

Die unkonventionelle Geldpolitik der EZB aus Sicht einer Privatbank

Seit Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise befinden sich die Wirtschaftspolitik und die Geldpolitik im Ausnahmezustand. Die Krise hat die Welt zu sehr erschüttert, als dass Regierungen und Notenbanken auf der Suche nach Lösungen noch in den Standard-Lehrbüchern fündig werden könnten. Um die Krise zu bewältigen, haben viele Regierungen finanzielle Mittel in großem Ausmaß mobilisieren müssen: Banken mussten gerettet werden, um den Kollaps des Weltfinanzsystems zu verhindern und um die Kreditversorgung der Wirtschaft aufrechtzuerhalten. Die Konjunktur musste gestützt werden, damit die Wirtschaft nicht in eine deflationäre Abwärtsspirale mit einhergehender Massenarbeitslosigkeit gerät. Die Staaten hatten gewaltige Gefährdungslagen zu kontrollieren und mussten deshalb Maßnahmen ergreifen, die aus marktwirtschaftlicher Sicht unorthodox und die vor allem sehr kostspielig waren. In vielen Ländern fanden die Rettungsmaßnahmen vor einer Kulisse bereits aufgetürmter Staatsschulden statt. Die Weltfinanzkrise wandelte auf diese Weise ihr Gesicht und wurde in mehreren Ländern zu einer Staatsschuldenkrise.

Geldpolitik als „Retter in der Not“

Daraus resultierten zwei Probleme: 1. Die Lage der öffentlichen Haushalte ist in vielen Ländern der Eurozone so stark angespannt, dass kaum noch Mittel zur weiteren Krisenbekämpfung oder zur Konjunkturbelebung vorhanden sind. 2. Im Urteil der Kapitalmärkte sind einzelne Länder nicht mehr kreditwürdig oder drohen zumindest ihre Kreditwürdigkeit zu verlieren. Die Finanzpolitik ist also zunehmend an ihre Grenzen gestoßen, sodass die Geldpolitik als „Retter in der Not“ immer stärker gefordert ist. Das bisherige Vorgehen der Europäischen Zentralbank (EZB), vor

allem der Ankauf von Staatsanleihen als Teil einer zunehmend unkonventionellen Geldpolitik, hat dabei zu heftigen Auseinandersetzungen geführt – in der Öffentlichkeit, in der Wissenschaft, in der Politik und vor allem: in der Europäischen Zentralbank selbst.

Die unkonventionelle Geldpolitik hat auch zu personellen Konsequenzen geführt. Aus deutscher Sicht war im Jahr 2011 der Rücktritt von Axel Weber von seinem damaligen Amt des Bundesbank-Präsidenten zu beklagen. Dies bedeutete gleichzeitig den Rückzug von seiner Kandidatur für das Amt des EZB-Präsidenten, für das er neben Mario Draghi als aussichtsreichster Kandidat galt. Als Kritiker der unkonventionellen

Geldpolitik sah sich Axel Weber im EZB-Rat in einer Minderheitenposition. Ebenfalls zurückgetreten ist der ehemalige Chef-Volkswirt der EZB, Jürgen Stark, nach dessen Einschätzung die „... Währungsunion auf ein schiefes Gleis geraten ist“.¹⁾ Damit verlor Deutschland zwei hochrangige Vertreter im Spitzengremium der EZB. Auch Axel Webers Nachfolger, Bundesbank-Präsident Jens Weidmann, gilt in der Europäischen Zentralbank als isoliert, nachdem er sich mehrfach strikt gegen die unkonventionelle Politik der EZB ausgesprochen hat.

Worum geht es im Kern? Stein des Anstoßes sind die Ankäufe von Staatsanleihen durch die EZB. Kritiker sehen insbesondere das Verbot der Staatsfinanzierung durch die Europäische Zentralbank verletzt,²⁾ Inflation könnte das Ergebnis sein. Zudem würden durch die Interventionen die disziplinierenden Marktkräfte geschwächt. Denn wenn der Zinsdruck sinkt, würde für die betroffenen Staaten die Motivation abnehmen, schmerzhaftige Strukturreformen umzusetzen, mit deren Hilfe nachhaltiger Schuldenabbau ermöglicht wird. Befürworter hingegen argumentieren, allein die EZB könne den Zerfall des Euro verhindern und würde genau das mit ihren Notoperationen gegenwärtig auch tun. Zudem bestehe im derzeitigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld keine Inflationsgefahr.

