

## 20 Jahre Euro: eine Erfolgsgeschichte?

Am 1. Januar 1999 wurde der Euro als Buchgeld eingeführt. Schon ein halbes Jahr zuvor war die Europäische Zentralbank gegründet worden. Die Europäische Währungsunion hat mittlerweile einige Krisen überstanden. Probleme gab es vor allem, weil die gesetzten Rahmenbedingungen ihre Wirkung nicht (voll) entfalten konnten: Der Stabilitäts- und Wachstumspakt wurde nicht richtig eingehalten, eine geordnete Staatsinsolvenz ist innerhalb der Europäischen Union nicht möglich. Diese Instrumente sollten in Zukunft reformiert werden. Einen Wandel vollzog sich auch schon in den letzten 20 Jahren: Sowohl die geldpolitischen Instrumente als auch die Ziele der Europäischen Zentralbank haben sich geändert. Die unorthodoxe Geldpolitik wurde kontrovers diskutiert und die Zielorientierung an der Geldmengenentwicklung verlor zunehmend an Bedeutung.

Marcel Fratzscher, Alexander Kriwoluzky

### Der Euro als Erfolgsgeschichte

Europa steht heute am Wendepunkt. Zwar hat es seine Finanz- und Schuldenkrise überwunden. Aber die grundlegenden Geburtsfehler des Euro sind noch nicht behoben. Selten in den letzten 70 Jahren war die politische Konstellation für grundlegende Reformen Europas günstiger, aber auch selten war die Dringlichkeit für Reformen größer als heute. Es ist eine Chance für Deutschland, Verantwortung für Europa zu übernehmen und für den Euro, seine Rolle als Sündenbock während der Krise abzulegen, die zum Teil als ungerechtfertigte Anklage anzusehen ist.

Trotz wichtiger Reformen in den vergangenen Jahren – wie der Schaffung des Fiskalpakts, der europäischen Bankenunion und des Rettungsmechanismus ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus) – bleiben die Reformen unvollständig und die Währungsunion verletzlich. Der Streit um die richtige Krisenpolitik hat Europa gespalten und zum Aufstieg der Populisten beigetragen. Deutschland wird in manchen Ländern eine große Verantwortung für die Krise gegeben – meist zu Unrecht, aber manchmal auch zu Recht, z.B. als die Bundesregierung Griechenland im Jahr 2015 aus dem Euro drängen wollte.

Dieser Artikel schaut kritisch auf die 20 Jahre des Euro und korrigiert falsche Mythen. Er setzt sich vor allem mit der von manchen in Deutschland hervorgebrachten Kritik am Euro auseinander. Und er zeigt die notwendigen Reformen auf, um den Euro nachhaltig zu machen und künftige Krisen zu vermeiden beziehungsweise deren Kosten zu verringern.

### Die erste Dekade des Euro – Überwindung der Skepsis, Integration und Wachstum

Für die Schaffung des Euro sprachen und sprechen nicht nur politische, sondern auch überzeugende ökonomische Gründe. Die wissenschaftliche Forschung belegt, dass die gemeinsame Währung zu einem deutlichen Anstieg des Handels führt und damit zu einer höheren Wirtschaftsleistung und mehr Wohlstand.<sup>1</sup> Aber der Nutzen des Euro hat auch andere Dimensionen: Eine gemeinsame Währung verstärkt und intensiviert den Wettbewerb zwischen Unternehmen und führt damit zu mehr Vielfalt und niedrigeren Preisen.<sup>2</sup> Ein weiterer Vorteil einer Währungsunion ist die Finanzmarktintegration.<sup>3</sup> Genauso wie für den Handel von Gütern und Dienstleistungen ist auch die Mobilität von Kapital über Grenzen hinweg enorm wichtig und vorteilhaft. Die Möglichkeit, Ersparnisse oder Investitionen international zu diversifizieren, bringt sowohl privaten Haushalten als auch Unternehmen große Vorteile.

- 1 A. Estevadeordal, B. Frantz, A. M. Taylor: The rise and fall of world trade, 1870-1939, in: Quarterly Journal of Economics, 118. Jg. (2003), H. 2, S. 359-407; M. W. Klein, J. C. Shambaugh: Fixed exchange rates and trade, in: Journal of International Economics, 70. Jg. (2006), H. 2, S. 359-383; J. E. López-Córdova, C. M. Meissner: Exchange-rate regimes and international trade: Evidence from the classical gold standard era, in: American Economic Review, 93. Jg. (2003), H. 1, S. 344-353.
- 2 M. J. Melitz, G. I. P. Ottaviano: Market size, trade, and productivity, in: Review of Economic Studies, 75. Jg. (2008), H. 1, S. 295-316; G. I. P. Ottaviano, D. Taglioni, F. Di Mauro: The euro and the competitiveness of European firms, in: Economic Policy, 24. Jg. (2009), H. 57, S. 6-53.
- 3 R. C. Feenstra, A. M. Taylor: International macroeconomics, New York 2014.

le, denn es erlaubt ihnen, sich gegen negative Entwicklungen abzusichern, das Risiko zu reduzieren und die Renditen zu erhöhen.<sup>4</sup> Kurzum, der Euro ist eine notwendige Voraussetzung für einen funktionierenden europäischen Binnenmarkt für Güter, Dienstleistungen und Kapital.<sup>5</sup>

Eine wirklich neue, globale Währung zu sein, ist ein weiterer wichtiger Nutzen des Euro. Auch wenn die Deutsche Mark vor 1999 eine wichtige regionale Rolle in Europa gespielt hat, so war sie keine globale Währung.<sup>6</sup> Der Euro dagegen wird sehr viel stärker von Unternehmen und auf Finanzmärkten genutzt, als dies für die Deutsche Mark je der Fall war. Diese globale Akzeptanz des Euro bedeutet, dass auch deutsche Unternehmen zunehmend Güter und Dienstleistungen in Euro kaufen oder verkaufen können. Dies reduziert die Unsicherheit über die Kosten und Erlöse, und fördert Investitionen und Wachstum.

Die Rolle des Euro als eine internationale Währung hat nicht nur wirtschaftliche Vorteile für die Länder dieses Währungsraums, sondern sichert ihnen auch einen wichtigen geopolitischen Einfluss. Der Euro ermöglicht allen Ländern der Eurozone, sich in der einheimischen Währung zu finanzieren. Länder ohne eigene globale Währung sind auf Finanzströme in anderen Währungen angewiesen, und daher sehr viel stärker der Volatilität globaler Finanzmärkte ausgesetzt. Vor allem in Krisenzeiten bietet sie große Vorteile. Aufgrund ihrer Stabilität und der Liquidität der Finanzmärkte flüchten Investoren weltweit gerade dann in globale Währungen. Daher gelang es den USA und der Eurozone, also den Wirtschaftszonen mit den beiden einzigen globalen Währungen, während der globalen Finanzkrise zwischen 2007 und 2009 Kapital aus dem Ausland anzuziehen und damit die negativen Konsequenzen der Krise zumindest etwas abzufedern.

### Die Entwicklung vor der Finanz- und Staatsschuldenkrise

Die erste Dekade des Euro wurde praktisch von allen als großer wirtschaftspolitischer Erfolg gewertet. Die Kritiker

im In- wie Ausland verstummten, als die 2000er Jahre in den meisten europäischen Ländern einen wirtschaftlichen Aufschwung brachten. Vor allem die ärmeren Länder der Eurozone aus Südeuropa konnten sich über hohe Kapitalzuflüsse freuen. Diese Investitionen in den Peripherieländern waren genau das, was sich viele von der Währungsunion erhofft hatten. Der Konvergenzprozess bescherte den schwächeren Ländern hohe Kapitalzuflüsse, einen Boom an Investitionen und eine gestärkte Nachfrage. Durch den Euro waren Investitionen in Ländern wie Portugal und Griechenland sehr viel attraktiver geworden. Denn die Angleichung dieser Länder an die Verhältnisse in Deutschland und den stärkeren nordeuropäischen Ländern führte zu einer zum Teil deutlich höheren Rendite. Der Erfolg des Euro und die starken Kapitalflüsse und Investitionen machten die aufholenden Länder auch anfällig für eine eventuelle Krise, in der ein Ausbleiben der Kapitalflüsse zu einer starken Abschwächung der Wirtschaft führen würde.

Die globale Finanzkrise der Jahre 2007/2008 war die tiefste Krise seit der Großen Depression der 1930er Jahre. Die Finanzkrise zeigte, dass viele dieser Angleichungserwartungen übertrieben oder falsch, viele der Investitionen und Ausgaben in Südeuropa zum Teil exzessiv und fehlgeleitet waren. Entstanden war eine riesige Blase etwa im spanischen Immobilienmarkt und auf den irischen Finanzmärkten. Der Wirtschaftseinbruch ließ diese Blasen platzen und die Finanzierungskosten für viele Unternehmen und private Haushalte in untragbare Höhe schnellen. Mehrere große Geschäftsbanken im gesamten Euroraum mussten starke Verluste verkraften und von den Staaten des Euroraums rekapitalisiert werden. Durch die Belastungen der Rezession und der Bankenrettung für die Staatshaushalte wurde die Finanzkrise zu einer Staatsschuldenkrise.

Auch die gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte im Euroraum waren in den Boomjahren 2003 bis 2007 deutlich größer geworden. Die Leistungsbilanz, in der sich die Nettoersparnis einer Volkswirtschaft spiegelt, war um das Jahr 2000 herum in den meisten Ländern ausgeglichen. Das änderte sich während der ersten zehn Jahre des Euro dramatisch. Länder wie Portugal, Spanien, Irland und Griechenland verzeichneten große Importzuwächse, während die Exporte in die Eurozone und den Rest der Welt nur moderat stiegen. In Deutschland passierte genau das Gegenteil. Während das Land im Jahr 2000 ein geringes Leistungsbilanzdefizit aufwies, stiegen die Exporte vor allem nach Südeuropa in der Folgezeit dramatisch an. Bis 2007 hatte Deutschland einen Leistungsbilanzüberschuss von mehr als 6 % des Bruttoinlandsprodukts angehäuft. Dieser Überschuss war nahezu komplett im Handel mit anderen Euroländern entstanden.

4 F. Balli, S. Kalemli-Ozcan, B. E. Sørensen: Risk sharing through capital gains, in: Canadian Journal of Economics, 45. Jg. (2012), H. 2, S. 472-492; B. E. Sørensen, O. Yosha: International risk sharing and European monetary unification, in: Journal of International Economics, 45. Jg. (1998), H. 2, S. 211-238.

5 S. Kalemli-Ozcan, E. Papaioannou, J. L. Peydró: What lies beneath the euro's effect on financial integration? Currency risk, legal harmonization, or trade?, in: Journal of International Economics, 81. Jg. (2010), H. 1, S. 75-88.

6 E. Ilzetki, C. M. Reinhart, K. S. Rogoff: The Country Chronologies to Exchange Rate Arrangements into the 21st Century: Will the Anchor Currency Hold?, NBER Working Paper Series, Nr. 23135, 2017; C. M. Meissner, N. Oomes: Why do countries peg the way they peg? The determinants of anchor currency choice, in: Journal of International Money and Finance, 28. Jg. (2009), H. 3, S. 522-547.

## Der Euro als Sündenbock für die Finanz- und Staatsschuldenkrise

Die beschriebenen Verwerfungen und Folgen der Finanzkrise wurden dem Euro zugeschrieben und aus der Finanz- und Staatsschuldenkrise wurde die „Euro-Krise“. Doch ist der Euro wirklich der Schuldige? Sicherlich hat er es leichter gemacht, Kapital in Südeuropa zu investieren. Der Euro, und damit der Wegfall von Währungsrisiken, hat diese Investitionen attraktiver erscheinen lassen und damit hat er zu den Ungleichgewichten der Leistungsbilanzen beigetragen. Das Absinken der Zinsen hat Staaten, Unternehmen und private Haushalte verleitet, riskante Entscheidungen zu treffen. Allerdings steht die gemeinsame Währung nur dafür, dass ein investierter Euro auch in Euro und keiner anderen Währung zurückgezahlt wird. Das Versprechen hat der Euro im Übrigen gehalten. Dass Investments riskant sind und sich unter Umständen nicht rentieren, kann eine gemeinsame Währung nicht verhindern. Die Verantwortung für die Investitionen tragen die Investierenden selbst.

Die gemeinsame Währung des Euroraums hat auch nicht die Finanzkrise verursacht, sondern Finanzinstitute, die langfristige und, wie sich im Nachhinein herausstellte, überbewertete Wertpapiere mit kurzfristigen Krediten kauften. Da in den 1990er Jahren eine Wirtschaftskrise in den nun erlebten Ausmaßen ausgeschlossen wurde, war das System der gemeinsamen Währung auf die Finanzkrise nicht ausreichend vorbereitet. Allerdings reagierten die Länder des Euroraums schnell, unter anderem mit der Schaffung des Rettungsschirms. Es ist deshalb falsch, die Finanzkrise als „Euro-Krise“ zu bezeichnen. In Bezug auf die Staatsschuldenkrise wird häufig argumentiert, dass der Euro die Euroländer in ein enges wirtschaftspolitisches Korsett zwingt, das ihnen die Möglichkeit nimmt, ihre Wirtschaftspolitik auf die eigenen Bedürfnisse abzustimmen. Hätten die Krisenländer ihre eigene Währung, so wird weiter argumentiert, dann könnten sie diese abwerten, so an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen, ihre Exporte steigern und mehr Beschäftigung und Wachstum generieren. Stellt ein Austritt einzelner Länder aus dem Währungsverbund eine Lösung für die Staatsschuldenkrise dar?

### Ein Ende des Euro als Ende der Probleme?

Für manchen mag diese Logik recht schlüssig klingen, denn viele der südeuropäischen Länder haben eine solche Strategie der wiederholten Abwertung der eigenen Währung in den vergangenen Jahrzehnten häufig betrieben, um ihre Wettbewerbsfähigkeit kurzfristig zu schützen. Das Argument aber, nur eine Abwertung der Währung könne den Krisenländer langfristig und permanent

## Autorinnen und Autoren des Zeitgesprächs



**Prof. Dr. Marcel Fratzscher** ist Hochschullehrer an der Humboldt-Universität zu Berlin und Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin).



