

# UNKONVENTIONELLE MASSNAHMEN DER GELDPOLITIK: EINE KRITISCHE BEURTEILUNG

Armin Rohde<sup>1</sup>  
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

## Abstract

In the present article a recently observable very expansive monetary policy and especially the additional use of so called non-conventional measures of monetary policy is discussed in the case of the European Central Bank. The goal of research is to analyse first to what extent the non-conventional measures of monetary policy are useful instruments to support the monetary policy of the Eurosystem, which is focusing more strictly on developments of interest rates and interest rate levels than on developments of the quantity of money since 2003/2004, when the ECB had changed its monetary policy strategy. Secondly the non-conventional measures, implemented by the ECB, are observed at the background of the institutional arrangements of the Eurosystem's recent monetary policy, which is characterized in short by free and unlimited allotment of central bank money. So if there exist no shortage of central bank money within the banking system of the Eurosystem the question has to be analyzed why for example measures of Quantitative Easing should be necessary to make monetary policy more efficient. Afterwards the intentions of the ECB to use non-conventional measures are discussed in detail. This involves an intensive look on the sense of the intended return of actually very low interest rates to the aim of the ECB of maintaining inflation rates below, but close to 2%. Also a critical look is thrown on the background of the intended sizeable impact on the balance sheet of the Eurosystem by purchasing bonds or securities or by using targeted long term refinancing operations (TLTROs). And at least dangers of the implicitly intended depreciation of the Euro exchange rates are discussed. All in all these intentions of the ECB seem to be not the right way to lead to a proper solution of actually existing economic problems within the Eurozone.

**Keywords:** ECB-balance sheet, Deflation, Euro-Currency Area, European Central Bank, Eurosystem, interest rate policy, inflation rate, key interest rate, monetary policy, price stability mandate, non-conventional measures of monetary policy, Security Markets Program, Quantitative Easing

**JEL Classification:** E49, E52, E58, E59, F33

---

<sup>1</sup> Univ.-Prof. Dr. Armin Rohde, Lehrstuhl für Allgemeine Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld und Währung, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät der Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald, D-17487 Greifswald; [rohdea@uni-greifswald.de](mailto:rohdea@uni-greifswald.de)

## 1. Einleitung

Auf die starken wirtschaftlichen Einbrüche im Gefolge der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise, die im Jahr 2009 u. a. zu einem Rückgang des realen Bruttoinlandsproduktes in den Ländern der Europäischen Währungsunion um -4,4% führten, allein in Deutschland betrug dieser Rückgang, nach der Revision der Daten zur Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) im Jahre 2014, sogar - 5,6%, reagierte das Eurosystem mit einer sehr expansiven Ausrichtung seiner Geldpolitik. Der expansive Kurs der Geldpolitik des Eurosystems wurde mit der Ausbreitung der europäischen Schuldenkrise ab Anfang 2010 noch weiter verstärkt. Die in diesem Zusammenhang an die sogenannten Rettungsprogramme z.B. für Irland, Griechenland, Portugal, Zypern und Spanien gekoppelten Sparauflagen sowie die generellen Bemühungen vieler Euroländer, ihre im Rahmen der Finanzkrise stark angestiegene Staatsverschuldung wieder auf die Einhaltung der Kriterien des sogenannten Stabilitäts- und Wachstumspaktes zurückzuführen, haben die allgemeine Wirtschaftsentwicklung in der Eurozone weiter stark gedämpft, so dass es 2012 und 2013 in den Ländern der Eurozone insgesamt zu erneuten Rückgängen des realen Bruttoinlandsproduktes um -0,7% und -0,4% gekommen ist. Parallel dazu ist die Kreditvergabe der Monetären Finanzinstitute an die Nichtbanken im Eurowährungsraum seit 2012 bis in die jüngste Zeit hinein gesunken. In diesem Umfeld hat sich auch das Wachstum der Geldmenge M3, mit Anstiegsraten in den Jahren 2013 und 2014 zwischen +1% und +2,5%, sehr stark verlangsamt. Begleitet wurde die sich abschwächende Wirtschafts- und Finanzentwicklung schließlich auch von deutlichen Rückgängen der Inflationsrate. So sank der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex z.B. im September 2014 auf einen Wert von 0,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr, nach 0,4% im August. Die Schätzungen der EZB gehen zudem von einer jahresdurchschnittlichen Inflationsrate im Jahr 2014 in Höhe von 0,6% sowie von 1,1% im Jahr 2015 und von 1,4% im Jahr 2016 aus (vgl. EZB 2014d). Damit liegt der Preisniveaustieg unter der von der EZB definierten Norm für die Gewährleistung von Preisniveaustabilität. Gemäß dieser Norm sieht die EZB ihr vorrangiges Ziel dann als gewährleistet an, wenn der Preisniveaustieg, gemessen am Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex, mittelfristig unter, aber nahe 2% liegt (vgl. EZB 2003, S. 87). Um zur Begegnung dieser wirtschaftlichen Abschwächungstendenzen den Grad der expansiven Geldpolitik noch weiter erhöhen zu können, hat die EZB auch sogenannte unkonventionelle Maßnahmen ergriffen und sich zudem, im Rahmen ihres Mandates wie sie betont, den Einsatz weiterer unkonventioneller Maßnahmen ausdrücklich vorbehalten (Vgl. EZB 2014e). Hinter dem Einsatz der unkonventionellen Maßnahmen im Besonderen und hinter der extrem expansiven Ausrichtung der Geldpolitik im Allgemeinen steht letztlich eine stärkere Ausrichtung der Geldpolitik auf die Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit die Hinwendung zu einer Konjunktursteuerung. Dies stellt eine Abkehr von der lange Zeit bestehenden Vorstellung dar, dass es nicht Aufgabe der Geldpolitik sei bzw. sein könne, Konjunkturpolitik zu betreiben. Deshalb wird dieser Auffassungswandel bezüglich der Rolle der Geldpolitik im zweiten Kapitel zunächst kurz nachvollzogen. Danach werden im dritten Kapitel die unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik in ihren Grundzügen beschrieben und Überlegungen

