

Quantitative Lockerung: Preisstabilität oder Deflationshysterie?

Auch wenn die Krawalle der Blockupy-Anhänger bei der Einweihung des neuen EZB-Gebäudes durch nichts zu rechtfertigen sind, stellen sie doch auch ein Zeichen der zunehmenden Kritik an der Politik der EZB dar, die sich aus den verschiedensten Quellen speist. Während die einen die EZB für vermeintlich ungerechte und unsoziale Auswirkungen einer aus ihrer Sicht kontraproduktiven Austeritätspolitik in manchen Krisenländern verantwortlich machen, kritisieren andere dagegen die aktuelle Politik der quantitativen Lockerung, die mittelfristig Inflationsgefahren, Blasenbildung an den Vermögensmärkten und ein Nachlassen der Bemühungen um fiskalische Stabilität hervorrufen könnte.

Während die Blockupy-Anhänger eher der zuerst genannten Kritik anhängen, ist in der Fachwelt die Diskussion um die aktuelle quantitative Lockerung relevanter. Befürworter dieser Politik verweisen auf das Mandat der Preisstabilität, das als vorrangiges Ziel der EZB festgeschrieben ist. Eine Inflationsrate, die (gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex HVPI) temporär sogar 0% unterschreitet, ist weit von den angestrebten 2% entfernt, so dass eine expansive Geldpolitik notwendig sei. Ansonsten bestehe die Gefahr einer Deflation in Form einer sich selbst verstärkenden Abwärtsspirale von Preisen, Preiserwartungen und Löhnen, die letztlich zu Wachstumseinbrüchen führe. Aber ist diese Argumentation so eindeutig?

Von Bedeutung ist hier unter anderem, wie Preisstabilität zu definieren ist. Diese Entscheidung wiederum hat die EZB selbst getroffen und somit den Rahmen möglicher Zielverfehlungen selbst bestimmt. Zunächst (1998) wurde Preisstabilität als ein jährlicher Anstieg des HVPI von mittelfristig unter 2% definiert. 2003, nachdem die Inflationsrate im Euroraum vier Jahre lang oberhalb von 2% lag, korrigierte der EZB-Rat die Definition von Preisstabilität in eine mittelfristige Inflationsrate unterhalb, aber „nahe bei“ 2%. Erklärt wurde dies mit einer notwendigen Sicherheitszone zur Null-Inflationsrate. Der Sicherheitsabstand wiederum wurde mit der möglichen Existenz eines positiven Bias in der Messung des HVPI, Lohninflexibilitäten nach unten, Inflationsunterschieden innerhalb der Eurozone sowie der Absicherung vor Deflationsgefahren begründet. Ob hierfür nun aber der Sicherheitsabstand genau 2% betragen muss, ist nicht unumstritten. Es gibt sicherlich Situationen, in denen auch eine noch höhere Inflationsrate nicht nur tolerierbar, sondern sogar sinnvoll ist (z.B. bei exogenen negativen Angebotschocks). Genauso gibt es aber auch Situationen, in denen eine deutlich niedrigere Inflationsrate angemessen und akzeptabel ist.

Genau diese Situation liegt derzeit vor, da die aktuell (noch) negative Inflationsrate im Euroraum zu einem gravierenden Teil auf die stark gesunkenen Ölpreise zurückzuführen ist – und sich entsprechend dieser Ursache schon wieder rückläufig entwickelt. Die Kerninflationsrate (ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak) ist nach wie vor im positiven Bereich. Zudem bestehen regional recht unterschiedliche Inflationsraten, wobei die südlichen Krisenländer tatsächlich auch negative Kerninflationsraten aufweisen – doch sind diese zugleich notwendig und auch gewünscht, um die sich über Jahre hinweg aufgebauten Wettbewerbsnachteile wieder sukzessive zu korrigieren. Den Weg der Wettbewerbsanpassung innerhalb des Euroraums darüber zu suchen, dass die bisher preisstabilen Länder nun deutlich stärker inflationieren sollten, sollte dagegen nicht Ziel der europäischen Geldpolitik sein. Generell sollte zudem eine temporäre Phase der Disinflation nicht in eine Deflationshysterie münden. Jüngere Untersuchungen der Bank für internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) über



Renate Ohr ist Inhaberin des Lehrstuhls für Wirtschaftspolitik, insbesondere Internationale Wirtschaftspolitik an der Georg-August-Universität Göttingen.

einen sehr langen Zeitraum belegen, dass abgesehen von der großen Depression in den 1930er Jahren Phasen der Deflation kaum je die vielfach befürchteten gravierenden negativen Wirkungen auf das Wirtschaftswachstum der betroffenen Länder hatten. Auch derzeit ist weder festzustellen, dass die Konsumenten ihre Ausgaben aufgrund sinkender Preiserwartungen aufschieben, noch dass es Zweitrundeneffekte auf die Lohnentwicklung gibt – zumindest nicht EU-weit.