**Prof. Dr. Alexander Kriwoluzky** leitet die Abteilung Makroökonomie am Deutschen Institut für Wirtschaftsforschung (DIW Berlin).



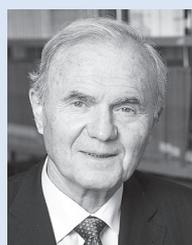
**Prof. Dr. Stefan Schäfer** lehrt Volkswirtschaftslehre/Makroökonomie an der Wiesbaden Business School der Hochschule Rhein-Main.



**Prof. Dr. Ulrike Neyer** vertritt das Fachgebiet Volkswirtschaftslehre, Monetäre Ökonomik, an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf.



**Prof. Dr. Gerhard Illing** ist Leiter des Seminars für Makroökonomie am Institut für Volkswirtschaftslehre der Ludwig-Maximilians-Universität München.



**Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Otmar Issing** ist Präsident des Center for Financial Studies der Goethe-Universität in Frankfurt am Main.

© DIW Berlin/Florian Schuh

wieder zu mehr Wettbewerbsfähigkeit und Wachstum verhelfen, ist falsch. Denn dieser Vorschlag lässt die Ursache der Probleme außer Acht: Die größte Herausforderung für ausnahmslos alle europäischen Krisenländer ist heute die Umsetzung von institutionellen und Strukturformen. Eine eigene Währung und ihr Wertverfall würden solche Strukturformen nicht ersetzen und nicht leichter machen. Im Gegenteil: Der unvermeidliche wirtschaftliche Kollaps würde den Regierungen für viele Jahre noch weniger wirtschaftspolitischen Spielraum lassen, als sie heute haben.

Es gibt zusätzlich einen fundamentalen Unterschied zwischen einer Abwertung der eigenen, existierenden Währung und der Aufgabe und Konvertierung des Euro in eine andere Währung. Zwar würde die neue nationale Währung massiv abwerten, die Unternehmen könnten nun einen großen Teil ihrer Einnahmen aber nur in dieser neuen, schwächeren Währung erhalten. Die Schulden und Kredite müssten jedoch weiterhin in Euro bedient werden. Die Unternehmen wären mit ihrer neuen, schwachen Währung also nicht in der Lage, ihre Schulden zu begleichen. Dasselbe würde für Arbeitnehmer gelten, die ihre Gehälter nun in der neuen Währung erhalten, jedoch Schulden nach wie vor in Euro zurückzahlen müssen.

Die Konsequenzen wären Staatsbankrotte und eine Insolvenz-Welle bei Unternehmen und privaten Haushalten. Es ist nicht schwer, sich auszumalen, was dies für Beschäftigung und Wachstum bedeuten würde. Die Erfahrung Indonesiens zeigt, wie extrem schmerzvoll Finanzkrisen sein können: Obwohl Indonesien sowohl über eine eigene Währung verfügte als auch sehr viel geringere wirtschaftliche Probleme hatte als viele der europäischen Krisenländer Europas heute, brach das Wirtschaftswachstum während der Finanzkrise 1997 bis 1998 um mehr als 20 % ein. Damit war der Rückgang in einem einzigen Jahr etwa so groß wie der, den Griechenland über die letzten fünf Jahre hinnehmen musste. Viele derer, die sich für einen Austritt Griechenlands aus dem Euro aussprechen, argumentieren, dass die Krise nicht mehr schlimmer für Griechenland werden kann. Die Erfahrung anderer Länder zeigt überdeutlich, dass dies falsch ist – ein Austritt aus dem Euro würde für die betroffenen Länder mit hoher Wahrscheinlichkeit zu einem noch viel tieferen Kollaps und einer noch größeren Tragödie für Menschen und Wirtschaft führen.

Auch in Deutschland würde solch ein Kollaps der Krisenländer unweigerlich zu einer tiefen Rezession führen. Deutschland ist nicht nur durch seine große Offenheit und seinen intensiven Handel eng mit den Ländern der Eurozone verbunden, auch deutsche Investoren und Unternehmen haben riesige Investitionen in diesen Ländern

getätigt. Ein sehr großer Teil dieser Investitionen würde sich in massive Verluste verwandeln. Das unausweichliche Resultat wären ein Einbruch der Wirtschaftsleistung, niedrigere Einkommen und ein starker Anstieg der Arbeitslosigkeit in Deutschland.

Als Fazit gilt: weder ist der Euro für die Finanz- und Staatsschuldenkrise verantwortlich, noch würde ein Ende des Währungsraums bzw. der Austritt einzelner Länder aus diesem, die Krise lösen. Deswegen bleibt nur der Weg nach Vorne und damit weitere Reformen, die den Euro vor zukünftigen Krisen besser schützen können. Dies erfordert, dass wirtschaftspolitische Entscheidungen auf europäischer Ebene besser koordiniert werden, vor allem in den Bereichen Finanzmärkte, Banken und Fiskalpolitik. Anstatt die Krise ständig als „Euro-Krise“ zu titulieren und das Ende des Euro herbeizureden, sollten alle Anstrengungen unternommen werden, seine Geburtsfehler zu beheben.

### Der Euro ist nicht das Problem, sondern die Lösung vieler Probleme

Was ist zu tun, wie müssen diese Reformen aussehen? Eine Gruppe von 14 deutschen und französischen Wirtschaftswissenschaftlern<sup>7</sup> hat ein Reformprogramm vorgelegt, wie Deutschland und Frankreich zusammenfinden und Europa gemeinsam reformieren können. Die Essenz dieses Reformprogramms ist es, die nationale Eigenverantwortung zu stärken, um gleichzeitig eine bessere Koordinierung der Wirtschaftspolitik und mehr Solidarität zu ermöglichen. Es geht nicht um mehr Vergemeinschaftung und Haftung aller für die Fehler einzelner, sondern um klügere Regeln gekoppelt an eine effektive Risikoteilung und -reduzierung.

Ein solches Reformprogramm will die Eigenverantwortung nationaler Regierungen und gleichzeitig die Marktdisziplin stärken, indem es die existierenden Fiskalregeln durch eine neue, bessere Regel ersetzt. Den geltenden Regeln fehlt es an Flexibilität in schlechten und an Biss in guten Zeiten. Nach der neuen Regel sollen die Staatsausgaben auf lange Sicht nicht schneller wachsen dürfen als die nominale Wirtschaftsleistung, und langsamer in Ländern, die Schulden abbauen müssen. Eine solche Regel erlaubt eine stärker antizyklische Fiskalpolitik, weil sie mehr Disziplin in guten Zeiten verlangt, aber auch mehr Flexibilität in schlechten Zeiten ermöglicht. Überwacht werden sollen diese Regeln durch unabhängige nationale Fiskalräte und einen gemeinsamen europäischen Fiskalrat.

<sup>7</sup> A. Bénassy-Quéré, M. K. Brunnermeier, H. Enderlein, E. Farhi, M. Fratzscher, C. Fuest, P.-O. Gourinchas, P. Martin, J. Pisani-Ferry, H. Rey, I. Schnabel, N. Véron, B. Weder di Mauro, J. Zettelmeyer: How to reconcile risk sharing and market discipline in the euro area, CEPR Policy Insight, Nr. 91, 2018.

Regierungen, die diese Regeln verletzen und ihre Ausgaben stärker steigern, müssen dies durch nachrangige Staatsanleihen finanzieren, die im Falle eines ESM-Rettungsprogramms verlängert werden. Die entstehende Marktdisziplin wäre viel effektiver als die derzeitige Androhung von Strafen, die zudem zu heftigen Konflikten innerhalb der Eurozone geführt haben. Hiermit einhergehen sollte eine geordnete Schuldenrestrukturierung von Ländern, die zwar keine Automatismen, aber dafür klare Regeln enthalten sollte, wie private Gläubiger in Krisen beteiligt werden und an welche Bedingungen ESM-Kredite geknüpft sind.

Das Reformprogramm spricht sich auch für eine bessere Risikoteilung aus, allerdings sollte diese vorrangig durch private Kapitalmärkte und nicht durch eine Fiskalunion zustande kommen. Ein zentrales Element dabei sollte es sein, die Abhängigkeit zwischen Staaten und ihren Banken durch eine stärkere Eigenkapitalhinterlegung von Staatsanleihen und einer gemeinsamen Einlagensicherung zu durchbrechen. Das schafft Anreize für Banken, weniger einheimische Staatsanleihen zu kaufen und ihre Portfolios international zu diversifizieren.

Die Bankenaufsicht muss den Druck erhöhen, existierende faule Kredite abzubauen und die Regulierung strenger zu gestalten. Hinzukommen sollte eine synthetische Anlei-

he aller Länder des Euroraums, die zwar eine Alternative zu nationalen Staatsanleihen bietet, aber auch keinerlei Solidarhaftung der Mitgliedstaaten enthalten darf. Nur im Extremfall einer tiefen Wirtschaftskrise sollte ein gemeinsamer, durch Beiträge finanzierter Fonds einzelnen Mitgliedsländern finanzielle Unterstützung gewähren. Ein solcher Fonds sollte keine Verschuldungsfazität enthalten.

Die Essenz dieses Reformprogramms ist es, die Eigenverantwortung nationaler Regierungen zu stärken und gleichzeitig die Koordinierung der Wirtschaftspolitik zu verbessern. Es erfordert keinen großen Wurf, der auf die Vergemeinschaftung von Risiken abzielt. Das Reformprogramm beinhaltet eine Reihe von moderaten und realistischen Reformschritten, die in ihrer Gesamtheit die Währungsunion vollenden und nachhaltig machen.

Die unterschiedlichen Positionen in Deutschland und Frankreich sind keine Widersprüche, sondern komplementäre Elemente eines notwendigen Reformprogramms. Die neue Bundesregierung sollte die historische Chance nutzen und die ausgestreckte Hand des französischen Präsidenten Macron ergreifen, um zusammen Europa zu reformieren und den Euro nachhaltig zu machen. Dies erfordert keine politische Union, eine Reihe von gezielten und realistischen Reformen sind ausreichend, um den Euro wieder zu der Erfolgsgeschichte zu machen, der er von Anfang an war.

Stefan Schäfer

## Dem Euro fehlt ein konsistenter ordnungspolitischer Rahmen

„Damit löschen wir die Armut aus [...]. 2,4 % Neuverschuldung bedeutet viel für die Würde unserer Landsleute und den Reichtum der italienischen Familien.“<sup>1</sup> Mit großen Worten verkündete Italiens Vize-Ministerpräsident Luigi di Maio im Herbst 2018, dass sich die italienische Regierung auf einen Haushalt für 2019 geeinigt hatte. Dabei verband er die großen Worte mit einem großen Auftritt: Triumphal wie sonst nur Fußball-Weltmeister standen Di Maio und seine Mitstreiter auf dem Balkon des Regierungssitzes und ließen sich von ihren Anhängern für ein Budget feiern, das aus Sicht der Regierungsparteien in Rom zwei große Vorzüge aufweist. Es ermöglicht die Er-

füllung diverser Wahlversprechen und stellt – das ist möglicherweise noch wichtiger – den offenen Verstoß gegen die EU-Verschuldungsvorgaben dar. An diese hatten sich die Vorgängerregierungen noch gehalten und waren von einem deutlich niedrigeren Defizit für 2019 ausgegangen. Mit einem EU-konformen Politikansatz aber wollte Di Maio demonstrativ brechen: Sein Auftritt auf dem Balkon stilisierte das Überschreiten der vereinbarten Defizitgrenze zum Akt der Befreiung.

Wie konnte die Neuverschuldungsquote als politisch-administrative Kennziffer eine derartige Bedeutung für die öffentliche Diskussion in der Eurozone erlangen? Wer hierauf eine Antwort finden will, muss bis in die frühen 1990er Jahre zurückgehen. Die konkrete Ausgestaltung der Währungsunion in Form des Maastrichter Vertrages war einem Kompromiss entsprungen, der das übergeordnete integrationspolitische Ziel mit den erheblichen

<sup>1</sup> Vgl. O. Meiler, A. Mühlauer: Ein Fest der Schulden, in: Süddeutsche Zeitung vom 28.9.2018, <https://www.sueddeutsche.de/politik/italien-ein-fest-der-schulden-1.4149969> (24.11.2018); und o.V.: Defizit könnte sogar auf 3 Prozent steigen, n-tv vom 29.9.2018, <https://www.n-tv.de/politik/Defizit-koennte-sogar-auf-3-Prozent-steigen-article20646252.html> (24.11.2018)

Bedenken der deutschen Öffentlichkeit in Einklang bringen sollte. Die Kompromissformel lautete: Die zukünftige Europäische Zentralbank wird nach dem Vorbild der Bundesbank gestaltet, und strenge Beitrittskriterien garantieren, dass nur stabilitätsorientierte Länder Mitglied der Währungsunion werden können. Darauf basierte das Versprechen an die Deutschen: „Die neue Währung wird genauso stabil sein wie die Mark.“ Hier beginnt die heute noch aktuelle Diskussion über die Maastrichter Schuldenstands- und Defizitkriterien.

Den Skeptikern in Deutschland ging dies zu schnell. Statt über die Währungsunion der politischen Union näher zu kommen, wäre es ihrer Ansicht nach sinnvoller gewesen, die gemeinsame Währung erst am Ende – quasi als Krone – auf das vollendete Werk der politischen Einigung Europas zu setzen. Damit vertraten sie die „Krönungstheorie“. Dieser stand die „Grundsteintheorie“ gegenüber, derzufolge die Währungsunion quasi als Grundstein am Beginn der endgültigen ökonomischen und politischen Vereinigung stehen sollte. „Maastricht“ sollte beide Positionen zusammenführen. Das fixe Einführungsdatum (spätestens zum 1.1.1999) trug Züge der Grundsteintheorie, der Katalog der Beitrittskriterien griff die Bedenken der Anhänger der Krönungstheorie auf. Letztere wirklich zufriedenstellen konnte dieser Kompromiss nicht. Für die Maastricht-Kritiker ließ die Gestalt des zukünftigen Währungsgebildes und seine Einbettung in das Gefüge der vielfältigen politischen Beziehungen zwischen der Kommission, der Zentralbank und den Mitgliedstaaten zu viele Fragen offen.