Umstrittene EZB-Politik

So unterschiedlich die grundsätzlichen Positionen auch sind, Kritiker und Befürworter der EZB-Politik fürchten sich vor dem gleichen Ereignis: dem Zerfall des Euro. Während die Kritiker einen langsamen Zerfall erwarten (durch Inflation und massive Fehlanreize innerhalb der Währungsunion), fürchteten die Befürworter eine Serie

Dr. Jörn Quitzau, Volkswirt, Berenberg Bank, Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG, Hamburg

Dass die unkonventionelle Geldpolitik der Europäischen Zentralbank gleichermaßen heftige Kritiker wie Befürworter hat, ist für den Autor nicht zuletzt Ausdruck unterschiedlicher Auffassungen über die Effizienz der Finanzmärkte. Wer Letztere als voll funktionsfähig und die Ansteckungsgefahren als beherrschbar ansieht, so seine Argumentation, darf die Geldpolitik der EZB als wenig sachgerecht und vielleicht sogar als gefährlich einstufen. Wer wie er und sein Haus aber massive Übertreibungen der Finanzmärkte registriert, darf die geldpolitischen Maßnahmen der Notenbank als vorübergehende Korrektur einer zerstörerischen Marktpolitik ansehen. Bei allem Grundverständnis für die derzeitige EZB-Politik will er seine Bestandsaufnahme aber keineswegs als Empfehlung für eine Anlehnung an die derzeitige Geldpolitik der Fed verstanden wissen, denn diese stuft er als Staatsfinanzierung ein. (Red.)

von Staatsbankrotten und den baldigen Euro-Zerfall, wenn die EZB nicht glaubhaft ihre Bereitschaft signalisiert, am Markt für Staatsanleihen notfalls in unbegrenztem Umfang zu intervenieren (die daraus resultierenden Gefahren halten Befürworter für beherrschbar). Doch wer hat recht?³⁾

Bekannte Risiken

Nachdem die EZB bereits seit über zwei Jahren in begrenztem Umfang Staatsanleihen gekauft hatte, kündigte Präsident Mario Draghi im Juli 2012 an, alles Notwendige für den Fortbestand des Euro zu tun; unbegrenzte Staatsanleihekäufe inbegriffen. Auch nach dieser Ankündigung muss der Diskurs darüber weitergeführt werden, ob das Vorgehen der EZB sachgerecht ist. Denn von der Antwort hängen die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und das Vertrauen in die Gemeinschaftswährung ab. Kritiker und Befürworter haben jeweils gute und gewichtige Gründe auf ihrer Seite. Es geht um mehr als nur um das Spannungsfeld, auf dem deutsche Prinzipientreue und südeuropäischer Pragmatismus aufeinandertreffen. Es geht um die Frage, wie die Europäische Währungsunion künftig stabil, glaubwürdig und mit geordneten Staatshaushalten funktionieren kann.

Die entscheidende Rolle spielt dabei die Annahme über die Rationalität von Finanzmärkten. Wenn Finanzmärkte – wie von der Effizienzmarkttheorie unterstellt – Informationen tatsächlich immer effizient verarbeiten und sie die ökonomische Realität somit ständig korrekt abbilden, dann sind Eingriffe in die Preisbildung am Markt für Staatsanleihen strikt abzulehnen. Wenn Finanzmärkte hingegen – in die eine wie in die andere Richtung – übertreiben, können sie realwirtschaftlichen Schaden anrichten. Tatsächlich hat sich seit der Jahrtausendwende mehrfach eindrucksvoll gezeigt, dass die Märkte deutlich und über längere Zeiträume übertreiben können. Als Beispiele seien die IT-Blase am Aktienmarkt, die US-Immobilienblase und die Rohstoffpreise zwischen den Jahren 2007 und 2009 genannt.