angestellt, ob und inwieweit dadurch eine stärker auf die Konjunktursteuerung ausgerichteten Geldpolitik unterstützt werden kann. Im vierten Kapitel werden die von der EZB mit den unkonventionellen Maßnahmen beabsichtigten Wirkungen beurteilt.

## **2. Hintergründe für eine stärkere Konjunktursteuerung durch die Geldpolitik**

Die aktuelle, sehr expansiv ausgerichtete Geldpolitik des Eurosystems wird erklärbar, wenn man den in der ersten Hälfte der 2000er Jahre stattgefundenen Paradigmawechsel in der Geldpolitik von der Geldmengenorientierung hin zu einer Zinsorientierung betrachtet (vgl. Rohde 2012, S. 234 ff.). Dieser Paradigmawechsel in der Geldpolitik des Eurosystems zeigt sich u. a. an zwei Tatbeständen sehr deutlich. Zum einen am Säulentauch innerhalb der sogenannten Zwei-Säulen-Strategie der EZB, in dessen Rahmen die Bedeutung der Geldmengenentwicklung für die Beurteilung der Geldpolitik von der, zumindest in der Öffentlichkeit so bewerteten, zentraleren 1. Säule in die nach außen als weniger relevant eingeschätzte 2. Säule vollzogen wurde (vgl. EZB 2000, S. 41 ff. und EZB 2003, S. 96 ff.). Zum anderen am Übergang zu einer strikten Zinsstabilisierungs- oder Zinsglättungspolitik am kurzfristigen Geldmarkt seit Ende 2004 (vgl. Deutsche Bundesbank 2007, S. 35). Im Rahmen dieser Zinssteuerung am kurzfristigen Geldmarkt sollte der Tagesgeldsatz EONIA in der Mitte des durch die beiden Ständigen Fazilitäten gebildeten Zinskorridors positioniert werden. Selbst kurzfristige Bewegungen des Tagesgeldsatzes an die Zinsobergrenze (Satz der Spitzenrefinanzierungsfazilität) oder an die Zinsuntergrenze (Satz der Einlagenfazilität) am kurzfristigen Geldmarkt sollten durch einen regelmäßigen Einsatz von Feinsteuerungsoperationen sowie durch die auf einen ausgeglichenen Geldmarkt abzielenden und entsprechend dimensionierten Benchmark-Zuteilungen an Zentralbankgeld vermieden werden (vgl. Rohde 2012, S. 237 ff.).

