademischer Leiter des Centre for Development Finance an der Frankfurt School of Finance & Management.

werden“¹⁰? Übt das OMT-Programm eine so starke Wirkung aus, dass sich an den Inflationserwartungen nicht mehr messen lässt, ob Geldpolitik erfolgreich ist, wie der damalige Bundesbankpräsident Weber es noch vor wenigen Jahren formulierte? Kann trotz niedrigerer Inflationserwartungen Inflation(sangst) in das Entscheidungskalkül der Menschen eingehen?¹¹ Und wenn sich aus den Inflationserwartungen nicht mehr schließen lässt, ob Inflation droht, warum können sie weiterhin als Beleg dafür gelten, dass Deflation auszuschließen ist?¹²

Nebenwirkungen der Geldpolitik: heute und damals

Bundesbankpräsident Weidmann widmet sich ausführlich den Nebenwirkungen der aktuellen Niedrigzinspolitik: den negativen Realzinsen auf ausgewählte Finanzprodukte, z.B. kurzfristige Einlagen bei deutschen Banken oder deutsche Staatsanleihen mit kürzerer Laufzeit, sowie der Gefahr von Verwerfungen auf den Finanz- und Vermögensmärkten. Mit Blick auf die niedrigen Zinsen führt Weidmann dann weiter aus, dass er die Sorge vor einer „schleichenden Enteignung der deutschen Sparer“ nachvollziehen könne, um dann hinzuzufügen: „Für mich ist es daher wichtig, Sorge dafür zu tragen, dass negative Realzinsen kein Dauerzustand werden und die Geldpolitik nicht zur Gefangenen der Politik oder der Finanzmärkte wird.“¹³

Diese Äußerungen sind in mehrfacher Hinsicht bemerkenswert.

- Erstens tritt der Bundesbankpräsident der These, dass die deutschen Sparer in welcher Form auch immer ent-

10 J. Stark: Die globale Finanzkrise: Herausforderungen für die Europäische Zentralbank jetzt und in der Zukunft, Rede anlässlich der Erich Schneider Gedächtnisvorlesung, Christian-Albrechts-Universität zu Kiel, 26.1.2011, <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110126.de.html>.

11 A. Weber: Unabhängige Geldpolitik in Europa, a.a.O.

12 J. Weidmann: Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds, a.a.O.

13 Ebenda.

eignet werden, nicht entschieden entgegen. Zwar betont er, dass nicht nur der deutsche Sparer unter den niedrigen Zinsen leidet, sondern auch der Sparer in anderen Staaten des Euroraums. Aber er widerspricht nicht dem Begriff „Enteignung“, obwohl niemand den deutschen Sparer zwingt, in Finanzprodukte, die einen negativen Realzins tragen, zu investieren: es gibt keine Zwangsanleihen. Erwähnt wird auch nicht, dass die ökonomische Theorie für eine Situation, in der die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts seit Jahren bei oder unter Null liegt und die Inflation sehr niedrig ist – also unter Euroraum-Bedingungen – durchaus nahelegt, dass der Realzins ebenfalls in der Nähe von Null, und d.h. bei einigen Finanzprodukten auch unter Null liegen kann.

- Zweitens ist die Geldpolitik – bei allem Verständnis für den Sparer – primär dem Ziel Preisniveaustabilität verpflichtet. Und derzeit, wie Weidmann selbst ausführt, legen die niedrige Inflationsrate und die Preisaussichten einen niedrigen Nominalzins nahe. Wenn der niedrige Nominalzins aber geldpolitisch gerechtfertigt ist, warum und wann kann der sich daraus ergebende Realzins ein Zeichen dafür sein, dass die Geldpolitik eine Gefangene der Politik oder der Finanzmärkte wird? Eine Gefangene wäre sie, wenn sie aufgrund irgendwelcher Vorgaben der Politik und der Finanzmärkte ihr Ziel nicht verfolgen würde.¹⁴ Doch dafür gibt es keine Anzeichen. Es bleibt auch unklar, warum sich die Geldpolitik nun in die Rolle als „Gefangene“ fügen sollte. Ist die Geldpolitik nicht mehr unabhängig genug, um ihrem Mandat uneingeschränkt nachzugehen, d.h. „die

Zinsen rechtzeitig zu erhöhen, wenn die Inflationsrisiken zunehmen“¹⁵?