Deren Skepsis brachte ein von 62 Ökonomen unterstütztes „Professorenmanifest“ auf den Punkt, das kurz nach der Unterzeichnung des Maastrichter Vertrages auf großen Widerhall in der Öffentlichkeit stieß. Die Verfasser bezweifelten die Wirksamkeit der Beitrittskriterien, betonten, dass die fortbestehenden strukturellen Unterschiede zu hoher Arbeitslosigkeit in den schwächeren Ländern führen könnten, konstatierten das Fehlen eines „stabilitätspolitischen Grundkonsenses“ in Europa und schlossen mit der düsteren Prognose: „Die überhastete Einführung einer Europäischen Währungsunion wird Westeuropa starken ökonomischen Spannungen aussetzen, die in absehbarer Zeit zu einer politischen Zerreißprobe führen können und damit das Integrationsziel gefährden.“<sup>2</sup>

### „Maastricht“ stößt in Deutschland auf Skepsis

Diese Position hatte unterschiedliche historische und dogmengeschichtliche Wurzeln. Da waren zum einen die

negativen (Hyperinflation 1923, Deflation nach 1929) und positiven (Währungsreform 1948) Erfahrungen der Deutschen mit ihren Währungen im 20. Jahrhundert. Das Wissen um den Wert stabilen Geldes war tief in der Bevölkerung verankert. Man wollte die nach dem Zweiten Weltkrieg gewonnene Überzeugung, eine unabhängige Zentralbank garantiere eine starke Währung und eine starke Währung garantiere Wachstum und Gerechtigkeit, nicht einfach aufgeben, nur um dem vagen Ziel eines vereinigten Kontinents ein wenig näher zu kommen.

Den Deutschen wird zudem nachgesagt, besonders regelorientiert zu sein und Stabilität hochzuschätzen. Ein starker Staat, der dem Handeln des Einzelnen einerseits verlässliche Rahmenbedingungen bietet und diesem andererseits, wo nötig, Grenzen setzt, gilt als unerlässlich für das gesellschaftliche Wohlergehen. Das greift der Ordoliberalismus seit den 1940er Jahren auf. Eine Reihe von konstitutiven Prinzipien der gesellschaftlichen Ordnung soll gewährleisten, dass das Individuum sich bestmöglich entfalten kann. Dazu zählen der Primat der Währungspolitik, die Vermeidung von Haftungsbeschränkungen, die Stetigkeit der Wirtschaftspolitik und nicht zuletzt der Vorrang der Ordnungs- vor der Prozesspolitik. Diese Prinzipien sah ein Großteil der deutschen Öffentlichkeit wie auch der deutschen Ökonomen durch eine gemeinsame Währung gefährdet.

Bundeskanzler Kohl, Außenminister Genscher und Finanzminister Waigel nahmen die gerade unter den Anhängern ihrer Parteien verbreitete Befürchtung sehr ernst, das Zusammengehen mit den „Weichwährungsländern“ im Süden könne Deutschland Instabilität und Inflation bringen. Um den Deutschen die Skepsis gegenüber dem Euro zu nehmen, mobilisierten sie ihr gesamtes politisches Kapital, und Helmut Kohl gelang es mit großem Einsatz, eine symbolträchtige Entscheidung herbeizuführen: Die EZB würde ihren Sitz in Frankfurt haben. Das Signal: Wenn die Geldpolitik weiter in Frankfurt gemacht wird, ist das ein zusätzlicher Garant dafür, dass der Euro eine zweite D-Mark werden wird. Die Währungsunion wird nach deutschem Vorbild geformt.

Demgegenüber stand das Bestreben einiger EG-Staaten, Deutschland und die Bundesbank mit Hilfe des Euro einzuhegen, Deutschland und seine größer gewordene Macht also zu europäisieren. Nicht nur die politische, sondern auch die ökonomische Stärke Deutschlands stieß bei den Nachbarn auf Unbehagen. Viele hatten noch in Erinnerung, wie sehr sich die D-Mark gegen Ende der 1980er Jahre zur faktischen Leitwährung des Europäischen Währungssystems (EWS) entwickelt hatte. Die übrigen EWS-Teilnehmer mussten damals die geldpolitischen Entscheidungen der Bundesbank in schöner Re-

<sup>2</sup> Vgl. R. Ohr, W. Schäfer: Die EG-Währungsunion führt zur Zerreißprobe, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 11.6.1992, S. 11.

gelmäßigkeit nachvollziehen und auch ihre Fiskalpolitik möglichst stabilitätsorientiert ausgestalten. Diese Fesseln wollte man abstreifen und die Geld- sowie die Fiskalpolitik wieder zur Konjunkturförderung einsetzen können. Während die Bundesbank und viele Deutsche also auf eine Währungsunion nach deutschem Vorbild hofften, verfolgten insbesondere Frankreich und die südeuropäischen Länder die Vision eines nicht zuletzt in wirtschaftspolitischer Hinsicht europäisch gezähmten Deutschlands.

### Der Stabilitätspakt: Wie viel Regel muss sein?

Die erste Nagelprobe stellte die Diskussion über den von deutscher Seite und insbesondere der Bundesbank vehement geforderten „Stabilitätspakt“ dar. Dieser sollte gewährleisten, dass das 3 %-Kriterium auch nach 1999 eingehalten würde und „Defizitsünder“ mit Sanktionen rechnen müssten. Genau das wiederum wollten viele im Rest Europas verhindern. Dass der damalige Bundesbankpräsident Hans Tietmeyer mit Reden, Interviews und Publikationen unermüdlich für den Stabilitätspakt warb, veranlasste den französischen Philosophen Pierre Bourdieu, seinerseits mit einer Reihe von Vorträgen und in der Presse vor dem „Modell Tietmeyer“<sup>3</sup> und einem Denken, das ihn an „Maos rotes Buch“ erinnere, zu warnen. Die beiden Modelle einer regel- und stabilitätsorientierten Ordnungsökonomik auf der einen sowie flexiblen, an kurzfristigen konjunkturpolitischen Erfordernissen ausgerichteten Wirtschaftspolitik auf der anderen Seite standen sich schier unversöhnlich gegenüber – mit dem 3 %-Defizitkriterium als Symbol dieses Gegensatzes. Das hinderte die europäischen Politiker nicht daran, einen typischen Brüsseler Kompromiss zu schmieden. Die Maastrichter Schuldenstands- und Defizitvorgaben waren auch langfristig einzuhalten, die Vereinbarungen enthielten jedoch auch eine Prise „Wachstumsförderung“, und das Kind bekam auf französisches Drängen hin einen neuen Namen: „Stabilitäts- und Wachstumspakt“. Die gegensätzlichen Sichtweisen aber blieben bestehen: Die einen hielten ein konsistentes Regelwerk im ordoliberalen Sinne für die Voraussetzung von Freiheit, die anderen für deren unzulässige Beschränkung.

Die in Deutschland immer wieder aufkeimenden Bedenken beruhigte der neue Pakt nur vordergründig. Denn wie wenig ernst die Maastricht-Kriterien genommen wurden, zeigte in den Augen vieler deutscher Kritiker die Debatte über die Auswahl der zukünftigen Euroländer. Insbesondere Italien und Belgien verfehlten das Schuldenstandskriterium deutlich. Dennoch schien alles auf ihre Teil-

nahme an der Währungsunion gleich zu Beginn hinauszulaufen. Die wachsende Kritik an einer „überhasteten“ Einführung des Euro führte Anfang 1998 zu einem zweiten „Professorenmanifest“, diesmal unterzeichnet von 144 deutschen Ökonomen. Dessen Titel („Der Euro kommt zu früh“) war Programm. Man bemängelte den nicht nachhaltigen Konvergenzprozess, warnte vor einem zu schnellen Beginn der Währungsunion mit zu vielen Mitgliedern und plädierte für eine Verschiebung des Projektes.<sup>4</sup>

### Deutschland und Frankreich als erste „Defizitsünder“

Der Euro jedoch startete wie geplant am 1.1.1999 und zwar mit gleich elf Teilnehmerländern, darunter Italien und Belgien. Die importierte geldpolitische Stabilität und die damit importierten niedrigen Realzinsen brachten dem Süden Europas in den Folgejahren einen Aufschwung, der sich später in vielen Fällen als Nährboden für makroökonomische Fehlentwicklungen herausstellen sollte. Gleichzeitig quälte Deutschland sich durch eine zähe Rezession. In der Folge brach ausgerechnet Deutschland – gemeinsam mit Frankreich – als erstes Land den Stabilitäts- und Wachstumspakt. 2002/2003 lag das deutsche Budgetdefizit höher als 3 %. Dass gerade Deutschland als entschiedenster Verfechter finanzpolitischer Solidität und gerade die beiden größten Euroländer die Rolle des ersten Sünders einnahmen – und dass das keinerlei Sanktionen nach sich zog – war kein gutes Zeichen: Wer sollte sich jetzt noch an das Regelwerk der Eurozone halten? Entsprechend groß war das Entsetzen unter den seinerzeitigen Initiatoren des Paktes, und Hans Tietmeyer äußerte „Sorgen um die Stabilitätskultur“<sup>5</sup>.

Die Diskussion über die grundsätzliche Ausrichtung der Wirtschaftspolitik in der Eurozone gewann mit der europäischen Staatsschuldenkrise erheblich an Fahrt. Die Rettungspakete und -mechanismen rissen alte Gräben wieder auf, und erneut stand Deutschland vielen Regierungen insbesondere im südlichen Europa gegenüber. Die Hilfsprogramme für Länder in Bedrängnis waren mit einer Konditionalitätsklausel versehen. Wer Unterstützung wollte, musste strenge fiskal- und strukturpolitische Bedingungen erfüllen. Dies war nicht nur ein Gebot der ökonomischen Vernunft, sondern für Angela Merkel eine politische *conditio sine qua non*, denn mit die heftigste Kritik am faktischen Bruch der Maastrichter No-Bailout-Klausel kam nicht zuletzt aus ihrer eigenen Partei. Sie wollte und konnte die Hilfsgelder nicht in Fässer ohne

3 Vgl. P. Bourdieu: Warnung vor dem Modell Tietmeyer, in: Die Zeit vom 1.11.1996, [https://www.zeit.de/1996/45/Warnung\\_vor\\_dem\\_Modell\\_Tietmeyer](https://www.zeit.de/1996/45/Warnung_vor_dem_Modell_Tietmeyer) (23.11.2018); und o. V.: Wie Maos rotes Buch, in: Der Spiegel vom 9.12.1996, Nr. 50, S. 172-179.

4 Vgl. W. Kösters et al.: Der Euro kommt zu früh, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 9.2.1998, Nr. 33, S. 15.

5 Vgl. H. Tietmeyer: Die europäische Währung – Sorgen um die Stabilitätskultur?, in: A. Rauscher (Hrsg.): Das Europa der 25, Köln 2006, S. 119-134.

Boden fließen lassen. Zur Vermeidung zukünftiger Krisen einigten die EU-Regierungen sich zudem auf den Fiskalpakt, der im Kern eine Verschärfung und Konkretisierung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes darstellt. Dem Verlangen Deutschlands nach einem regelorientierten Vorgehen war damit – wenigstens auf dem Papier – einmal mehr Genüge getan.

Die deutschen Kritiker konnte dieser Kompromiss zwischen „Zusammenhalt der Eurozone“ und dem Versuch, Fehlanreize zu vermeiden, nicht besänftigen. Sie wurden nicht müde, ihre Vorbehalte zu äußern, sogar wiederholt vor dem Bundesverfassungsgericht. Gleichzeitig sind auch viele Bürger insbesondere in Südeuropa unzufrieden. Für sie sind die mit dem Fiskalpakt noch stärker betonten und leichter sanktionierbaren fiskalpolitischen Vorgaben ebenso wie die strukturpolitischen Auflagen der Rettungspakete eine unzulässige Bevormundung. Genauso umstritten ist die seit 2010 immer weniger konventionelle Geldpolitik der EZB. Die Rücktritte von Bundesbankpräsident Weber und EZB-Chefvolkswirt Stark 2011 im Zuge des aus heutiger Sicht bescheidenen Anleihekaufprogramms SMP (Securities Markets Programme) machen deutlich, wie sehr schon die ersten zögerlichen Schritte außerhalb des gewohnten geldpolitischen Rahmens in Deutschland als Tabubruch empfunden wurden. Die weiteren Schritte in Richtung Nullzinspolitik und Quantitative Easing taten ein Übriges, um für erhebliches Misstrauen gegenüber der EZB-Politik zu sorgen.

### Die Krise ist Dauerzustand

Am aktuellen Rand diskutiert Europa nicht nur über den Ausstieg aus der ultralockeren Geldpolitik, sondern auch

über die Target-Salden, die Ausgestaltung der Bankenunion, ein Eurozonen-Budget und über vieles mehr – nicht zuletzt über Italien. 20 Jahre nach Einführung des Euro und zehn Jahre nach dem Beginn der Staatsschuldenkrise ist die Währungsunion weit von jeglicher Normalität entfernt. Die Krise ist Dauerzustand. Das Konzept, die Währungsunion erst einmal zu beginnen und alles Weitere dann im Nachgang erledigen zu wollen, ist offensichtlich nicht aufgegangen.

Die Währungsunion braucht nun endlich das, was ihre Kritiker von Beginn an gefordert haben: ein konsistentes Regelwerk. Dieses muss erstens die Einheit von Haftung und Kontrolle gerade in der nationalen Finanzpolitik gewährleisten. Hier besteht die Schwierigkeit, zentrale und dezentrale Verantwortlichkeiten so auszutarieren, dass einerseits Fehlverhalten vermieden wird, die Mitgliedstaaten sich aber andererseits durch die Kontrolle aus Brüssel nicht bevormundet fühlen. Italien wird zeigen, ob und wie dies möglich ist. Zweitens muss der „Primat der Währungspolitik“ wieder Geltung bekommen. Die EZB muss zu ihrer im engeren Sinne geldpolitischen Rolle zurückkehren. Der Ausstieg aus der Krisen-Geldpolitik mit seinen möglichen Auswirkungen auf die Staatshaushalte und Kapitalmärkte sowie die Konjunktur stellt dafür den ersten Lackmustest dar. Drittens muss die Ordnungspolitik endlich über der Prozesspolitik stehen. Nur so kann die europäische Wirtschaftspolitik das erlangen, was sie dringend braucht: Stetigkeit und Vorhersehbarkeit als Basis des unabdingbaren Vertrauens der Bürger wie der Marktteilnehmer. Das hektische Agieren von Kommission, nationalen Regierungen und EZB seit Ausbruch der Krise ist diesem Anspruch nie gerecht geworden.