Dennoch halten sich vermeintliche Börsenweisheiten wie „Der Markt hat immer recht“. Auch akademische Kreise unterstellen bei Analyse und Therapie der Euro-Schuldenkrise zum Teil noch die Gültigkeit der Effizienzmarkthypothese. Deshalb ist ein genauerer Blick auf die Zinsentwick-

Abbildung: Spreads gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen



lung an den Märkten für Staatsanleihen hilfreich. Die Abbildung zeigt die Zinsdifferenz von Staatsanleihen der Krisenländer Portugal, Griechenland, Irland und Spanien mit einer Laufzeit von zehn Jahren gegenüber entsprechenden Bundesanleihen. Zinsdifferenzen können als Risikoaufschlag (in diesem Fall auf die als sicher geltenden Bundesanleihen) interpretiert werden. Bereits der erste Blick offenbart, dass die Zinsdifferenzen bis in das Jahr der großen Finanzkrise, also 2008, minimal waren und an den Märkten erst mit Beginn der Staatsschuldenkrise in Griechenland Ende 2009 Nervosität ausbrach.

In Worte gefasst: Die Marktakteure sahen offenbar bis weit in das Jahr 2008 hinein keinen nennenswerten Anlass, an der Bonität der heutigen Krisenländer zu zweifeln – jedenfalls ließen sie sich für die zweifellos vorhandenen Risiken keine entsprechenden Risikoaufschläge bezahlen. Dabei waren schon vor dem Jahr 2009 viele der Probleme bekannt, die in den vergangenen zwei Jahren zahlreiche Beobachter daran zweifeln ließen (und immer noch lassen), die betroffenen Länder könnten jemals einen Weg aus der Krise finden: Griechenlands „kreativer“ Umgang mit offiziellen Statistiken war bekannt; ebenso die Tatsache, dass die griechische Volkswirtschaft über eine schwache Industriebasis verfügte, dass sie mehr im- als exportierte, dass die Schattenwirtschaft blühte und dass die Effizienz des Steuersystems nicht eben hoch war. Der Schuldenstand lag deutlich über 100 Prozent des BIP, und mit den hohen Haushaltsdefiziten verletzte Griechenland seit dem Euro-Beitritt Jahr für Jahr das Defizitkrite-

rium des europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes.

Auch Italiens Schuldenstand lag bereits seit vielen Jahren deutlich über 100 Prozent des BIP, als die Finanzkrise 2008 eskalierte. Zudem waren die ökonomischen Eckdaten des Landes sowie die politischen Eskapaden des Ministerpräsidenten Silvio Berlusconi hinlänglich bekannt. Doch die Marktteilnehmer sahen keinen Grund, an der Rückzahlungsfähigkeit und der Rückzahlungswilligkeit von Ländern wie Italien und Griechenland zu zweifeln.⁴⁾ Dies lässt zwei mögliche Schlüsse zu: 1. Die Marktteilnehmer waren übertrieben gutgläubig und vergaßen, mittels höherer Zinsforderungen den jeweiligen Regierungen entsprechende Anreize zu setzen, rechtzeitig einen soliden haushaltspolitischen Kurs einzuschlagen. In diesem Fall wären die Marktakteure nicht so gut informiert und handelten nicht so rational, wie es die Effizienzmarkttheorie unterstellt. 2. Die Einschätzung über Rückzahlungswilligkeit und -fähigkeit schlägt nicht sukzessive, sondern abrupt um, sodass die Risikoprämien nicht allmählich, sondern sprunghaft steigen (Stichwort: Multiple Gleichgewichte).

Schlagartiger Stimmungswechsel

Der zweite Ansatz wäre geeignet, das Geschehen der vergangenen Jahre mit einem schlagartigen Stimmungswechsel (wie in der Abbildung an den Zinsdifferenzen erkennbar) zu erklären. Ordnungspolitisch hat dieser Ansatz einschneidende Implikationen, denn bei abrupt steigenden Risikoprämien fehlt die Frühwarnfunktion, die Finanzmärkten eigentlich zugeschrieben

wird. In diesem Fall disziplinieren Finanzmärkte nicht, sie bestrafen lediglich. Dementsprechend wäre es fahrlässig, die Kontrolle der Staatsfinanzen künftig primär den Finanzmärkten zu überlassen.