Erinnern wir uns: In Zeiten hoher Inflation, z.B. in den 1970er und frühen 1980er Jahren, sowie zu Zeiten der deutschen Wiedervereinigung, hatten die damals hohen Realzinsen für Kreditnehmer unangenehme Nebenwirkungen, weil sie deren Schuldenlast erhöhten und manche von ihnen in den Konkurs trieben. Auch Unternehmer und Arbeitnehmer litten unter den hohen Realzinsen, weil sie die Nachfrage reduzierten und damit zu Umsatzeinbußen und Arbeitslosigkeit führten. Es war die große Bedeutung des Ziels Preisniveaustabilität, die damals – mit voller Unterstützung der Bundesbank – die Politik dazu veranlasste, solche Nebenwirkungen in Kauf zu nehmen und als Konsequenz Zentralbanken primär das Mandat der Preisniveaustabilität zu übernehmen. Hat sich daran etwas geändert, nur weil das Ziel nicht „von oben“, sondern in den letzten Monaten zunehmend „von unten“ verfehlt wird? Und wie ist es zu interpretieren, wenn es dem Bundesbankpräsidenten wichtig ist, dafür Sorge zu tragen, dass negative Realzinssätze kein Dauerzustand werden? Sollten die Inflationsrate und die Inflationserwartungen auf absehbarer Zeit weiterhin niedrig bleiben, müsste dann die EZB seiner Meinung nach trotzdem die Zinsen erhöhen? Wie lautet der geldpolitische Kurs, wenn Summers¹⁶ recht hat, und der „natürliche Realzins“, also der (Real-)Zins, der Investitionen und Ersparnisse ins Gleichgewicht bringt, bei -2% oder -3% liegt? Oder bleibt es dabei, dass es nicht die Aufgabe der Geldpolitik ist, „eine bestimmte reale Rendite, also eine Rendite nach Abzug der Inflation, zu garantieren“¹⁷, sondern „Preisniveaustabilität“?

14 O. Issing: Das Fed ist ein Gefangener der Märkte, Interview, in: Neue Zürcher Zeitung vom 29.10.2013, <http://www.nzz.ch/aktuell/wirtschaft/wirtschaftsnachrichten/das-fed-ist-ein-gefangener-der-maerkte-1.18175161>, sieht die US-Notenbank bereits als Gefangene der Finanzmärkte und verweist auf das abgesagte „tapering off“, d.h. den Ausstieg aus den unorthodoxen Maßnahmen. Bisher zumindest gibt es aber keinen Beleg dafür, dass die Federal Reserve mit dem Ausstieg aus dem Ausstieg gegen ihr Mandat verstoßen hat, weil Inflationsrate und Inflationserwartungen weiterhin niedrig sind. Kann es nicht sein, dass die Federal Reserve – auch, aber nicht nur aufgrund der starken Marktreaktion auf die Äußerungen des Vorsitzenden – zu dem Ergebnis kam, dass der geldpolitische Kurs nun zu restriktiv ist, sie also in völligem Einklang mit ihrem Ziel – und nicht als Gefangener der Märkte – beschloss, den Einstieg in den Ausstieg aus den Maßnahmen zu verschieben. War und ist die EZB eine Gefangene der Märkte und der Politik, wenn sie vor dem Hintergrund einer Inflationsrate, die deutlich unter der Zielmarke liegt, den Zins senkt? War der EZB-Rat im Juni 2003 Gefangener der Märkte oder hat er nicht schlicht auf den Rückgang der Inflationsrate von 2,5% im März 2003, dem Zeitpunkt der letzten Zinssenkung, auf 1,9% im Juni 2003 reagiert, also einen Rückgang der in etwa gleich stark war wie vor der jüngsten Zinssenkung im November 2013 von 1,4% im Mai auf 0,7% im Oktober 2013 (Daten des ECB Statistical Data Warehouse). Mit anderen Worten: Wäre der EZB-Rat nicht vielmehr ein Gefangener der Märkte und der Politik, wenn er nun in Krisenzeiten plötzlich anders handelt als in Nicht-Krisenzeiten?