Ulrike Neyer

## Der Ankauf von Staatsanleihen durch das Eurosystem – Lender of Last Resort und Quantitative Easing

Zwei Programme erlauben der Europäischen Zentralbank (EZB),<sup>1</sup> Staatsanleihen von Ländern des Euroraums zu kaufen: die „Geldpolitischen Outright-Geschäfte“ (Outright Monetary Transactions, OMTs) und das „Programm

zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors“ (Public Sector Purchase Programme, PSPP). Kauft die EZB Staatsanleihen eines Landes im Rahmen der OMTs, agiert sie als Lender of Last Resort, also als Kreditgeber der letzten Instanz für dieses Land. Die OMTs sind damit ein Instrument zur Vermeidung einer mit hohen Kosten verbundenen Systemkrise in der Form eines ungeordneten Staatsbankrotts und/oder eines ungeordneten Auseinanderbrechens der Währungsunion. Vor diesem Hinter-

<sup>1</sup> Der Begriff Eurosystem steht für die Institutionen, die im Euroraum für die Geldpolitik verantwortlich sind. Das sind die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken im Euroraum. Zur Vereinfachung werden die Begriffe EZB und Eurosystem in diesem Beitrag jedoch synonym verwendet.

grund werden die OMTs in diesem Beitrag grundsätzlich positiv beurteilt. Das PSPP setzt die EZB als Instrument des Quantitative Easing ein. Sie kauft im großen Umfang Staatsanleihen mit dem Ziel, eine, gemessen an dem Ziel der EZB, zu niedrige Inflationsrate zu erhöhen. Das Instrument des Quantitative Easing wird in diesem Beitrag insbesondere aufgrund seiner unerwünschten Nebenwirkungen eher kritisch gesehen.

### Die EZB als Lender of Last Resort für Staaten

Im Frühjahr 2010 wurde die prekäre Lage des griechischen Staatshaushalts immer offensichtlicher. Die Kreditwürdigkeit Griechenlands wurde immer stärker infrage gestellt, sodass der griechische Staat zunehmend Schwierigkeiten bekam, sich am Kapitalmarkt zu finanzieren. Die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts wurde relativ hoch eingeschätzt. Eine Insolvenzordnung für Staaten, die näher regelt, wie im Euroraum mit insolventen Staaten umzugehen ist, gab (und gibt) es nicht. Es bestand folglich die Gefahr eines ungeordneten griechischen Staatsbankrotts. Dies wäre unweigerlich mit einem Austritt Griechenlands aus der Währungsunion verbunden gewesen. Der Staat hätte nicht mehr die Möglichkeit gehabt, seine öffentlichen Ausgaben wie Rentenzahlungen, Gehälter für im öffentlichen Dienst Beschäftigte und Sozialausgaben in Euro zu tätigen. Damit hätte der griechische Staat wieder eine eigene Währung drucken müssen, um überhaupt das öffentliche Leben in Griechenland aufrechtzuerhalten.

Ein Staatsbankrott ist mit immensen wirtschaftlichen und sozialen Kosten, häufig auch mit politischen Instabilitäten verbunden. Insbesondere bei einem ungeordneten Staatsbankrott wäre jedoch nicht nur Griechenland mit großen Problemen konfrontiert gewesen, sondern es bestand die Gefahr, dass andere Länder angesteckt worden wären. Unsicherheiten, Informationsprobleme darüber, inwiefern Länder wie Portugal, Spanien und Italien ihre Schulden weiterhin vereinbarungsgemäß bedienen können, ließ auch die Zinssätze auf diese Staatsanleihen steigen. Dies verschlechterte die Haushaltsslage dieser Länder weiter. Es bestand mithin nicht nur die Gefahr eines ungeordneten griechischen Staatsbankrotts, sondern auch die einer Systemkrise in Form eines ungeordneten Auseinanderfallens der Europäischen Währungsunion. Dies wäre mit gravierenden Kosten für die gesamte Volkswirtschaft des Euroraums verbunden gewesen.

Vor diesem Hintergrund wurden im Mai 2010 von den Mitgliedsländern der Währungsunion ein finanzielles Hilfsprogramm für Griechenland und ein Schutzschirm für den Euroraum beschlossen. Letzterer ermöglichte und ermöglicht gegen wirtschaftspolitische Auflagen die Unter-

stützung von Mitgliedsländern, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind. Ferner begann im Frühjahr 2010 die EZB im Rahmen des neu eingeführten Securities Market Programme (SMP) mit dem Ankauf von griechischen, italienischen, portugiesischen und spanischen Staatsanleihen. An Auflagen waren diese Käufe nicht geknüpft. Im Jahr 2012, als sich die Krise im Euroraum erneut zuspitzte, wurde das SMP durch ein neues Programm zum Ankauf von Staatsanleihen, die OMTs, ersetzt. Dieses Programm ermöglicht der EZB den Ankauf von Staatsanleihen von sogenannten Programmländern, d.h. von Ländern, die unter dem europäischen Rettungsschirm stehen. Finanzielle Hilfen im Rahmen dieses Rettungsschirms, und damit auch der Ankauf von Staatsanleihen im Rahmen der OMTs, sind an wirtschaftspolitische Auflagen geknüpft. Zum 31.12.2012 betrug der Bestand an Staatsanleihen, die im Rahmen des SMP gekauft wurden, 218 Mrd. Euro,<sup>2</sup> im Rahmen der OMTs hat die EZB bis November 2018 keine Anleihen erworben.

Die EZB begründete die Einführung beider Programme damit, die geldpolitische Transmission aufrechterhalten zu wollen. Diese würde durch Spannungen an den Märkten für Staatsanleihen erheblich behindert.<sup>3</sup> In Bezug auf die OMTs geht sie explizit auf die Vermeidung einer potenziellen Systemkrise ein: „mit den OMT [steht] ein hochwirksamer Sicherungsmechanismus zur Vermeidung destruktiver Szenarien, die gravierende Herausforderungen für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet beinhalten könnten ... zur Verfügung.“<sup>4</sup> Mögliche Wertpapierkäufe im Rahmen der OMTs sollen demnach eine mit extrem hohen Kosten verbundene Systemkrise verhindern. Vor diesem Hintergrund sind mögliche Wertpapierankäufe der EZB im Rahmen der OMTs als positiv zu bewerten. Die Zentralbank agiert als Feuerwehr, indem sie als Lender of Last Resort für Staaten zur Verfügung steht. Aufgrund ihrer grundsätzlich unbegrenzten finanziellen Ressourcen ist die Zentralbank die einzige Institution, die diese Funktion glaubwürdig übernehmen kann.

Diese Funktion ist mit Kosten verbunden. Spiegeln die relativ hohen Renditen der entsprechenden Staatsanleihen nicht nur die in einer Krise in der Regel stark ausgeprägten Unsicherheiten und Informationsprobleme wider, sondern eine tatsächlich relativ niedrige Kreditwürdigkeit des jeweiligen Landes, subventioniert die EZB über den

2 Europäische Zentralbank: Details on Securities Holdings Acquired Under the Securities Markets Programme, EZB-Pressemitteilung vom 21.2.2013.

3 Europäische Zentralbank: Die Reaktion der EZB auf die Finanzkrise, EZB Monatsberichte, Oktober 2010, S. 63-79; Europäische Zentralbank: Vom EZB-Rat am 6. September 2012 beschlossene geldpolitische Maßnahmen, EZB Monatsberichte, September 2012, S. 7-12.

4 Europäische Zentralbank: Vom EZB-Rat ..., a. a. O., S. 7.

Ankauf der Staatsanleihen die Staatshaushalte der entsprechenden Länder. Damit bewegt sich die Geldpolitik nah an der Fiskalpolitik. Diese ist jedoch eine Kernaufgabe demokratisch gewählter Regierungen, nicht von unabhängigen Zentralbanken. Es würde ein Demokratiedefizit vorliegen. Auch kann die EZB an Glaubwürdigkeit verlieren – agiert sie tatsächlich als Lender of Last Resort zur Verhinderung einer Systemkrise oder will sie möglicherweise doch die Staatshaushalte entlasten? Die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank ist jedoch entscheidend für die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen. Ferner kann ein Verlust an Glaubwürdigkeit eine Gefahr für die Unabhängigkeit einer Zentralbank darstellen.<sup>5</sup> Weiterhin können die als Folge der Wertpapierankäufe gesunkenen Zinsen den Druck auf Regierungen vermindern, notwendige strukturelle Reformen durchzuführen. Bei den OMTs ist jedoch zu berücksichtigen, dass die EZB nur Staatsanleihen der Länder kauft, die finanzielle Hilfen aus dem Europäischen Rettungsfonds erhalten. Diese Hilfen sind zum einen demokratisch legitimiert und zum anderen an Reformauflagen geknüpft. Die möglichen Demokratiedefizite und der nachlassende Reformdruck bei einem Einsatz als Lender of Last Resort dürften somit nicht so stark ausgeprägt sein.

In dem Moment einer akuten Krise, wenn eine Systemkrise in Form eines ungeordneten Staatsbankrotts und/oder eines ungeordneten Auseinanderbrechens der Währungsunion droht, sind die Kosten eines Lender-of-Last-Resort-Einsatzes in Kauf zu nehmen. Es ist jedoch zu überlegen, inwiefern die institutionellen Rahmenbedingungen so durchgesetzt bzw. gestaltet werden können, dass sowohl diese Kosten, als auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Zentralbank überhaupt als Lender of Last Resort agieren muss, minimiert werden. Für letzteres ist es wichtig, bestehende fiskalische Regeln, wie beispielsweise die des Stabilitäts- und Wachstumspakts, durchzusetzen, damit die Staatshaushalte solide und damit weniger schockanfällig sind. Auch die Möglichkeit eines geordneten Staatsbankrotts würde die Wahrscheinlichkeit des notwendigen Agierens der EZB als Lender of Last Resort für Staaten reduzieren. Es ist deshalb zu überlegen, inwiefern der institutionelle Rahmen im Euroraum um eine Insolvenzordnung für Staaten erweitert werden kann. Auch ist in Erwägung zu ziehen, der EZB explizit das Mandat zu geben, bei Gefahr einer Systemkrise als Lender of Last Resort für Staaten agieren zu können. Dies würde die Stabilität der Währungsunion als Ganzes erhöhen,

5 Für eine Diskussion, inwiefern die im Zuge und in Folge der Finanzkrise neu eingeführten Instrumente und neu übernommenen Verantwortlichkeiten der EZB unter dem Aspekt der Unabhängigkeit der EZB einzuschätzen sind, vgl. U. Neyer: The Independence of the European Central Bank, in: Credit and Capital Markets (Kredit und Kapital), im Erscheinen.

aber auch die Glaubwürdigkeit der EZB stärken, da sie dann gegebenenfalls auf einer eindeutigen gesetzlichen Grundlage agiert.

### Quantitative Easing

Das gesetzlich verankerte, vorrangige Ziel der EZB ist die Gewährleistung von Preisniveaustabilität. Vor diesem Hintergrund strebt die EZB eine Inflationsrate von unter, aber nahe 2% an. Von Januar 2013 bis Januar 2015 sank die Inflationsrate nahezu kontinuierlich von 2% auf -0,6%. Problematisch werden sinkende Inflationsraten, wenn sie in einer gefährlichen, sich selbst verstärkenden Deflation münden. Dies ist der Fall, wenn weiterhin sinkende Preise erwartet und damit Konsum- und Investitionsausgaben in die Zukunft verschoben werden. Die Nachfrage und damit auch die gesamtwirtschaftliche Produktion sinken, die Arbeitslosigkeit steigt. Die Preise gehen aufgrund der sinkenden Nachfrage weiter zurück – ein Teufelskreis. Die akute Gefahr einer gefährlichen, sich selbst verstärkenden Deflation wurde zwar auch zu Beginn des Jahres 2015 nicht gesehen, aber die EZB schätzt grundsätzlich eine zu niedrige Inflationsrate über einen zu langen Zeitraum als problematisch ein und will mögliche Deflationsgefahren im Keim ersticken. Neben der niedrigen Inflationsrate sprach auch das weitere makroökonomische Umfeld im Euroraum zu Beginn des Jahres 2015 (niedriges Wirtschaftswachstum, hohe Arbeitslosigkeit, schwache Kreditvergabe) für eine weitergehende expansive Geldpolitik. Die von der EZB gesetzten Zinssätze hatten jedoch bereits nahezu ihre effektive Untergrenze erreicht. So lag der Hauptrefinanzierungszinssatz der EZB bei 0,05%, der Zinssatz auf die Einlagefazilität war mit -0,02 bereits im negativen Bereich. Signifikante Zinssenkungen der EZB zur Stimulierung der Wirtschaft waren somit nicht mehr möglich. Deshalb beschloss die EZB im Januar 2015 das Expanded Asset Purchase Programme (EAPP), ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren. Im Rahmen dieser, auch als Quantitative Easing bezeichneten geldpolitischen Maßnahme kauft die EZB seit März 2015 monatlich im großen Umfang Wertpapiere an. Ende Oktober 2018 betrug der Bestand an Wertpapieren, die die EZB im Rahmen des EAPP erworben hat, 2.547 Mrd. Euro. Rund 82% hiervon sind Staatsanleihen.<sup>6</sup>

6 Im Rahmen des Expanded Asset Purchase Programme wurden monatlich von März 2015 bis März 2016 für 60 Mrd. Euro, von April 2016 bis März 2017 für 80 Mrd. Euro, von April 2017 bis Dezember 2017 erneut 60 Mrd. Euro Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors gekauft. Von Januar bis September 2018 lag das Volumen bei 30 Mrd. Euro, seit Oktober 2018 liegt es bei 15 Mrd. Euro. Es ist geplant, ab Januar 2019 unter diesem Programm keine Nettokäufe mehr zu tätigen. Fällig werdende Tilgungen sollen jedoch reinvestiert werden. Bezüglich dieser und aktueller Bestandszahlen in den Ankaufprogrammen der EZB vgl. Europäische Zentralbank: Asset purchase programmes, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/html/index.en.html> (10.12.2018).