Während im Rahmen der Geldmengenorientierung die Zinsen zu endogenen Größen der auf die Geldmengenentwicklung fixierten Geldpolitik werden, sind im Rahmen einer Zinsorientierung die monetären Mengenaggregate, insbesondere die Zentralbankgeldmenge, die endogenen Größen der auf die Zinshöhe und auf die Zinsentwicklung fixierten Geldpolitik. Die jeweils endogenen Größen im Rahmen einer geldpolitischen Strategie verlieren zwangsläufig als geldpolitische Indikatoren an Bedeutung. Beide Strategien zielen letztlich auf die Gewährleistung von Preisniveaustabilität ab, und damit auf das vorrangige Ziel der EZB. Die Geldmengenorientierung, weil sie auf einen quantitativ-theoretisch begründeten engen Zusammenhang zwischen der Geldmenge und dem Preisniveau setzt. Die Zinsorientierung, weil sie über die Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage Einfluss auf die Preisniveaumentwicklung nehmen will. Bei Rückgängen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und zur Abwendung der damit grundsätzlich verbundenen Preisniveausenkungstendenzen setzt die zinsorientierte Geldpolitik auf Zinssenkungen. Stärkere Konjunkturrückgänge und insbesondere starke wirtschaftliche Einbrüche in Form von Wirtschaftskrisen verlangen starke

Zinsreaktionen, die gegebenenfalls durch unkonventionelle Maßnahmen der Geldpolitik zu unterstützen sind.

### **3. Unkonventionelle Maßnahmen und Zinsorientierung der Geldpolitik.**

Zu den unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik lassen sich Leitzinsen von Null oder nahe Null, negative Sätze der Einlagenfazilität, Orientierungen über die zukünftige Ausrichtung oder Aufrechterhaltung der Zins- oder Geldpolitik (Forward Guidance), gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, Ankaufsprogramme für Wertpapiere sowie mengenmäßige Lockerungen (Quantitative Easing) zählen.

Leitzinssenkungen auf Null oder nahe Null passen auf den ersten Blick durchaus in das Bild einer Zinsorientierung der Geldpolitik, denn bei starken und anhaltenden Rückgängen der Wirtschaftsaktivität muss ggf. mit drastischen Zinssenkungen gegengesteuert werden. Dabei würde die Erwartung weiterer Zinssenkungen allerdings mögliche Investoren veranlassen, ihre Investitionsvorhaben noch zurückzustellen, um auf günstigere Kreditzinsen zu warten (Attentismus). Deshalb würde ein Leitzins von Null den Investoren signalisieren, dass nunmehr nicht mit weiteren Zinssenkungen zu rechnen sei und somit das weitere Aufschieben von Investitionen keinen Sinn machen würde. Andererseits würde das stufenweise Absenken des Leitzinses auf Null Prozent von jeweils sehr niedrigen Ausgangswerten (z.B. von 1% auf 0,5%, und dann auf 0,25% und letztlich auf 0%) nicht dazu führen, dass die Anzahl von Investitionsprojekten dadurch ansteigen würde. Denn Investitionsprojekte, die derart niedrige interne Renditeraten aufweisen, dass diese erst in einem Zinsumfeld, das sich bei Leitzinsen zwischen 0% und 1% ergibt, rentabel werden, machen volkswirtschaftlich wenig Sinn, zumal solche Investitionen bereits bei geringfügigen Leitzinsanhebungen unrentabel werden und letztlich die längerfristigen Wachstumsperspektiven schmälern (vgl. Rohde 2013, S. 149 f.).

Leitzinsen von Null Prozent oder nahe Null Prozent sind aber auch deshalb problematisch, weil sie den Geschäftsbanken das für die geldpolitische Steuerung unabdingbare Zentralbankgeld praktisch zum Nulltarif zur Verfügung stellen. Kombiniert mit dem im Oktober 2008 vollzogenen Übergang bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems vom Zinstenderverfahren zum Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung wird damit das Zentralbankgeld zu einem freien Gut. Die Geldpolitik gibt unter diesen Umständen ihre wichtigsten Steuerungsparameter, die Refinanzierungskosten und die Refinanzierungsmenge, selbst aus der Hand. Damit sind die klassischen geldpolitischen Steuerungsmöglichkeiten praktisch ausgereizt. Dies ist auch im Rahmen einer Zinsorientierung der Geldpolitik ein mehr als fragwürdiger Zustand. Je länger ein solcher Zustand andauert, um so mehr gewöhnen sich die Geschäftsbanken an den Zustand einer kostenlosen und unbegrenzten Zugriffsmöglichkeit auf Zentralbankgeld und desto schwieriger ist eine Rückkehr zu einem geldpolitischen Normalzustand, in dem Zentralbankgeld knapp ist und sein muss sowie einen positiven Preis hat und haben muss.