Ähnlich lässt sich für den Hinweis auf die Gefahren von Übertreibungen und Verwerfungen an den Finanz- und Vermögenmärkten argumentieren. Die Gefahr ist sicher gegeben. Aber vor dem Hintergrund, dass der Bundesbankpräsident – wie viele andere Ökonomen – immer wieder vor einer Überforderung und Überfrachtung der Geldpolitik warnt, und auf ein enges Mandat der EZB drängt, sollte diese Gefahr keinen Anlass zum Nachdenken über den Kurs der Geldpolitik geben, sondern Anlass sein, die Finanzmarktpolitik aufzufordern, zu handeln, um diese Gefahr zu entschärfen.

Erneut sei an die Zeiten erinnert, als die Geldpolitik mit hohen Nominalzinsen, die sich dann in hohen Realzinsen niederschlugen, die Inflation bekämpfte. Damals waren

15 J. Weidmann: Nicht schon die nächste Runde einläuten, a.a.O.

16 L. Summers: Policy Responses to Crises, Presentation at the IMF Economic Forum, 2013, <http://larrysummers.com/video/>.

17 J. Weidmann: Nicht schon die nächste Runde einläuten, a.a.O.

Arbeitslosigkeit und Rezession die Nebenwirkungen dieser Politik. Und damals wie heute gab es Stimmen, die Geldpolitik solle diese Nebenwirkungen bedenken und folglich Abstriche beim Ziel Preisniveaustabilität machen. Nur damals waren es die Notenbanken, nicht zuletzt die Bundesbank, die ein solches Ansinnen strikt zurückwiesen. Stattdessen betonten sie die Notwendigkeit von Strukturreformen auf Güter- und Arbeitsmärkten, um Wachstum zu generieren und Arbeitslosigkeit zu bekämpfen.¹⁸ Entsprechend wäre es konsistent, nun mit der gleichen Eindeutigkeit „Strukturreformen“ auf den Finanzmärkten zu fordern, damit die Geldpolitik ihr primäres Ziel Preisniveaustabilität erreichen kann, ohne auf anderen Märkten Verwerfungen auszulösen. Zu Recht fordert Weidmann auch solche Reformen – konkret: eine bessere Aufsicht und Regulierung –, wenn er vor den Gefahren der „finanziellen Dominanz“ warnt,¹⁹ also der Möglichkeit, dass die Geldpolitik, um Finanzstabilität zu sichern, zu lange den Zins zu niedrig hält, und damit das Ziel Preisniveaustabilität gefährdet. Dass solche Reformen auch notwendig sein können, um einen vor dem Hintergrund des Ziels Preisniveaustabilität niedrigen Zins durchzusetzen, wird dagegen nicht thematisiert, obwohl diese Gefahr ausführlich beschrieben wird.²⁰

Auf dem Weg zu einem neuen Paradigma?

Aus der Analyse lassen sich zwei Schlussfolgerungen über die Sichtweise der Bundesbank zur aktuellen Lage der Geldpolitik ziehen:

- Erstens, die Erreichung des Ziels Preisniveaustabilität in der geldpolitisch relevanten mittleren Frist ist scheinbar kein Beleg mehr dafür, dass die Geldpolitik in der Lage ist, dieses Ziel weiterhin erreichen zu können bzw. zu wollen. Denn sonst hätte der Bundesbankprä-

18 Der Bundesbankpräsident befindet sich in dieser Tradition, wenn er – zu Recht – darauf hinweist, dass die Probleme des Euroraums nicht auf ein zu hohes Zinsniveau zurückgeführt, und daher auch nicht von der Geldpolitik gelöst werden können. Vgl. J. Weidmann: Nicht schon die nächste Runde einläuten, a.a.O. Die Notenbank ist allein dem Ziel Preisniveaustabilität verpflichtet. Umgekehrt können die Probleme des Euroraums aber auch kein Argument sein, den Zins nicht zu senken, wenn dies notwendig ist, um Preisniveaustabilität zu gewährleisten. Entscheidend ist daher erneut, ob sich die Zinssenkung mit Blick auf die Erreichung dieses Ziels rechtfertigen lässt oder nicht.