Viel spricht dafür, dass die Finanzmärkte die europäischen Krisenländer – mit Ausnahme Griechenlands – zu negativ bewerten. In Irland, Portugal, Spanien und Italien werden Strukturreformen umgesetzt, die das wirtschaftliche Potenzial dieser Länder auf mittlere und lange Sicht deutlich verbessern werden.⁵⁾ Diese Länder werden wahrscheinlich in der Lage sein, ihre Schulden zu bedienen – sofern ihnen im Zuge einer Marktpanik die Finanzierung nicht abgeschnitten wird. Die entscheidenden Schlagworte für die Europäische Währungsunion lauten deshalb „Ansteckung“ und „Selbsterfüllende Prophezeiung“. Dass die Ansteckungsgefahr, also das Übergreifen der Krise von einem auf ein weiteres Land der Währungsunion, real ist, zeigte sich im Sommer 2011: Als die EU-Staaten einen „freiwilligen“ Schuldenschnitt für private Gläubiger Griechenlands beschlossen, schossen umgehend die Zinsen für die vom Schuldenschnitt nicht betroffenen spanischen und italienischen Staatsanleihen in die Höhe. Hinzu kommt die Gefahr, dass sich negative Erwartungen selbst erfüllen: Wenn eine ausreichend große Zahl von Finanzmarktteilnehmern an den Staatsbankrott eines Landes glaubt, wird diesem Land binnen sehr kurzer Zeit der Zugang zum Kapitalmarkt abgeschnitten. Ein Staatsbankrott kann folglich das Resultat psychologischer Faktoren sein, selbst wenn die Fundamentaldaten noch nicht auf eine ausweglose Situation deuten.

An diesem Punkt entscheidet sich die Frage, ob das unkonventionelle Vorgehen der Europäischen Zentralbank sachgerecht ist oder nicht. Wer die Finanzmärkte auch heute noch für effizient hält, wird Ansteckungsgefahren und sich selbst erfüllende Prophezeiungen allenfalls als Randproblem einordnen und dementsprechend das Vorgehen der EZB kategorisch ablehnen. Wer hingegen Marktüberreibungen nicht für eine seltene und ungefährliche Ausnahme hält, wird für den Einsatz der EZB Verständnis aufbringen. Die Berenberg Bank gehört zu denjenigen, die nach den Vorkommnissen der vergangenen 15 Jahre keinen Zweifel daran haben, dass Märkte zuweilen kräftig übertreiben.⁶⁾ Gründe für irrationale Überreibungen sind unter an-

derem Daumenregeln, Herdentriebe sowie eine Reihe psychologischer und technischer Faktoren beziehungsweise Börsenweisheiten („Greife nie in ein fallendes Messer“).⁷⁾ Die Bank sieht ein substanzielles Risiko, dass die Eurozone aufgrund von Überreibungen in ihrem Bestand gefährdet werden kann und dass mit einem Euro-Zerfall schwere wirtschaftliche Schäden für die Bürger Europas verbunden wären.

Reformprozess glaubwürdig absichern

Die Europäische Währungsunion wurde in einer Zeit konzipiert, als Marktüberreibungen für wenig relevant gehalten wurden. Der Glaube an effiziente, rationale Märkte dominierte. Deshalb bestand aus damaliger Sicht keine Notwendigkeit für eine Institution, die im Notfall – also bei einer zerstörerischen Marktpanik – eingreifen kann. Die Währungsunion befindet sich deshalb in einem Dilemma: Von den Märkten wurde die aufziehende Schuldenkrise verkannt und die Politik hat die Schuldenkrise durch laxen Haushaltspolitik und das Verletzen von Haushaltsregeln verursacht. Dass heute großes Misstrauen gegenüber der Politik besteht, kann nicht verwundern. Wenn aber besorgte und verunsicherte Investoren die Eurozone meiden, bleibt im Ernstfall nur die EZB, die schnelle Finanzierung bereitstellen und den Reformprozess in Europa glaubwürdig absichern kann.