Negative Leitzinsen in der Form von negativen Zinssätzen für die Einlagenfazilität und in logischer Konsequenz dann für die gesamte Überschussreservehaltung der Geschäftsbanken bei der Zentralbank, wie sie vom EZB-Rat auf seinen Sitzungen im Juni 2014 beschlossen und im September 2014 sogar noch verschärft wurden, ergeben auch im Rahmen einer Zinsorientierung der Geldpolitik keinen erkennbaren Sinn. Zwar ist, wie die diesbezüglichen Erfahrungen in Dänemark gezeigt haben, durchaus mit einer Senkung der Einlagezinsen für Nichtbanken bei den Geschäftsbanken zu rechnen, jedoch auch mit Zinserhöhungen bei den Kreditzinsen, da die Geschäftsbanken die Kosten, die ihnen durch die Zentralbankgeldhaltung entstehen, an ihre Kunden weitergeben werden (vgl. Nordea 2013,S.4). Vollends kontraproduktiv wird die Maßnahme negativer Einlagezinsen für Banken bei der Zentralbank, wenn es dadurch auch zu negativen Einlagezinsen für die Kunden bei den Geschäftsbanken kommt. Denn dann besteht die Gefahr, dass die Nichtbanken zunehmend das Vertrauen in das Geschäftsbankensystem verlieren, weil sie dieses dann nicht mehr als einen Garanten sicherer Aufbewahrungsmöglichkeiten für ihre liquiden Anlageformen ansehen werden.

Um den Kosten, die durch negative Habenzinsen der Geschäftsbanken entstehen auszuweichen, werden die Nichtbanken verstärkt das zumindest zinslose Bargeld bevorzugen und lieber Bargeld halten, statt Einlagen im Bankensystem. Spätestens dann findet das Setzen negativer Zinsen jedoch eine Grenze. Um solche Ausweichreaktionen der Nichtbanken zu verhindern, gibt es neuerdings sogar von namhaften Ökonomen (Kenneth Rogoff bzw. Larry Summers) Vorschläge, das Bargeld gänzlich abzuschaffen (vgl. FAZ 2014, S. 17). Hauptziel dieser Vorschläge ist es, den Zentralbanken auf diesem Weg mehr Spielraum zu ermöglichen, ihre Zinsen noch wesentlich stärker in Negative zu senken, ohne dass dieses durch eine zunehmende Bargeldhaltung der Nichtbanken unterlaufen werden kann. Hierbei drängt sich allerdings die Frage auf, ob bei derartigen Vorschlägen noch die menschlichen Grundprinzipien für wirtschaftliches Handeln zugrunde gelegt werden. Diese menschlichen Grundprinzipien sind durch das Vorliegen einer positiven marginalen Zeitpräferenz (positive Gegenwartsvorliebe oder Minderschätzung zukünftiger Bedürfnisse) gekennzeichnet, wonach positive Zinssätze im menschlichen Bewusstsein angelegt sind und das wirtschaftliche Handeln entscheidend bestimmen.

Die von der EZB selbst erhoffte Wirkung der eingeführten negativen Zinssätze für die Überschussreservehaltung ist dagegen eher auf eine Intensivierung des Handels am Interbankengeldmarkt ausgerichtet, um damit einen stärkeren Austausch von Zentralbankgeldguthaben der Geschäftsbanken untereinander anzureizen (vgl. EZB 2014c). Vor dem Hintergrund der derzeit praktisch kostenlosen und mengenmäßig unbegrenzten Zugriffsmöglichkeiten der Geschäftsbanken auf Zentralbankgeld sowie bei mittlerweile negativen EONIA- bzw. Tagesgeldsätzen (Oktober 2014) am kurzfristigen Geldmarkt existieren allerdings wenige Anreize für eine Intensivierung des Interbankenhandels.