19 J. Weidmann: Möglichkeiten der Geldpolitik, a.a.O.

20 J. Weidmann: Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds, a.a.O. Die Diskussion über „finanzielle Dominanz“ ist keineswegs neu. Sie wurde bereits Ende der 1980er, Anfang der 1990er Jahre – wenngleich nicht unter dieser Überschrift – geführt. Damals wurde gewarnt, dass die zunehmende Liberalisierung der Finanzmärkte die Geldpolitik überfordern könnte, gerade weil sie wirksamer wird und damit die Gefahr von Finanzkrisen und Rezession bei zu starker Restriktion und Inflation bei zu starker Expansion größer wird. Vgl. dazu auch A. Winkler: Geld, Zins und keynesianische Angebotspolitik, Berlin 1992, S. 168 ff.

sident die Zinsentscheidung schlicht folgendermaßen kommentieren können: Es gab im Rat unterschiedliche Meinungen darüber, ob gegenwärtig eine Zinssenkung angebracht war; aber ich kann versichern, dass sich an den mittel- und langfristigen Aussichten für die Erreichung des Ziels Preisniveaustabilität im Euroraum nichts geändert hat. Die Ausführungen des Präsidenten lassen jedoch den Schluss zu, dass er der Auffassung ist, dass eine Zentralbank trotz Erreichung des Ziels Preisniveaustabilität – bzw. dessen Unterschreitung – grundsätzlich restriktiver handeln muss, um ihrem Mandat nachzukommen, als dies von der Mehrheit des EZB-Rates gesehen wird.

- Zweitens, eine Inflationsrate unter 1,5% p.a., einschließlich möglicher Deflation, sollte geldpolitisch weniger stark bekämpft werden, weil die Nebenwirkungen dieser Bekämpfung – niedrige Nominalzinsen, negative Realzinsen und Verwerfungen an den Finanz- und Vermögensmärkten – so stark negativ sind, dass die Geldpolitik nun andere Ziele primär verfolgen muss, z.B. das Ziel positive Realzinsen oder Finanzstabilität.

Beide Schlussfolgerungen stehen im Einklang mit theoretischen und empirischen Arbeiten, die vor allem von Ökonomen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) veröffentlicht wurden. Sie arbeiten mit dem Konzept der „nachhaltigen Preisniveaustabilität“ (sustainable price stability), d.h. widersprechen mit Blick auf den Finanzzyklus der These, dass niedrige Inflationsraten und -erwartungen als ausreichender Beleg dafür gelten können, dass die Zentralbank ihrem Mandat nachkommt.²¹ Zudem geben sie – zumindest bei niedriger Inflation – der Zentralbank einen expliziten Auftrag, Finanzstabilität dadurch zu sichern, dass sie den Zins höher hält als es für die aktuelle Erreichung des Ziels Preisniveaustabilität notwendig ist.²² Dass der Bundesbankpräsident sich bei der Analyse der Nebenwirkungen der Niedrigzinspolitik darauf bezieht,²³ gibt Anlass zu vermuten, dass er zumindest für die zweite Interpretation Sympathien hat.

Die Arbeiten der BIZ-Ökonomen, insbesondere ihre geldpolitischen Implikationen, sind umstritten und es fehlt hier der Platz, sich mit ihnen im Detail kritisch auseinanderzusetzen.

21 C. Borio, P. Lowe: Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?, BIS Working Papers, Nr. 157, Basel 2004, <http://www.bis.org/publ/work157.pdf>.

22 W. White: Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences, 30.3.2013, <http://www.dallasfed.org/assets/documents/institute/wpapers/2012/0126.pdf>; C. Borio: The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?, BIS Working Papers, Nr. 395, Basel 2012.

23 J. Weidmann: Herausforderungen des Niedrigzinsumfelds, a.a.O.

derzusetzen.²⁴ Eins ist aber klar: Sie widersprechen dem geldpolitischen Konsens, wie er sich in den westlichen Volkswirtschaften seit der Bekämpfung der Inflation Ende der 1970er, Anfang der 1980er Jahre herausgebildet hat.²⁵ Dies ist für sich genommen kein Grund, sie als falsch zu kennzeichnen. Im Gegenteil: Der Konsens kann falsch gewesen sein, und die Finanzkrise gibt genug Grund, die theoretischen Grundlagen der Geldpolitik, wie sie Anfang der 1980er Jahre zur Mehrheitsmeinung wurden, kritisch zu hinterfragen.