Ziel dieses Programms ist es, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, die sich aus dem privaten Konsum, den privaten Investitionen, den Staatsausgaben und dem Außenbeitrag zusammensetzt, zu stimulieren und damit die Inflationsrate zu erhöhen. Entscheidend ist, dass der Ankauf der Staatsanleihen zu steigenden Kursen und damit zu sinkenden Renditen dieser Anleihen führt. Damit kann das geldpolitische Instrument des Quantitative Easing über verschiedene Transmissionskanäle auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wirken. Im Folgenden werden diese kurz beschrieben<sup>7</sup> und gegebenenfalls Probleme skizziert, die die Wirksamkeit des entsprechenden Kanals im Euroraum einschränken:

1. *Portfolioumschichtungskanal über Banken:* Banken halten im großen Umfang Staatsanleihen. Durch die als Folge des Ankaufprogramms gestiegenen Kurse der Staatsanleihen haben sie einen Anreiz, diese Anleihen zu verkaufen bzw. keine neuen zu kaufen und alternativ Kredite zu vergeben (Portfolioumschichtung). Der private Konsum, die privaten Investitionen, mithin die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigen. Aber Staatsanleihen haben aus Sicht der Banken den Vorteil, dass sie in der Bankenregulierung bevorzugt behandelt werden. Sie müssen nicht mit Eigenkapital unterlegt werden und werden als erstklassige hochliquide Aktiva eingestuft.<sup>8</sup> Diese bevorzugte Behandlung von Staatsanleihen in der Regulierung wirkt dem Anreiz der Portfolioumschichtung und einer damit einhergehenden Ausweitung des Kreditangebots entgegen. Auch von der Kreditnachfrageseite her gibt es Faktoren, die einer signifikanten Erhöhung der Vergabe von Bankkrediten im Euroraum entgegenstehen. So steht, insbesondere in den Peripherieländern, die hohe Verschuldung der Unternehmen und privaten Haushalte einer weiteren Kreditaufnahme entgegen. Dort ist man eher bestrebt, den Schuldenüberhang abzubauen. In Deutschland hingegen haben Unternehmen vielfach eigene finanzielle Mittel angehäuft, sodass sie auf Bankkredite nicht angewiesen sind.
2. *Portfolioumschichtungskanal über Nicht-Banken:* Durch die sinkende Rendite der Staatsanleihen haben auch Nicht-Banken (institutionelle Anleger, priva-

te Haushalte) einen Anreiz, nicht mehr diese Anleihen, sondern beispielsweise verstärkt Unternehmensanleihen zu kaufen. Dadurch steigen die Preise der Unternehmensanleihen, d.h. deren Rendite und damit die Zinsen, die Unternehmen zahlen müssen, wenn sie sich über die Ausgabe von Anleihen finanzieren, sinken. Aufgrund der sinkenden Anleiherenditen besteht für Nicht-Banken auch der Anreiz, verstärkt Aktien zu kaufen. Damit steigen die Aktienkurse. Niedrigere Zinsen, höhere Aktienkurse – insgesamt verbessern sich also die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen am Kapitalmarkt. Dies wirkt sich grundsätzlich positiv auf ihr Investitionsverhalten und damit auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aus. Aber die entscheidende Quelle für externe Finanzierungsmittel sind für einen Großteil der Unternehmen im Euroraum die Banken, nicht der Kapitalmarkt.

3. *Vermögenskanal:* Die niedrigen Renditen der Staatsanleihen bewirken, dass andere Vermögensgegenstände (Aktien, Immobilien) gekauft werden. Steigende Aktienkurse und Immobilienpreise sind die Folge. Eigentümer von Aktien und Immobilien werden reicher, ihr Vermögen steigt. Dies führt dazu, dass sie mehr konsumieren, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mithin steigt. Dieser Vermögenskanal ist im Euroraum jedoch, im Vergleich zu den USA beispielsweise, eher schwach ausgeprägt.<sup>9</sup>
4. *Staatsausgabenkanal:* Durch den Ankauf der Staatsanleihen werden die Finanzierungskosten der Staaten gesenkt. Die gesunkenen Finanzierungskosten verschaffen den Staaten einen weiteren Finanzierungsspielraum, um Staatsausgaben zu erhöhen, d.h. die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigt. Hierbei ist jedoch das Problem, dass die hohe Verschuldung in vielen Ländern der Währungsunion, gerade in den Peripherieländern, auch bei einer sinkenden Zinsbelastung keine signifikante Erhöhung der Staatsausgaben erlaubt.
5. *Signalkanal:* Mit der Ankündigung des PSPP im Januar 2015 hat die EZB mitgeteilt, dass die Ankäufe bis mindestens September 2016 erfolgen sollen.<sup>10</sup> Sie hat damit signalisiert, dass sie über einen längeren Zeitraum

7 Eine kurze Beschreibung verschiedener Transmissionsmechanismen des Quantitative Easing findet sich z.B. auch bei Deutsche Bundesbank: Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, Deutsche Bundesbank Monatsberichte, Juni 2017, S. 29-54.

8 Vgl. zur Behandlung von Staatsanleihen in der Bankenregulierung z. B.: A. Lenarčič, D. Mevis, D. Siklós: Tackling Sovereign Risk in European Banks, European Stability Mechanism Discussion Paper Series, März 2016; Basel Committee on Banking Supervision: The Regulatory Treatment of Sovereign Exposures, Bank of International Settlements Discussion Papers, Dezember 2017.

9 Für eine Beschreibung des Vermögenskanals und entsprechende empirische Untersuchungen siehe z.B. Europäische Zentralbank: Immobilienvermögen und private Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet, EZB Monatsberichte, Januar 2009, S. 63-78; A. Nastansky: Der Einfluss der Aktienkurse und Immobilienpreise auf den Konsum und die Investitionen in Deutschland, in: Credit and Capital Markets (Kredit und Kapital), 54. Jg. (2011), H. 3, S. 339-365.

10 Europäische Zentralbank: EZB kündigt erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten an, EZB Pressemitteilung vom 22.1.2015.

eine expansive Geldpolitik verfolgen würde. Mit Hilfe dieser Forward Guidance genannten Kommunikationsform will die EZB Inflationserwartungen stabilisieren und damit einer sich selbst verstärkenden Deflation entgegenwirken. Ferner bewirkt die Festlegung des geldpolitischen Kurses über einen längeren Zeitraum, dass für die Banken die Gefahr des Zinsänderungsrisikos sinkt. Sie können damit grundsätzlich längerfristige Kredite zu einem niedrigeren Zins vergeben. Die Kreditvergabe und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigen. Aber auch hierbei stellt sich die Frage, inwiefern die Kreditvergabe im Euroraum grundsätzlich signifikant steigen kann (siehe Portfolioumschichtungskanal).

6. *Wechselkurskanal*: Der durch den Ankauf der Staatsanleihen ausgelöste Renditerückgang europäischer Anleihen bewirkt, dass weniger Kapital im Euroraum angelegt wird. Die Nachfrage nach Euro geht mithin zurück, er wertet folglich ab. Produkte aus dem Euroraum werden relativ billiger, die Exporte steigen die Importe sinken. Die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nach Produkten aus dem Euroraum steigt.
7. *Risikoneigungskanal*: Bei gleichem Zins sind die Banken bereit, ein höheres Risiko einzugehen, die Kreditvergabe und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage steigen. Die gestiegene Risikobereitschaft der Banken kann folgende Ursachen haben. Erstens senken die durch das Quantitative Easing ausgelösten Vermögenspreissteigerungen (Immobilien, Aktien) die Risikowahrnehmung. Zweitens führt das Quantitative Easing zu einer flacheren Zinsstrukturkurve. Dies hat einen negativen Effekt auf die Profitabilität der Banken und erhöht ihre Bereitschaft zum gleichen Zins riskantere Projekten zu finanzieren (Search for Yield Effect). Drittens senkt die in der Regel mit dem Quantitative Easing verbundene Kommunikationsform des Forward Guidance die Unsicherheit über den zukünftigen Kurs der Geldpolitik, was ebenfalls die Bereitschaft der Banken erhöht, höhere Risiken einzugehen.<sup>11</sup> Aber auch bei dem Risikoneigungskanal stellt sich die Frage, inwiefern die Banken im Euroraum grundsätzlich in der Lage sind, signifikant mehr Kredite zu vergeben (siehe Portfolioumschichtungskanal).
8. *Bankkapitalkanal*: Wenn Banken Staatsanleihen zu Marktpreisen bilanzieren, haben die durch die Staatsanleihekäufe der EZB ausgelösten Kurssteigerungen

11 Zum Risikoneigungskanal vgl. C. Borio, H. Zhu: Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism?, in: Journal of Financial Stability, 8. Jg. (2012), H. 4, S. 236-251.

dieser Anleihen einen positiven Effekt auf das Eigenkapital der Banken. Sind Banken eigenkapitalrestringiert, d. h. wird eine Ausweitung der Bankenkreditvergabe dadurch behindert, dass die Banken nur knapp über das regulatorisch geforderte Eigenkapital verfügen, bewirken die Anleihekäufe der EZB einen Anstieg des Kreditvergabenspielraums der Banken und üben somit einen positiven Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage aus. Entscheidend für diesen Effekt ist die Bilanzierung der Staatsanleihen. Diese unterscheidet sich erheblich zwischen den Banken, aber auch zwischen einzelnen Ländern des Euroraums.<sup>12</sup> Zu bedenken ist jedoch auch ein gegenläufiger Effekt auf die Bildung von Eigenkapital. So führen die Anleihekäufe zu einem Abflachen der Zinsstrukturkurve. Dieses wirkt sich negativ auf die Profitabilität der Banken aus, und damit auf ihre Möglichkeit, mehr Eigenkapital aufzubauen.<sup>13</sup>

Es gibt demnach nicht den einen Transmissionskanal, über den Quantitative Easing auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Euroraum und damit auf die Preise wirkt. Vielmehr existiert eine Vielzahl von Kanälen, von denen ein Großteil im Euroraum seine Wirksamkeit jedoch nur beschränkt entfalten kann. Es gibt eine Reihe von Studien, die untersuchen, wie die makroökonomischen Effekte von Quantitative Easing im Euroraum insgesamt einzuschätzen sind. Diese Studien identifizieren grundsätzlich positive Effekte sowohl auf die Inflation als auch auf das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Diese Studien sind jedoch noch mit erheblichen Unsicherheiten belastet, und kommen demnach bezüglich des Ausmaßes des Effekts zu unterschiedlichen Ergebnissen.<sup>14</sup> Die EZB z. B. schätzt den Effekt kumuliert über die Jahre 2016 bis 2020 auf die Inflationsrate und das reale BIP-Wachstum auf jeweils 1,9 Prozentpunkte, pro Jahr im Durchschnitt also auf knapp 0,4 Prozentpunkte.<sup>15</sup>

12 A. Enria, A. Farkas, L. Overby: Sovereign Risk: Black Swans and White Elephants, in: European Economy, Banks Regulation and the Real Sector, 2. Jg. (2016), H. 1, S. 61.

13 Deutsche Bundesbank: Die Bedeutung von Profitabilität und Eigenkapital der Banken für die Geldpolitik, in: Deutsche Bundesbank Monatsberichte, Januar 2018, S. 29-56.

14 Siehe z. B. Deutsche Bundesbank: Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen ..., a. a. O.; S. Hohberger, R. Priftis, L. Vogel: The Macroeconomic Effects of Quantitative Easing in the Euro Area: Evidence from an Estimated DSGE Model, Bank of Canada Staff Working Paper, Nr. 2018-11; L. Gambetti, A. Musso: The Macroeconomic Impact of the ECB's Expanded Asset Purchase Programme (APP), ECB Working Paper, Nr. 2075, Juni 2017.

15 Europäische Zentralbank: Jahresbericht 2017, Kapitel 2.2.

Mit dem geldpolitischen Instrument des Quantitative Easing sind erhebliche Risiken und unerwünschte Nebenwirkungen verbunden:<sup>16</sup>

1. Die EZB selbst wird mit Problemen konfrontiert. So kann sie an Glaubwürdigkeit verlieren. Will sie mit dem Ankauf der Anleihen tatsächlich die Inflationsrate stabilisieren oder in erster Linie Staatshaushalte von Mitgliedsländern der Währungsunion entlasten? Hierbei ist die tatsächliche Intention der EZB unerheblich. Entscheidend ist, wie die Öffentlichkeit diese einschätzt. Ein Verlust der Glaubwürdigkeit ist für die Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen problematisch und stellt eine Gefahr für die Unabhängigkeit einer Zentralbank dar.<sup>17</sup> Dass die Glaubwürdigkeit der EZB und das Vertrauen in sie gelitten hat, zeigt sich auch darin, dass Zweifel an der Rechtmäßigkeit des PSPP bestanden, etwa darüber, ob das PSPP mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung vereinbar sei und ob die EZB noch innerhalb ihres Mandats agieren würde.<sup>18</sup> Ferner kann das PSPP die Probleme einer möglichen fiskalischen oder finanziellen Dominanz verstärken. Fiskalische bzw. finanzielle Dominanz besteht, wenn die EZB sich nicht mehr primär an ihrem Ziel der Preisniveaustabilität orientieren kann, sondern aufgrund einer hohen Staatsverschuldung bzw. eines fragilen Bankensektors gezwungen ist, eine bestimmte Geldpolitik zu verfolgen. Die Zentralbank ist dann de facto nicht mehr unabhängig.<sup>19</sup>
2. Auch kann durch die herbeigeführte reduzierte Zinsbelastung der Staatshaushalte der Druck auf Regierungen vermindert werden, notwendige strukturelle Reformen durchzuführen.
3. Die „künstlich“, nicht über den Markt erfolgte Senkung der Staatsanleihezinsen führt zu einer Verzerrung der relativen Preise und damit zu Fehlallokationen von Kapital und Risiken. Im Extremfall findet diese Fehlallokation in einer Blasenbildung, z. B. an den Aktien- und Immobilienmärkten, ihren Ausdruck.