Das Mandat der Preisstabilität bedeutet somit nicht automatisch, dass prinzipiell 2% Inflation angestrebt werden müssten. Wenn außerordentliche Einflüsse, wie der Verfall der Ölpreise oder – wie in den 1980er Jahren in Deutschland – eine Aufwertung der Währung das Verbraucherpreisniveau drücken, so ist dies keine Deflation und keine Entwicklung, der man monetär gegensteuern müsste. Die deutsche Bundesbank hat dies 1986, als die deutsche Inflationsrate negativ wurde, auch nicht zum Anlass genommen, um eine extreme quantitative Lockerung zu betreiben. Die Inflationsrate stieg von alleine wieder an, nachdem der Ölpreisverfall gestoppt war und der Wechselkurs stabil blieb. Entsprechendes ist auch für die Inflationsrate im Euroraum zu erwarten – die Entwicklung zeichnet sich schon ab.

Somit erscheint ein geldpolitischer Handlungsbedarf mehr als fraglich, hinzu kommen aber auch noch Risiken aus dem groß angelegten Ankauf von Staatsanleihen im Rahmen der quantitativen Lockerung. Die weitere Liquiditätszuführung bei schon extrem niedrigen Zinsen hat kaum noch nachweisliche Effekte auf Investitionen und Wachstum. Stattdessen führen die negativen Renditen auf Anleihen zu Problemen bei Sparern, Versicherungen und generell in Hinblick auf eine solide Altersvorsorge. Vermögensverwalter und Finanzinstitute werden vermehrt dazu verleitet, auf der Suche nach positiven Renditen in riskante Anlagen zu investieren. Bei anhaltend niedrigen Zinsen geht somit ein entscheidendes Marktsignal verloren. Folgen solcher Marktverzerrungen sind die sich schon jetzt abzeichnenden Vermögenspreisblasen.

Die aktuelle Abwertung des Euro dagegen mag auf den ersten Blick den Export und damit die Konjunktur fördern, doch verteuert sie auch die Rohstoffimporte und kompensiert somit zum Teil den positiven Konjunkturimpuls der Ölpreissenkung. Insbesondere Deutschland als rohstoffarmes Land mit einem wettbewerbsstarken Exportsektor profitiert eher von einem starken Euro.

Problematisch ist außerdem, dass die aktuelle EZB-Politik von manchen Befürwortern auch damit begründet wird, dass bei einem Ankauf von Staatspapieren (des eigenen Landes) die zu zahlenden Zinsen als EZB-Gewinn später wieder an die Staatshaushalte zurückfließen, so dass die Staatsverschuldung nicht nur zu niedrigen Zinsen, sondern sogar quasi zinslos möglich sei. Damit könnten mehr Staatsausgaben getätigt werden. Gerade dies darf aber kein Beweggrund für die Politik der Europäischen Zentralbank sein! Die Verquickung von Geld- und Fiskalpolitik nimmt hierdurch weiter zu. Auch wenn der Kauf der Staatspapiere auf dem Sekundärmarkt erfolgt, besteht im Ergebnis eine zu große Nähe zur monetären Staatsfinanzierung. Nicht zuletzt schwindet hierdurch jeglicher Konsolidierungsdruck.

Seit der Finanzkrise hat die EZB zunehmend Aufgaben übernommen, die nicht mehr ihrer primären und vorrangigen Aufgabe der Gewährleistung von Geldwertstabilität zuzuordnen sind. Von Seiten der staatlichen Politik wurde diese Unterstützung gerne angenommen, da zum einen die EZB schneller reagieren kann und zum anderen unangenehme Verantwortlichkeiten gerne abgegeben werden. Auch die aktuellen Maßnahmen der quantitativen Lockerung mit all ihren Risiken und Konsequenzen sind vor diesem Hintergrund zu erklären, aber weder mit dem Mandat der Preisstabilität noch mit einer Deflationsgefahr hinreichend zu rechtfertigen.

Renate Ohr

Georg-August-Universität Göttingen
renate.ohr@wiwi.uni-goettingen.de