Sollte dies der Fall sein, wäre es im Sinne der Transparenz, diesen Widerspruch offen auszusprechen. Denn zum einen wäre klar, dass nicht (nur) andere Zentralbanken und Beobachter²⁶ ihre Position zu zentralen geldpolitischen Fragen verändert haben, sondern auch die Bundesbank. Zum anderen könnte man in eine Diskussion darüber einsteigen, welche Punkte des alten Paradigmas nicht mehr gelten sollten und welche Schlussfolgerungen daraus zu ziehen wären.

24 Im Kern geht es um die Definition des natürlichen Zinssatzes. Die BIZ-Ökonomen nehmen eine Position ein, die sich auf F. A. Hayek: *Monetary Theory and the Trade Cycle*, 1933, <http://mises.org/books/monetarytheory.pdf> (30.8.2013), beruft, und interpretieren eine Finanzkrise, wie z.B. die der Jahre 2007/2008, als Evidenz dafür, dass die Zentralbanken der westlichen Welt die Zinssätze zu lange unter dem natürlichen Zinssatz gehalten haben, obwohl Preisniveaustabilität formal gesichert war. Derzeit sind die Zentralbanken also dabei, genau diesen Fehler wieder zu begehen (vgl. dazu auch R. Rajan: *A Step in the Dark: Unconventional Monetary Policy After the Crisis*, Presentation at the Award Ceremony for the Deutsche Bank Prize in Financial Economics, 2013, https://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/dbprize/2013/Raghuram_Rajan.pdf). Die Mehrheitsmeinung definiert den natürlichen Zins dagegen als den Zins, der Preisniveaustabilität sichert, womit sie sich sowohl auf J. M. Keynes: *A Treatise on Money*, Vol. 1 and 2, 1930, wiederabgedruckt im Rahmen der *Collected Writings of John Maynard Keynes Vol. V and VI*, in: D. Moggridge (Hrsg.), London 1973, als auch auf F. A. Hayek, a.a.O., berufen kann (dabei ist zu betonen, dass es zwischen Keynes und Hayek bei der Ableitung des natürlichen Zinses erhebliche theoretische Differenzen gibt, wie sie in F. A. Hayek: *Reflections on the Pure Theory of Money of Mr. J.M. Keynes*, *Economica*, 1931/1932, reprinted in <http://mises.org/books/monetarytheory.pdf>; und in J. M. Keynes: *The Pure Theory of Money, A Reply to Dr Hayek*, *Economica*, 1931, reprinted in D. Moggridge (Hrsg.): *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XIII, *The General Theory and After, Part I*, Preparation London 1973, S. 243-256, dargelegt werden.) Da die Zentralbanken das Ziel Preisniveaustabilität in den letzten 15 Jahren durchweg erreichten, gibt es keinen Hinweis darauf, dass der Zins zu niedrig war bzw. ist. Die Finanzkrise ist aus dieser Sicht Folge inhärenter Instabilitäten auf den Finanzmärkten, die durch Reformen bei Regulierung und Aufsicht von Finanzinstitutionen und -märkten reduziert werden können und müssen (vgl. A. Winkler: *Ordnung und Vertrauen – Zentralbank und Staat in der Eurokrise*, in: *Perspektiven der Wirtschaftspolitik*, 2013, im Erscheinen). Zudem führt sie dazu, dass der natürliche Zins tendenziell sinkt.

25 A. Weber: *Unabhängige Geldpolitik in Europa*, a.a.O.; M. Goodfriend: *How the World Achieved Consensus on Monetary Policy*, in: *Journal of Economic Perspectives*, 21. Jg. (2007), H. 4, S. 47-68.

26 O. Blanchard: *Monetary Policy Will Never Be the Same*, 2013, <http://blog-imfdirect.imf.org/2013/11/19/monetary-policy-will-never-be-the-same/>.

Die jüngsten Reden des Bundesbankpräsidenten lassen vermuten, dass er zwei vormalig als zentral definierte Elemente einer transparenten Geldpolitik²⁷ zumindest relativiert:

1. die klare Definition des Ziels,
2. die konsistente Begründung geldpolitischer Entscheidungen.