<sup>16</sup> Vgl. G. Dell’Ariccia, P. Rabanal, D. Sandri: Unconventional Monetary Policies in the Euro Area, Japan, and the United Kingdom, in: *Journal of Economic Perspectives*, 32. Jg. (2018), H. 4, S. 147-172.

<sup>17</sup> Vgl. hierzu U. Neyer, a. a. O.

<sup>18</sup> Diese Zweifel führten dazu, dass entsprechend eine Verfassungsbeschwerde beim Bundesverfassungsgericht eingereicht wurde. Das Bundesverfassungsgericht hat diese an den Europäischen Gerichtshof weitergeleitet. Anfang Oktober 2018 hat der Generalanwalt des Europäischen Gerichtshofes beide Fragen bejaht. Vgl. hierzu Gerichtshof der Europäischen Union: Generalanwalt Wathelet schlägt dem Gerichtshof vor, zu entscheiden, dass der Beschluss der EZB über ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors an den Sekundärmärkten gültig ist, Pressemitteilung, Nr. 145/18 vom 4.10.2018.

<sup>19</sup> Vgl. U. Neyer, a. a. O.

4. Es kommt auch zu steigenden Risiken für die Finanzstabilität. Ferner bewirkt die sich abflachende Zinsstrukturkurve, dass die Profitabilität der Banken sinkt. Einen negativen Effekt auf die Profitabilität der Banken hat auch, dass der Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB zu einer immer weiter steigenden Überschussliquidität bei den Banken führt, für die sie derzeit einen Strafzins bei der EZB zahlen müssen. Die sinkende Profitabilität der Banken macht sie anfälliger für Schocks und verstärkt ihren Anreiz, höhere Risiken einzugehen (Search for Yield Effect).
5. Die steigenden Exporte bzw. sinkenden Importe gehen mit einer sinkenden Nachfrage nach Produkten aus anderen Ländern einher (Beggary Neighbour Policy). Dies ruft möglicherweise entsprechende Gegenreaktionen der anderen Länder hervor. Ein mit erheblichen Problemen verbundener Abwertungswettlauf kann die Folge sein. Weiterhin ist zu bedenken, dass es nur aufgrund der über diesen Weg künstlich reduzierten Preise für Euroraumprodukte zu einer steigenden Nachfrage nach diesen Produkten kommt. Strukturelle Probleme werden über einen schwachen Euro nicht gelöst.

Dem in verschiedenen Studien identifizierten positiven Effekt des Quantitative Easing auf die Preise stehen somit erhebliche Kosten gegenüber. Bei Staatsanleihekäufen im Rahmen der OMTs ist die Abwendung einer mit hohen Kosten verbundenen Systemkrise das Ziel, und die EZB ist die einzige Institution, die die entsprechende Funktion eines Lender of Last Resort glaubwürdig übernehmen kann. Bei den Staatsanleihekäufen im Rahmen des Quantitative Easing ist es das Ziel, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stimulieren, um die relativ stark von ihrem Zielwert nach unten abweichende Inflationsrate zu erhöhen. Zu bedenken ist, dass eine gefährliche, sich selbst verstärkende Deflation nicht gegeben war und ist. Da die Geldpolitik auch ohne Quantitative Easing bereits extrem expansiv ausgerichtet war und ist, kann, insbesondere vor dem Hintergrund der hohen Kosten, die mit dem Instrument des Quantitative Easing verbunden sind, möglicherweise stärker auf andere Politikbereiche zurückgegriffen werden, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stimulieren.

## Fazit

Die möglichen Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB im Rahmen der OMTs sind grundsätzlich positiv zu bewerten. Die EZB agiert als Lender of Last Resort für Staaten und kann somit einer mit hohen Kosten verbundenen Systemkrise entgegenwirken. Der institutionelle Rahmen sollte jedoch erweitert werden (Insolvenzordnung für

Staaten, explizites Lender-of-Last-Resort-Mandat), so dass die entsprechenden Kosten und die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB als Lender of Last Resort agieren muss, minimiert werden. Das Wertpapierankaufpro-

gramm PSPP, unter dem die EZB seit März 2015 im großen Umfang Staatsanleihen kauft, ist insbesondere aufgrund der starken unerwünschten Nebenwirkungen eher kritisch einzuschätzen.

Gerhard Illing

## Geldpolitik am Limit: die Herausforderungen der EZB an der Zinsuntergrenze

Der Vertrag von Maastricht verpflichtet die Europäische Zentralbank (EZB) im Artikel 127 (1) auf das „vorrangige Ziel [...], die Preisstabilität zu gewährleisten.“ Der Vertrag schreibt der EZB eine eindeutige Zielhierarchie vor, räumt ihr aber Unabhängigkeit ein sowohl bei der Konkretisierung dieses Ziels als auch bei den Entscheidungen darüber, welche Instrumente sie einsetzen sollte, um Preisstabilität zu erreichen. Bereits im Oktober 1998, noch vor der Einführung des Euro Anfang 1999, konkretisierte der EZB-Rat eine quantitative Definition des Ziels der Preisstabilität: „eine jährliche Wachstumsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex für die Euro-Zone von mittelfristig unter 2 %.“

### Furcht vor Deflation

Als sich Anfang des neuen Jahrtausends mit einem starken Einbruch der Aktienmärkte – zunächst in den USA, dann weltweit – eine nachhaltige Rezession ankündigte, verbreitete sich die Sorge vor den Gefahren einer deflationären Spirale. Angestoßen von den Erfahrungen in Japan seit Anfang der 1990er Jahre, wurde der EZB damals vorgeworfen, die von ihr selbst gewählte Definition der Preisstabilität sei asymmetrisch; sie unterschätze die Gefahren einer Deflation, die vor allem in einem so heterogenen Wirtschaftsraum wie dem Euroraum gravierende Folgen haben könne.

So formulierte etwa Hans-Werner Sinn in seinem Aufsatz „Die rote Laterne“<sup>1</sup>: „Eine Deflation [...] wäre eine fatale Entwicklung für Deutschland, weil ein Anstieg der Realzinsen und der Reallöhne die ohnehin alarmierende Zahl der Insolvenzen noch weiter erhöhen würde. Eine geringe Inflation ist unschädlich, eine geringe Deflation wäre hin-

gegen eine Katastrophe. Diese Asymmetrie wird manchmal übersehen [...], sie verbietet es, nur den Durchschnitt in den Blick zu nehmen und besonders ehrgeizige Stabilitätsziele zu verfolgen.“<sup>2</sup> Er forderte deshalb: „Die EZB sollte eine Inflationsrate von 2,5 Prozent für den Durchschnitt der Euro-Länder anpeilen und dabei zugleich darauf achten, dass kein Land in den Bereich einer Inflationsrate von weniger als 1,5 Prozent gedrückt wird.“ Der EZB-Rat gab damals zwar nicht dem Drängen nach, die selbst gewählte Zielgröße anzuheben; er präzisierte im Zuge einer Überprüfung der geldpolitischen Strategie am 8. Mai 2003 aber, dass die EZB mittelfristig eine Inflation von unter, aber nahe 2 % anstrebe.

Die ersten zehn Jahre schien die EZB-Politik eine echte Erfolgsgeschichte zu werden. Im Durchschnitt war die Inflationsrate im gesamten Euroraum viel niedriger als zu Zeiten der Deutschen Bundesbank; sie lag fast punktgenau bei nur etwas über 2 % – trotz starker Heterogenität über die einzelnen Staaten hinweg. Die Inflationsrate in Deutschland lag zwischen 1999 und 2008 bei 1,7 %, in den Boom-Regionen der Peripherie war sie dagegen weit höher. Mit Ausbruch der Finanzkrise hat sich das Bild jedoch stark verändert: In der Zeit von 2009 bis 2017 bewegte sich die Inflation im gesamten Euroraum im Durchschnitt bei nur 1,2 % und lag damit weit unter der Zielgröße von „unter, aber nahe 2 %“. Gravierender noch: Die Inflationsraten verharrten in nahezu allen Staaten des Euroraums auf niedrigen Werten – selbst in Deutschland, dem Land, das sich nach der Finanzkrise relativ rasch erholte, war die Rate seit 2009 im Durchschnitt auch nicht höher als 1,2 %. Der Anpassungsprozess der relativen Preise, der die Peripheriestaaten wieder wettbewerbsfähig machen könnte, konnte deshalb ohne eine starke Deflation in diesen Län-

1 H.-W. Sinn: Die rote Laterne, in: ifo Schnelldienst, 55. Jg. (2002), H. 23, S. 3-33.

2 H.-W. Sinn: Die Euro-Bank sollte mehr Inflation akzeptieren, in: Financial Times Deutschland vom 16.5.2003

dern nicht in Gang kommen. Hans-Werner Sinns Prophezeiung einer „Katastrophe“ erwies sich im Nachhinein somit für die Peripheriestaaten als durchaus zutreffend.

### Niedrigzinspolitik der Fed und der Bank of England

Die Finanzkrise stellte die EZB vor schwere Zerreißproben. Sowohl die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) als auch die Bank of England haben im Herbst 2008 nicht nur ihre Leitzinsen rasch fast auf null gesenkt, sondern zudem mit einer Vielzahl historisch ungewöhnlicher Maßnahmen experimentiert, die auf den ersten Blick in eklatantem Widerspruch zu den traditionellen Vorstellungen von solider Geldpolitik zu stehen scheinen. Weil sie die Zinsen nicht weiter senken konnten, versuchten sie, die Krise mit unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen zu bekämpfen. Die Geldbasis (die Bereitstellung von Liquidität) wurde in den USA und Großbritannien massiv ausgeweitet; der Ankauf von Wertpapieren hat die Zentralbankbilanzen entsprechend stark verlängert. Zudem wurde die Kommunikationsstrategie explizit darauf ausgerichtet, der Öffentlichkeit klar (im Sinne einer „Forward Guidance“) zu signalisieren, es sei beabsichtigt, ihre unkonventionellen Maßnahmen auf längere Zeit beizubehalten. Die transparente Verpflichtung, die Leitzinsen über einen ausgedehnten Zeitraum bis weit in die Zukunft hin niedrig zu halten, sollte dazu beitragen, sowohl die langfristig erwarteten Zinssätze als auch deren Volatilität nachhaltig zu senken.

Die Politik der Fed orientiert sich dabei eng an theoretischen Modellansätzen, die den optimalen dynamischen Zinspfad für den Fall charakterisieren, dass die Zinssätze am kurzen Ende an der effektiven Untergrenze angehangen sind.<sup>3</sup> Die zentrale Botschaft dieser Modellansätze besteht darin, die Zentralbank sollte ihren Leitzins möglichst rasch aggressiv auf die Untergrenze senken, um die Deflationsgefahr wirksam zu bekämpfen und sich zudem darauf verpflichten, die Zinsen anhaltend auch noch dann auf niedrigem Niveau zu lassen, wenn sich die Wirtschaft wieder erholt hat. Gelingt es mit einer solchen Verpflichtung, glaubwürdig die Erwartung anhaltend niedriger Zinsen zu vermitteln, können die Finanzierungsbedingungen nachhaltig verbessert werden und so eine rasche Erholung gewährleisten.

### Anfänglich zögerliche Reaktion der EZB

Im Gegensatz zur aggressiven Politik von Fed und Bank of England zeigte sich die EZB anfangs eher zögerlich.

<sup>3</sup> Vgl. G. Eggertsson, M. Woodford: Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy, Brookings Papers on Economic Activity, Nr. 1, Washington DC 2003, S. 139-233; sowie V. Cúrdia, M. Woodford: Conventional and Unconventional Monetary Policy, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 92. Jg. (2010), H. 4, S. 229-264.

Noch im Lauf des Jahres 2011 erhöhte sie den Leitzins wieder von 1 % auf 1,5 %. Sie war zudem anfangs bestrebt, die Ausweitung der Geldbasis möglichst bald wieder zurückzufahren. Zwar leitete sie eine Vielzahl von Stützungsmaßnahmen ein (wie etwa die Umstellung der Liquiditätsversorgung auf längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und die Ausweitung des Pools zulässiger Kreditsicherheiten); diese waren zunächst aber von vornherein ausdrücklich nur auf einen begrenzten Zeitraum angelegt. Während sich die konjunkturelle Entwicklung in vielen anderen Industriestaaten ab 2011 allmählich beruhigte, kam es im Euroraum nochmals zu einem weiteren massiven Einbruch. Erst mit dem Ausbruch dieser Eurokrise begann auch die EZB vehement mit dem Einsatz unkonventioneller Maßnahmen – etwa dem Rückgriff auf Forward Guidance mit der Zusicherung ab Juli 2013, der „EZB Rat geh[e] davon aus, dass die Leitzinsen für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden“.

Weil aber die wirtschaftliche Aktivität im Euroraum trotz niedriger Zinsen zunächst eher verhalten blieb, entschied sich der EZB-Rat, im Juni 2014 negative Einlagenzinsen und gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte von bis zu vier Jahren einzuführen. Anfang 2015 startete die EZB schließlich ein monatliches Aufkaufprogramm von Staats- und Unternehmensanleihen der Euroländer in massivem Umfang. Mit diesen Entscheidungen hat sie letztlich einen deutlichen Strategiewechsel zu einer expliziten Politik der quantitativen Lockerung (der aktiven Vorgabe von Liquiditätszielen) eingeleitet.

### Kritik an unkonventioneller Geldpolitik

Angesichts zahlreicher Maßnahmen, die scheinbar im Widerspruch zum Standardrepertoire traditioneller Geldpolitik standen, sah sich die EZB vor allem in der deutschen Öffentlichkeit starker Kritik ausgesetzt. In vielen Medien wurde der Vorwurf laut, sie verlasse den bewährten Tugendpfad der Deutschen Bundesbank. Tatsächlich jedoch bedeuten die unkonventionellen Maßnahmen keineswegs einen Paradigmenwechsel; sie stehen vielmehr in der Tradition einer stabilitätsorientierten Geldpolitik mit dem Ziel, Preisstabilität im Sinn einer Inflation von knapp unter 2 % durchzusetzen. Die EZB orientiert sich bei ihren jüngsten Maßnahmen zur quantitativen Lockerung stark an der in den USA nach 2008 betriebenen Geldpolitik – im Bestreben, die dort erreichten Erfolge auf den Euroraum zu übertragen.