Dass mit ihrem Einsatz eine Vielzahl von Problemen verbunden ist, soll dennoch nicht verschwiegen werden. So darf die Zentralbank nur „lender of last liquidity“, nicht aber „lender of last solvency“ sein. Sie darf also nur Länder stützen, die wie skizziert zwar grundsätzlich solvent sind, die aber aufgrund einer Marktpanik zu vertretbaren Konditionen keinen Marktzugang haben. Zwischen Liquiditäts- und Solvenzproblemen zu unterscheiden, ist in der Praxis gleichwohl eine schwierige Aufgabe. Zudem darf die Hilfe nur vorübergehend gewährt werden, Moral-Hazard-Effekte müssen so weit es geht vermieden werden. Die Liste der Probleme ließe sich mühelos verlängern. Aus dieser Sicht sind die Probleme und Nebenwirkungen nur deshalb zu tolerieren, weil sich Europa wie skizziert in einem dramatischen Ausnahmezustand befindet und der Verzicht auf die unkonventionellen Maßnahmen vermutlich noch größere Schäden anrichten würde als ihr Einsatz.

Die EZB steht mit ihrer unkonventionellen Politik international nicht allein da: Die Schweizerische Nationalbank (SNB) hat im September 2011 eine Wechselkursuntergrenze von 1,20 zum Euro eingezogen, um eine weitere Aufwertung des Franken zu verhindern. Mit der Intervention am Devisenmarkt hat die SNB ein vollkommen irrationales Überschießen des Frankenkurses erfolgreich unterbunden. Die US-Notenbank hingegen betreibt mit ihrer Strategie der geldpolitischen Lockerung und dem massiven Ankauf von US-Staatsanleihen Staatsfinanzierung und stellt sich damit in den Dienst der Finanzpolitik. Die Fed zielt offensichtlich nicht auf gefährliche Überreibungen am Anleihemarkt, sondern sie entlastet neben Bürgern und Unternehmen vor allem den US-Finanzminister, weil sie mit ihren Staatsanleihe-Aufkaufprogrammen das Zinsniveau drastisch senkt. Die Berenberg Bank ist zuversichtlich, dass sich die EZB beim Einsatz ihrer unkonventionellen Mittel an der Schweizerischen Nationalbank orientiert und nicht an der amerikanischen Fed.

Literatur

Berenberg Bank; Lisbon Council (2011), The 2011 Euro Plus Monitor – Progress amid the Turmoil. Die Welt (2011), „Ich wollte die Regierungen mit meinem Rücktritt wach rütteln“, Interview mit Jürgen Stark vom 23. Dezember 2011, Internet-Link: http://www.welt.de/print/die_welt/wirtschaft/articel13781682/Ich-wollte-die-Regierungen-mit-meinem-Ruecktritt-wachruetteln.html Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012), Eurokrise dämpft Konjunktur – Stabilitätsrisiken bleiben hoch, Herbst 2012. Quitzau, Jörn (2012), Verschärfen irrationale Finanzmärkte die Schuldenkrise?, in: HWWI Update 02/2012, S. 1–2. Schmieding, Holger (2012), Unser gutes Geld. Warum wir den Euro brauchen, Murmann Verlag. Walter, Norbert und Quitzau, Jörn (2011), Wer soll das bezahlen – Antworten auf die globale Wirtschaftskrise, Pattloch Verlag.

Fußnoten

- ¹⁾ Die Welt (2011).
- ²⁾ Ob die Käufe am Primär- oder Sekundärmarkt getätigt werden, soll hier nicht weiter erörtert werden, denn in der ökonomischen Wirkung unterscheiden sich beide Verfahren kaum.
- ³⁾ Einen sehr guten Überblick über die Chancen und Risiken der EZB-Politik geben die Wirtschaftsforschungsinstitute in ihrem Herbstgutachten 2012. Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012), S. 49 ff.
- ⁴⁾ Auch die Ratingagenturen haben die Probleme nicht ausreichend erkannt. So hatte Griechenland bis in das Jahr 2010 hinein ein „Investment Grade“-Rating.
- ⁵⁾ Vgl. Berenberg Bank; Lisbon Council (2011).
- ⁶⁾ Vgl. Schmieding (2012) und Walter; Quitzau (2011).
- ⁷⁾ Vgl. Quitzau (2012).