• Ad 1. Indem der Bundesbankpräsident signalisiert, dass niedrige Inflationsraten und Inflationserwartungen, die im Einklang mit der EZB-Definition von Preisniveaustabilität stehen, nicht mehr ausreichen, um von einer erfolgreichen Geldpolitik zu sprechen, weil sie womöglich nicht nachhaltig sind, kommt er dem Konzept der „nachhaltigen Preisniveaustabilität“ sehr nahe. Das Konzept ist aber nicht eindeutig definiert, nicht zuletzt weil die Vorstellungen darüber, was „nachhaltig“ ist, sehr unterschiedlich, also notwendigerweise subjektiv sind. Dies steht im Gegensatz zu der quantitativen Definition des Ziels Preisniveaustabilität, wie sie die EZB – unter Zustimmung aller bisherigen Bundesbankpräsidenten und deutscher Direktoriumsmitglieder – bisher verwendet, also eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2% p.a. in der mittleren Frist. Weber sieht es als expliziten Vorteil dieser Definition an, dass „die Öffentlichkeit einen objektiven Maßstab an die Hand [bekommt], um den Erfolg der europäischen Geldpolitik messen zu können.“²⁸ Man kann sogar einen Schritt weitergehen und die Frage stellen, ob nicht „nachhaltige Preisniveaustabilität“ das Gegenteil dessen ist, was als „enges Mandat“ angesehen werden kann, und für das sich der Bundesbankpräsident so vehement einsetzt. Denn eine Zielgröße, die nicht konkret definiert ist, ist nicht eng, sondern weit. Konkret: Bei einer Inflationsrate unter 2% wird die Geldpolitik beliebig; sie kann die Zinsen senken, weil sie von nachhaltiger Preisniveaustabilität ausgeht, sie kann die Zinsen erhöhen, weil sie nachhaltige Preisniveaustabilität als gefährdet ansieht, oder sie kann die Zinsen auf dem gleichen Niveau lassen. Niemand kann seriös darüber diskutieren, ob die Geldpolitik angemessen ist oder nicht, weil das Ziel unklar ist.²⁹

27 A. Weber: *Unabhängige Geldpolitik in Europa*, a.a.O.

28 Ebenda, S. 11.

29 In der Frage des Instrumenteneinsatzes, konkret: in der Diskussion um das OMT-Programm, wirft die Bundesbank, a.a.O., der EZB genau dies vor: Beliebigkeit, da nicht nachgewiesen werden kann, ob der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik, den das OMT-Programm vorgibt sicherzustellen, überhaupt gestört ist. Vgl. dazu auch A. Winkler: *EZB-Krisenpolitik: OMT-Programm, Vollzuteilungspolitik und Lender of Last Resort*, in: *Wirtschaftsdienst*, 93. Jg. (2013), H. 10, S. 678-685, <http://www.wirtschaftsdienst.eu/archiv/jahr/2013/10/3057/>.

- Ad 2. Eine asymmetrische Berücksichtigung des Ziels Finanzstabilität – oder jedes anderen Ziels – ist mit einer konsistenten Begründung geldpolitischer Entscheidungen nicht vereinbar. Warum sollen Gefahren für die Finanzstabilität eine Rolle spielen, wenn eine Zinssenkung erforderlich ist, während sie unberücksichtigt bleiben sollen, wenn eine Zinserhöhung notwendig ist?

Geldpolitisches Paradigma und die Rolle von Notenbanken

Die Frage, ob nach einem neuen Paradigma für die Geldpolitik gesucht wird, ist nicht nur vor dem Hintergrund der aktuellen Zinsentscheidung von Bedeutung. Denn der geldpolitische Konsens der Vorkrisenzeit hatte großen Einfluss auf die Gestaltung der Notenbankverfassung und die Rolle von Notenbanken bei der Formulierung und Gestaltung der Wirtschaftspolitik. Die Politik hat den Zentralbanken der westlichen Volkswirtschaften in den 1970er bis 1990er Jahren ein hohes Maß an Unabhängigkeit gewährt, weil sie ein eindeutiges Ziel hat, dessen Erreichung leicht kontrolliert werden kann und gerade in der mittleren bis langen Frist hinsichtlich anderer wirtschaftspolitischer Ziele, wie z.B. Wirtschaftswachstum, Vollbeschäftigung und Finanzstabilität, neutral ist. Es stellt sich daher die Frage, ob ein solches Maß an Unabhängigkeit, das für staatliche Institutionen in demokratischen Gesellschaften ungewöhnlich ist, weiterhin aufrechterhalten werden kann, wenn das Ziel weder klar ist noch unter zumindest mittel- bis langfristiger Neutralität mit Blick auf andere Ziele erreicht werden kann.