Auch in den USA und England wurden die Maßnahmen der Zentralbanken von Anfang an sehr kontrovers diskutiert. Kritiker forderten dort schon 2008 lautstark eine sofortige Umkehr. Sie warnten davor, die Ausweitung der

Geldbasis führe zwangsläufig zu hoher Inflation; zudem brächten die niedrigen Zinsen Gefahren für die Finanzmarktstabilität. Gerade in den USA erwiesen sich die neuen Instrumente jedoch als überraschend erfolgreich. Sie leisteten einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung, ohne dass bislang schädliche Nebenwirkungen erkennbar werden. Die Deflationsgefahr wurde erfolgreich abgewendet; die Inflationsraten blieben seitdem bemerkenswert stabil.

### Neue Transmissionsmechanismen

Theoretisch spielen dabei vor allem zwei Transmissionskanäle eine wichtige Rolle: Zum einen der Signalkanal (die Veränderung der Markterwartungen über den beabsichtigten zukünftigen geldpolitischen Pfad), zum anderen der Portfoliokanal: Die direkten Käufe bestimmter Wertpapiere verändern die relativen Preise verschiedener Vermögenswerte. Mit der Absenkung der langfristigen Zinsen erhöhen sich dann auch andere Vermögenswerte und stimulieren so Inflation und Konsum.

In einfachen Standardmodellen ist der Portfoliokanal unwirksam. Sie gehen von der Annahme aus, auf modernen Kapitalmärkten bestehe perfekte Arbitragemöglichkeit zwischen allen Wertpapieren (etwa zwischen kurz- und langfristigen Staatsanleihen). In der Realität erweist sich diese Annahme jedoch offensichtlich als nicht zutreffend. Ökonometrische Studien der Politik der Fed zeigen, dass die unkonventionellen Maßnahmen einen signifikanten Beitrag zur Senkung der langfristigen Zinsen (um etwa 100 Basispunkte) und der Risikoprämien leisteten.<sup>4</sup> Dabei erweist sich der Signalcharakter als entscheidend: Die stärksten Effekte sind unmittelbar zum Zeitpunkt der Ankündigung der ersten Maßnahmen messbar, zum Zeitpunkt der Durchführung der tatsächlichen Käufe lassen sich dagegen eher schwächere Effekte messen. Zudem scheinen weitere Maßnahmen, die später zusätzlich angekündigt wurden, weniger durchschlagend zu wirken.

Mit dem massiven Einsatz unkonventioneller Maßnahmen hat sich auch im Euroraum die Wirtschaftsaktivität stabilisiert. Da viele Maßnahmen parallel eingeführt wurden, ist es kaum möglich, die Auswirkung einzelner Programme wie die Einführung von Negativzinsen oder die

Einleitung der Politik quantitativer Lockerung zu messen. Ökonometrische Studien weisen aber darauf hin, dass alle Maßnahmen zusammengenommen zu einer signifikanten Stabilisierung der Finanzmarktvariablen (von Vermögenspreisen, langfristigen Zinsen und Zinsaufschlägen) führten. Im Lauf des Jahres 2014 hatten sich die Inflationserwartungen merklich abgesenkt; dies deutete auf die Gefahr gefährlicher Zweitrundeneffekte hin zu einer deflationären Spirale. Ereignisstudien zeigen, dass sich die langfristigen Inflationserwartungen seit der Ankündigung des Aufkaufprogramms merklich stabilisiert haben und somit die Glaubwürdigkeit des von der EZB formulierten Inflationsziels gestärkt wurde.<sup>5</sup> Die gesamte Zinsstrukturkurve hat sich seit der Einführung negativer Einlagenzinsen und dem Wertpapier-Aufkaufprogramm signifikant nach unten verschoben. Der Rückgang und die Konvergenz der längerfristigen Kreditzinsen über den gesamten Euroraum sind ein Indiz dafür, dass sich der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik, der in der Eurokrise stark gestört war, allmählich wieder etwas erholt hat.

Allerdings liegt der Aufschlag der Kreditzinsen über den Leitzins immer noch wesentlich höher als vor Ausbruch der Finanzkrise. Dies könnte bedeuten, dass trotz aller Stimulierungsmaßnahmen der Transmissionsmechanismus im Vergleich zu den Zeiten vor der Krise weniger effektiv ist. Dies mag zum einen an verschärften Regulierungsmaßnahmen liegen, die Risiken im Bankensektor mindern sollen, die aber die Kreditvergabe eher dämpfen und damit in der kurzen Frist gegenläufig zu den unkonventionellen Maßnahmen wirken. Zum anderen könnte es auch ein Indiz dafür sein, dass die Effektivität der Geldpolitik angesichts der effektiven Zinsuntergrenze trotz einer Vielzahl koordinierter unkonventioneller Maßnahmen niedriger ist als in normalen Zeiten.

### Herausforderungen bleiben bestehen

Dies deutet darauf hin, dass die Herausforderungen, vor die sich die EZB seit der Finanzkrise gestellt sieht, auch in Zukunft die Geldpolitik weiterhin belasten werden. Mit dem Rückgang sowohl von Inflationsraten wie realen Wachstumsraten sind die Nominalzinsen im Lauf der letzten 20 Jahre weltweit stetig gesunken. Damit steigt aber die Gefahr, dass Geldpolitik als Stabilisierungsinstrument in ihren Wirkungsmöglichkeiten stark eingeschränkt wird, weil sie immer häufiger an die effektive Zinsuntergrenze stößt und sich deshalb gezwungen sieht, zu unkonventionellen Mitteln Zuflucht zu nehmen.

4 Vgl. dazu die Surveys von S. Bhattarai, C. Neely: A Survey of the Empirical Literature on U.S. Unconventional Monetary Policy, Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper, Nr. 2016-021A, Oktober 2016; und J. E. Gagnon: Quantitative Easing: An Underappreciated Success, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, Nr. 16 – 4, April 2016; sowie die Studie E. Engen, T. Laubach, D. Reifschneider: The Macroeconomic Effects of the Federal Reserve's Unconventional Monetary Policies, Finance and Economics Discussion Series, Nr. 2015-005, Washington 2015.

5 Vgl. etwa P. Andrade, J. Breckenfelder, F. De Fiore, P. Karadi, O. Tristani: The ECB's Asset Purchase Programme: An Early Assessment, ECB Working Paper, Nr. 1956, 2016.

Während der langen Phase der großen Mäßigung – der in aller Welt geringen Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität von Mitte der 1980er Jahre bis zum Jahr 2007 – wurde diese Gefahr als sehr gering eingeschätzt. Ökonometrische Forschungsarbeiten, die sich auf Daten in diesem Zeitraum stützten, ergaben eine vernachlässigbare Wahrscheinlichkeit, dass die Zinsuntergrenze eine bindende Restriktion darstellt. Die jüngsten Erfahrungen seit der Finanzkrise haben zu einem drastischen Umdenken geführt. Obwohl in den USA schon seit Oktober 2014 ein Ausstieg aus den unorthodoxen Maßnahmen eingeleitet wurde, bleiben die langfristigen Nominalzinsen weiterhin niedrig. Damals begann die Fed, ihr Programm der quantitativen Lockerung zu beenden. Sie hielt zunächst ihre Bilanzsumme unverändert; nur auslaufende Wertpapiere wurden durch neue ersetzt. Dann leitete sie einen langsamen Anstieg der Zinsen ein. Schließlich begann sie damit, allmählich ihre Bilanzsumme wieder zurückzufahren, indem auslaufende Wertpapiere nicht mehr ersetzt wurden.

Trotz steigender Zinsen am kurzen Ende bewegen sich aber auch dort die durchschnittlich erwarteten langfristigen Zinsen bislang kaum nach oben. Auch die von den

Entscheidungsträgern der Fed selbst angestellten Langfristprognosen bleiben verhalten. Während die Zinsen am langen Ende in den USA zwischen 1965 und 2000 im Durchschnitt bei 7 % lagen, verharrt die Medianprognose über den langfristigen Leitzins auch im September 2018 bei nur 3 %. Damit wird der Spielraum für Zinssenkungen in Rezessionsphasen aber stark eingeschränkt.

Weil hier alternative Stabilisierungsmechanismen (wie etwa fiskalische Transfers oder eine Arbeitslosenversicherung auf supra-nationaler Ebene) kaum greifen, ist diese Gefahr im Euroraum noch erheblich gravierender. Angesichts dieser Problematik liegt es nahe, auf den Vorschlag zurückzugreifen, die durchschnittlich angestrebte Inflationsrate nicht zu niedrig anzusetzen. Würde die EZB in Zukunft eine Inflationsrate von 2,5 % bis 3 % für den Durchschnitt der Euroländer anpeilen, könnte sie der Gefahr entkommen, allzu häufig in ihren Wirkungsmöglichkeiten durch die effektive Zinsuntergrenze beschränkt zu werden. So ließe sich der Zwang vermeiden, in Zukunft immer wieder auf die so kontrovers diskutierten Instrumente unkonventioneller Geldpolitik zurückzugreifen zu müssen.

Otmar Issing

## EZB – eine erfolgreiche geldpolitische Strategie

Die Europäische Zentralbank (EZB) wurde zum 1. Juni 1998 gegründet. Damit verblieben noch sieben Monate bis zu dem Zeitpunkt, an dem die neue Institution die geldpolitische Verantwortung für die neue Währung übernehmen würde.

Erst wenige Wochen zuvor hatten die Staats- und Regierungschefs die Entscheidung über die Besetzung des Direktoriums (Präsident, Vizepräsident und vier weitere Mitglieder) sowie die am Euro teilnehmenden Länder getroffen. Der neue Währungsraum stellte in jeder Hinsicht eine Terra Incognita dar. Für die EZB und ihre künftige Geldpolitik resultierte daraus ein ungewöhnliches Maß an Unsicherheit.<sup>1</sup>

- *Unsicherheit über die wirtschaftliche Lage:* Die Datenlage ist mit dem Wort unbefriedigend nur unzurei-

chend beschrieben. Sowohl die Quantität der für den Euroraum verfügbaren Daten wie deren Qualität waren schlichtweg katastrophal.

- *Unsicherheit über die Struktur der Wirtschaft:* Größen wie z. B. die Sparquote geben Informationen über das Verhalten von privaten Haushalten etc. Es war völlig ungewiss, wie sich der Übergang von den nationalen Währungen zum Euro auf solche Strukturgrößen auswirken würde.
- *Modellunsicherheit:* Ganz davon abgesehen, dass Modelle für den neuen Währungsraum erst entwickelt werden mussten, stellten die mangelhafte Datenlage und die Unsicherheit über die zentralen Parameter Probleme dar, die erst im Laufe der Zeit mit Aussicht auf Erfolg gelöst werden konnten.

Dieses extreme Ausmaß an Unsicherheit galt es zu berücksichtigen. Schon deshalb schied Inflation Targeting, das zunehmend als „State of the Art“ angesehen wurde,

<sup>1</sup> O. Issing: Monetary policy in uncharted territory, in: O. Issing, V. Gaspar, O. Tristani, D. Vestin: Imperfect Knowledge and Monetary Policy, The Stone Lectures in Economics, Cambridge 2005.

für die EZB als Option aus. Ich habe in dieser Zeit mit führenden Vertretern dieser Strategie diskutiert und sie nicht zuletzt gefragt, wie wir uns auf eine Inflationsprognose, das Fundament des Inflation Targeting, verlassen könnten, wenn weder verlässliche Daten, Parameter oder Modelle verfügbar wären. So lagen etwa stark divergierende Schätzungen der Europäischen Kommission, des Internationalen Währungsfonds (IWF), der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) und von uns selbst über die Produktionslücke vor. Auf die Frage, mit welcher Begründung wir uns für einen dieser Werte entscheiden sollten, habe ich erwartungsgemäß nie eine Antwort erhalten.<sup>2</sup>

### Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie

Als Direktoriumsmitglied, zuständig für die Generaldirektionen Volkswirtschaft und Forschung, fiel mir die Aufgabe zu, die Geldpolitik der EZB vorzubereiten. Für eine intensive, offene Diskussion wählte ich eine Gruppe von Mitarbeitern aus, die auf dem Gebiet der monetären Theorie hervorragend ausgewiesen waren. Als Erstes war die Frage zu klären, ob vor dem Hintergrund des beschriebenen hohen Maßes an Unsicherheit die EZB ihre Geldpolitik nicht einfach mit einem Prozess von Versuch und Irrtum beginnen sollte. Diese Option hätte jedoch den Eindruck einer gewissen Ratlosigkeit erwecken, zu anhaltenden Irritationen in der Öffentlichkeit und insbesondere auf den Finanzmärkten führen können, und schied deshalb schnell aus dem Kreis der Lösungen aus.

Die neue Notenbank konnte nicht auf einen Track Record vergangener erfolgreicher Politik verweisen. Damit stellte sich das Problem des Vertrauens in die neue Notenbank als ganz besondere Herausforderung. Was lag daher näher, als den Euro in der Tradition der stabilen nationalen Währungen, vor allem der D-Mark, und deren Notenbanken, vorab der Deutschen Bundesbank, zu präsentieren? Mit dem Ziel, die hohe Glaubwürdigkeit der Bundesbank so weit wie nur möglich auf die EZB zu übertragen, hatte ich mich noch als Bundesbanker dafür ausgesprochen, die EZB solle – wie die Bundesbank – ein Geldmengenziel ankündigen, wegen der möglichen Unsicherheiten allerdings mit einigen Vorkehrungen.<sup>3</sup> In der konkreten Verantwortung für die neue Währung habe ich mich dann eindeutig gegen ein Geldmengenziel entschieden.