Schlussfolgerungen

Es ist unzweifelhaft so, wie es der Bundesbankpräsident jüngst formulierte: „Die Öffentlichkeit hat erkannt, über welche machtvolle Instrumente die Notenbanken verfügen, beobachtet den zunehmenden Druck, immer mehr Aufgaben zu übernehmen, setzt Hoffnung auf ihr Handeln oder sorgt sich um die Risiken und Nebenwirkungen, die damit verbunden sind.“³⁰ Allerdings: dies galt auch schon in den inflationären 1970er Jahren und den Jahren der Disinflation

on nach der zweiten Ölkrise.³¹ Die Unterschiede zwischen damals und heute sind also nicht die Macht und die damit verbundenen Hoffnungen und Ängste, sondern die fehlende Einigkeit der Notenbanken über die Notwendigkeiten und Grenzen, diese Macht einzusetzen. Daraus entsteht ein Kommunikationsproblem, weil der Streit unter den Notenbanken und ihren Repräsentanten (zusammen mit dem Diskurs der Ökonomen und den seit Jahren geschürten Inflationsängsten in manchen Medien) jene Hoffnungen und Sorgen erzeugt, denen mit einheitlicher Stimme entgegenzutreten wäre.

Für den Euroraum war dieser Dissens bisher vor allem auf der Instrumentenebene angesiedelt, dem Instrumenteneinsatz auf der Ebene der sogenannten unorthodoxen Maßnahmen. Die Bundesbank – sowie viele deutsche Ökonomen³² – argumentieren, dass eine Zentralbank nicht jedes Instrument nutzen kann, darf und soll, das ihr zur Verfügung steht, um Preisniveaustabilität zu sichern. Deshalb lehnen sie das OMT-Programm (und zuvor: das Securities-Market-Programm) der EZB ab. Die anderen Notenbanken im Euroraum und viele andere Ökonomen³³ sehen dies anders. Nun stellt sich die Frage, ob es auch Zweifel am Ziel selbst gibt, zumindest in der Form, wie es bisher im Konsens formuliert wurde: ausschließlich Preisniveaustabilität in einer klar definierten, messbaren und daher überprüfaren Variablen. Wenn dies der Fall sein sollte, ging es bei der EZB-Zinsentscheidung vom November 2013 in der Tat nicht nur um die Zinsentscheidung, sondern um grundsätzliche Auffassungsunterschiede über die Rolle der Geldpolitik. Es ist verständlich, dass es dann schwer fällt, Vertrauen zu schaffen, bzw. Sorgen und Ängsten entschieden entgegenzutreten. Umso dringlicher ist es, diese Auffassungsunterschiede offen zu diskutieren, ihre Grundlagen zu klären, um dann, sofern möglich, wieder auf einen (neuen) Konsens hinzuarbeiten.

31 W. Greider: *Secrets of the Temple – How the Federal Reserve Runs the Country*, New York 1987.

32 Vgl. z.B. C. Fuest: Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht anlässlich der mündlichen Verhandlung zu den Verfahren 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1438/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR 1440/12, 2 BvR 1824/12 und 2 BvR 6/12, 2013, ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/stellungnahmen/-Stellungnahme_BVerfG_Fuest_Juni_2013.pdf; K. A. Konrad: Haftungsrisiken und Fehlanreize aus ESM und OMT-Programm, in: *Wirtschaftsdienst*, 93. Jg. (2013), H. 7, S. 431-439.

33 Vgl. z.B. M. Hellwig, a.a.O.; R. Rajan, a.a.O.

30 J. Weidmann: *Möglichkeiten der Geldpolitik a.a.O.*

Title: *Monetary Policy in the Perspective of the Bundesbank: On the Road to a New Paradigm?*

Abstract: *The ECB decision to cut its benchmark interest rate in November 2013 has been severely criticised in Germany. Against this background, the President of the Bundesbank justified the ECB's monetary policy stance in recent speeches. At the same time, however, he argued that this stance carries risks and has adverse effects. By noting this, he leaves it open to interpretation whether a more restrictive stance would be appropriate even if inflation is well within the target range. If this interpretation were to be correct, it would indicate a deviation from elements of the pre-crisis consensus, namely that policy makers should aim at a clear target and should justify their measures in a consistent way.*

JEL Classification: E52, E58, E61