- 2 Im Übrigen haben spätere Revisionen sogar zu Änderungen des Vorzeichens bei den Werten über den Output Gap geführt. Zu diesem Problem vgl. A. Orphanides, S. van Norden: The Unreliability of Output Gap Estimates in Real Time, in: Review of Economics and Statistics, 84. Jg. (2002), H. 4, S. 569-583.
- 3 O. Issing: Die Europäische Zentralbank, in: D. Duwendag (Hrsg.): Finanzmärkte im Spannungsfeld von Globalisierung, Regulierung und Geldpolitik, Schriften des Vereins für Socialpolitik, Neue Folge, Bd. 261, 1997.

Maßgeblich waren dafür theoretische Überlegungen und meine praktischen Erfahrungen in der Bundesbank. Der Übergang von den nationalen Währungen zum Euro verkörperte den Extremfall eines Regimewechsels im Sinne Robert Lucas' mit möglicherweise gravierenden Strukturbrüchen, die die Basis für ein Geldmengenziel gefährden bzw. sogar zerstören könnten.<sup>4</sup>

Als zuständiges Mitglied im Direktorium der Deutschen Bundesbank musste ich immer wieder gegenüber der Öffentlichkeit erklären, warum wir ein Geldmengenziel verfehlt hatten, es aber trotzdem sinnvoll war, an dieser Strategie grundsätzlich festzuhalten. Wäre dieser Fall nach der Einführung des Euro eingetreten, was mit großer Wahrscheinlichkeit zu erwarten war, hätte eine derartige Erklärung kaum überzeugend ausfallen können. Die EZB hätte dann möglicherweise schon bald nach dem Start ihre Geldmengenstrategie für gescheitert erklären müssen, mit schlichtweg katastrophaler Beschädigung ihrer Glaubwürdigkeit.

Gleich beim ersten Treffen der genannten Gruppe machte ich meinen Mitarbeitern klar, dass entgegen dem, was sie von mir möglicherweise erwarteten, ein Geldmengenziel für mich nicht infrage käme. Diese Aussage überraschte sie wohl ähnlich wie später die Mitglieder des EZB-Rates. „Geld“ – im weitesten Sinne – sollte jedoch in der geldpolitischen Strategie eine wichtige Rolle spielen. Muss es nicht verwundern, dass nach weitverbreiteter, wenn nicht herrschender Auffassung „Geld“ in Konzeptionen der „Geld(!)-politik nicht in einer aktiven Rolle gesehen wird?<sup>5</sup> Die Gegenposition hat der langjährige Gouverneur der Bank of England, Mervyn King, auf einen einfachen Nenner gebracht: No money – no inflation.<sup>6</sup>

Parallel zur Diskussion mit meinen Mitarbeitern hatte ich führende Experten aus der ganzen Welt – mit ganz unterschiedlichen Auffassungen – eingeladen, um mit ihnen die Probleme zu diskutieren, vor denen die EZB bei der Entwicklung einer geldpolitischen Strategie stand.<sup>7</sup> Als Ergebnis dieser Arbeit konnte ich dann die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie präsentieren, die vom Direktorium und dem Rat der EZB angenommen und am

- 4 Vgl. R. E. Lucas: Econometric policy evaluation: a critique, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1976.
- 5 Vgl. z. B. M. Woodford: Interest and Prices, Princeton 2003.
- 6 M. A. King: No money – no inflation, in: Bank of England, Quarterly Bulletin, Sommer 2002.
- 7 Die EZB ist wohl die erste Notenbank der Welt, die schon bald nach dem Start in einer wissenschaftlichen Publikation den Prozess der Suche und die Entscheidung für eine geldpolitische Strategie ausführlich dokumentierte; vgl. O. Issing, V. Gaspar, I. Angeloni, O. Tristani: Monetary Policy in the Euro Area, Cambridge 2001.

gleichen Tag, dem 13. Oktober 1998, der Öffentlichkeit bekanntgegeben wurde.<sup>8</sup>

Diese Entscheidung enthielt drei Elemente:

1. *Preisstabilität* definiert die EZB als Anstieg des harmonisierten Preisindex für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Es folgte der ausdrückliche Hinweis, dass dieser Wert mittelfristig einzuhalten ist. Einwände gegen diesen Vorschlag kamen von drei Seiten. So gab es Sympathie dafür, es bei der allgemeinen Formulierung des Maastricht Vertrages – Erhaltung der Preisstabilität – zu belassen und eine Konkretisierung in numerischer Form zu vermeiden. Nach einer anderen Meinung galt der Wert „unter 2 %“ als viel zu ehrgeizig, betrug doch die jahresdurchschnittliche Inflationsrate selbst für die D-Mark in den 50 Jahren ihrer Existenz 2,8 %. Schließlich wurde der vorgeschlagene Wert mit dem Hinweis infrage gestellt, dass die aktuelle tatsächliche Inflationsrate nahe bei 1 % lag. Würde die EZB also nicht dem Vorwurf ausgesetzt sein, mit dem Beginn eine inflationäre Geldpolitik betreiben zu wollen? Nach einer konstruktiven Diskussion einigte sich der Rat schließlich auf meinen Vorschlag. Eine wichtige Rolle spielte dabei die Überzeugung, die EZB sollte sich im Bestreben um Glaubwürdigkeit mit dieser quantitativen Vorgabe unter Rechtfertigungszwang setzen. Dem Beispiel der EZB folgten dann bald viele andere Notenbanken.
2. *Einen Referenzwert für das Wachstum eines breiten Geldmengenaggregats*, das mit Preisstabilität vereinbar ist: Im Dezember 1998 wurde diese Vorgabe mit einem Wert von 4 1/2 % für M3 präzisiert. Die EZB wies dabei ausdrücklich darauf hin, dass es sich bei dem Referenzwert nicht um ein Geldmengenziel handelt. Die monetäre Analyse umfasste von Anfang an nicht nur M3, sondern andere Geldmengenaggregate sowie die „Gegenseite“, die Kreditentwicklung in all ihren Facetten.
3. *Eine breite Analyse der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität*: In diese Analyse gehen alle relevanten Informationen ein, von der Entwicklung der Löhne, der öffentlichen Finanzen und des Wechselkurses etc. sowie die Inflationsprojektion aus dem makroökonomischen Modell für den Euroraum.

In dem mit Beginn der Währungsunion veröffentlichten Monatsbericht erschienen verschiedene Beiträge, in de-

nen die Strategie eingehend erläutert wurde. Diese wurde bald als „Zwei-Säulen-Strategie“ bekannt, mit der monetären Analyse als der ersten und der ökonomischen Analyse als der zweiten Säule. „Die Fülle der eingehenden Informationen wird in der Strategie der EZB gewissermaßen in zwei Kanäle geleitet ... die zwei Säulen-Strategie gibt einen Rahmen, innerhalb dessen die Informationen zunächst in den beiden Säulen überprüft und bewertet, und schließlich miteinander verglichen, gegebenenfalls gegeneinander abgewogen werden. Dieses Cross-Checking endet in einer Einschätzung, die alle relevanten Informationen berücksichtigt sowie in ihrer unterschiedlichen Bedeutung und den verschiedenen Zeitdimensionen angemessen bewertet.“<sup>9</sup> Dabei deckt die ökonomische Analyse den kurz- bis mittelfristigen Zeitraum ab, während der Schwerpunkt der monetären Analyse den mittel- bis langfristigen Gefährdungen der Preisstabilität gilt. Auch in dieser klar strukturierten Erfassung der für die Gesamteinschätzung wichtigen Zuordnung unterschiedlicher Zeithorizonte liegt ein meist unterschätzter bzw. ignoriertes Vorteil der EZB-Strategie.

Auf der Basis dieser umfassenden und geordneten Analyse war die EZB in der Lage, geldpolitische Entscheidungen zu treffen, die weitgehend Zustimmung fanden. Gleichwohl schlug ich nach Ablauf der ersten drei Jahre vor, die Strategie zu evaluieren. Das Ergebnis dieser Überprüfung, der zahlreiche interne Studien zugrunde lagen,<sup>10</sup> bestätigte den Erfolg der Strategie und endete in der einstimmigen Überzeugung, die Geldpolitik auch in Zukunft auf dieser Basis zu führen.

Folgende Modifikationen wurden vorgenommen:

1. Die Definition der Preisstabilität – Preisanstieg unter 2 % – wurde nicht geändert. In einem von Deflations-sorgen geprägten Umfeld erklärte die EZB, sie werde mit ihrer Politik darauf abzielen, die Preissteigerungsrate mittelfristig unter, aber nahe bei 2 % zu halten.
2. Die jährliche Überprüfung des Referenzwertes für M3 wurde aufgegeben. Damit sollte nicht zuletzt Missverständnissen Rechnung getragen werden, es handle sich um ein Jahreskonzept, während der Referenzwert im Grunde eine Größe ohne konkrete zeitliche Dimension darstellt.
3. In den einleitenden Bemerkungen zur Pressekonferenz des EZB-Präsidenten wurde die Reihenfolge der monetären und ökonomischen Analyse getauscht; in-

8 Vgl. O. Issing: Der Euro – Geburt, Erfolg, Zukunft, München 2008. Übersetzungen ins Englische und Chinesische.

9 O. Issing: Der Euro ..., a. a. O., S. 99.

10 O. Issing (Hrsg.): Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy, ECB 2003.

haltlich hat sich nichts geändert. Es hatte sich als sinnvoll herausgestellt, mit Informationen über die aktuelle Entwicklung zu beginnen und die mittel- bis langfristige ausgerichtete monetäre Analyse folgen zu lassen. Mit der Entscheidung, von Beginn an nach jeder Ratssitzung zur Geldpolitik eine Pressekonferenz abzuhalten mit ausgiebiger Gelegenheit für Fragen, hatte die neue Institution Maßstäbe für die Kommunikation der Notenbank gesetzt.

Eine unveränderte geldpolitische Strategie bedeutet keineswegs, dass nicht laufend daran gearbeitet wird. Das geschah von Anfang an. So wurden etwa die Projektionen zur wirtschaftlichen Entwicklung ständig überarbeitet, das Spektrum der Messung der Inflationserwartungen erweitert etc. Eine beeindruckende Veröffentlichung dokumentiert eine Vielzahl einschlägiger Studien.<sup>11</sup> Die Vertiefung und Erweiterung der monetären Analyse gilt etwa dem Zusammenhang zwischen der monetären Entwicklung und Vermögenspreisen, der Risiken für die Finanzstabilität und schlägt sich in Modellen nieder, welche die Ausbreitung finanzieller Schocks erklären. Es ist erstaunlich – um es bei diesem Ausdruck zu belassen –, dass der Mainstream diese wichtige Publikation (wie viele andere einschlägige Arbeiten) einfach ignoriert. Es besteht offensichtlich, aus welchen Gründen auch immer, kein Interesse, sich mit Argumenten auseinanderzusetzen, die nicht ins Konzept des Inflation Targeting passen.

### Eine überlegene Strategie

Die geldpolitische Strategie wurde zunächst im Hinblick auf die besonderen Herausforderungen entwickelt, die aus dem Start in einen neuen Währungsraum resultierten. Kritik aus dem akademischen Bereich konnte nicht ausbleiben. Die Argumente waren zum Teil völlig konträr. Als einzige Notenbank der Welt stellte sich die EZB den „Watchers“ aus allen Bereichen, von der Wissenschaft bis

11 L. Papademos, J. Stark (Hrsg.): Enhancing Monetary Analysis, ECB 2010.

zu den Bankvolkswirten und Journalisten.<sup>12</sup> Die entsprechende Konferenz, die bis heute jedes Jahr stattfindet, hat wesentlich zur Klärung offener Fragen beigetragen. „In such a situation adopting an eclectic monetary policy strategy is an act of intellectual and professional honesty, for which the ECB deserves praise, rather than blame. At the same time, such a strategy deprives the ECB’s policymakers of the possibility of enjoying what we would call in French a ‚confort intellectuel‘.“<sup>13</sup>

Die geldpolitische Strategie der EZB hat sich aber nicht nur als geeignet erwiesen, die schwierige Startphase zu meistern, diese Strategie war von Anfang an auch als eine zukunftsweisende Konzeption angelegt. Keine andere Strategie berücksichtigt in vergleichbarer Weise alle relevanten Informationen und bringt sie in einer konsistenten, strukturierten Analyse zusammen, die die Grundlage für geldpolitische Entscheidungen bildet.

In vielen Diskussionen mit Kollegen aus anderen Notenbanken und der Wissenschaft habe ich immer betont: Die EZB-Strategie stellt nicht den Anspruch, der Weisheit letzter Schluss zu sein, doch ist sie der Versuch, ökonomische und monetäre Analysen in einem Cross-Checking zu verbinden. Das Inflation Targeting, das nach wie vor weithin als „State of the Art“ der Geldpolitik gilt, kann diesem Anspruch nicht gerecht werden.<sup>14</sup> Nach all den Wandlungen, die dieser Ansatz im Laufe der Zeit durchgemacht hat, steht am Ende ein Konzept, das nicht weit von Beliebigkeit entfernt ist. Vor allem aber bleibt die Frage, wie eine Strategie der richtige Wegweiser für die Geldpolitik sein kann, in der monetäre Faktoren im weitesten Sinne keine aktive Rolle spielen.<sup>15</sup>

12 Center for Financial Studies: The ECB and its Watchers 1999-2006, Frankfurt, 5.5.2006.

13 A. Lamfalussy: Statement, in: ECB: The Single Currency and Implications for Governance, Frankfurt 2005.

14 O. Issing: Lessons for Monetary Policy: What should the Consequence be?, IMF Working Paper, April 2011.

15 O. Issing: Central Banks – Paradise Lost, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, November 2012.

### Title: 20 Years of the Euro – a Success Story?

**Abstract:** The euro was introduced as book money on 1 January 1999. The European Central Bank had already been established six months earlier. The European Monetary Union has meanwhile survived a number of crises. Problems arose due to the fact that the framework conditions could not be fully met: The Stability and Growth Pact was not properly observed and an orderly state insolvency is not possible within the European Union. These instruments need to be reformed. There have been developments in the last 20 years: Both the monetary policy instruments and the objectives of the European Central Bank have evolved. The unorthodox monetary policy has been a source of controversy and the orientation towards the development of the money supply became less and less important.

**JEL Classification:** E42, E44, E52, E58