Zu den unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik gehören heute auch langfristige Zusagen von Zentralbanken über die Beibehaltung eines verfolgten geldpolitischen, insbesondere des zinspolitischen Kurses, auch Forward Guidance genannt. Beabsichtigt wird damit zum einen, den Marktteilnehmern eine verlässliche Zusicherung über die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen für einen längeren Zeitraum zu geben (vgl. Deutsche Bundesbank 2013, S. 31). Zum anderen erhofft man sich durch die Reduktion der Unsicherheit über die weitere Leitzinsentwicklung positive Auswirkungen auf die längerfristigen Zinssätze, so dass auch diese dem von der Leitzinsentwicklung vorgegebenen zinspolitischen Kurs zumindest tendenziell folgen (vgl. Deutsche Bundesbank 2013, S. 31). In diesem Sinne kann Forward Guidance durchaus als ein unterstützendes Element einer zinsorientierten Geldpolitik angesehen werden. So ist für eine Zinsorientierung der Geldpolitik das Durchwirken der Zinsimpulse von den Leitzinsen über die kurzfristigen Geldmarktzinsen bis hin zu den längerfristigen Kapitalmarktzinsen, die als besonders relevant für die Finanzierungs- und Kaufentscheidungen von Unternehmen und Haushalten und damit für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage angesehen werden, von zentraler Wichtigkeit (vgl. Deutsche Bundesbank 2013, S. 31).

Um den Zeitraum, für den die gemachte zinspolitische Zusage gelten soll, für die Marktteilnehmer besser abschätzbar zu machen, hatten beispielsweise die amerikanische und auch die britische Notenbank ihre Zinszusagen u. a. an das Erreichen bestimmter Arbeitslosenquoten geknüpft (vgl. Deutsche Bundesbank 2014, S. 17). Hier zeigte sich jedoch sehr schnell ein Problem für die Glaubwürdigkeit solcher konditionierter, also an Bedingungen geknüpfter Zusicherungen. In beiden Fällen wurden nämlich die vorgegebenen Schwellenwerte für die Arbeitslosenquoten wesentlich schneller erreicht, als bei den Ankündigungen der Zinszusagen erwartet wurde. Die Folge war, dass beide Notenbanken trotz Unterschreitungen der Schwellenwerte an den Zusicherungen für die Beibehaltung ihrer niedrigen Leitzinsen festgehalten haben. Beide haben, wie es heißt, „...ihre geldpolitische Kommunikation angepasst und messen diesem Indikator (der Arbeitslosenquote, Anm. d. Verf.) mittlerweile eine geringere Bedeutung bei.“ (Deutsche Bundesbank 2014, S. 20). Stattdessen konditionieren beide Zentralbanken ihre längerfristigen Zinszusagen nunmehr wesentlich unverbindlicher an der Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrades (vgl. BIZ 2014, S. 99). In diesem Zusammenhang weist die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) noch auf ein generelles Problem von Forward Guidance hin, wenn sie betont, dass die voraussichtlichen Effekte von Forward Guidance auf die Erwartungsbildung und damit auf die längerfristigen Zinsen umso größer sind, je glaubwürdiger die gemachten Zinszusagen sind, wodurch jedoch umgekehrt die Risiken steigen, dass die Geldpolitik weniger flexibel reagieren kann (vgl. BIZ 2014, S. 101).

Als eine weitere unkonventionelle Maßnahme der Geldpolitik sind die sogenannten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems anzusehen, die im Juni 2014 beschlossen wurden und im September 2014 erstmals zum Einsatz gekommen sind und mit denen die EZB die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nichtfinanziellen Sektor fördern will (vgl. EZB 2014f, S. 24 ff.). Die

Geschäftsbanken können auf diesem Weg Zentralbankgeld zu einem Zinssatz, der 10 Basispunkte über dem jeweils geltenden Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, also dem zentralen Leitzins des Eurosystems liegt, für einen Zeitraum von bis zu vier Jahren erhalten. Voraussetzung ist allerdings, dass die Geschäftsbanken gegenüber einem festgelegten Referenzzeitraum zusätzliche Kredite an private Haushalte und an Unternehmen gewähren. Ausdrücklich ausgenommen sind dabei Immobilienkredite an private Haushalte und Kredite an den Staat.

Im Rahmen einer Zinsorientierung der Geldpolitik sind aber gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte keine besonders geeignete unkonventionelle Maßnahme zur Ankurbelung der Kreditvergabe. Wenn nämlich die Kreditvergabe der Geschäftsbanken in einem durch Leitzinsen von Null Prozent oder nahe Null Prozent geprägten niedrigen allgemeinen Zinsumfeld sowie bei mengenmäßig unbegrenzten Zugriffsmöglichkeiten der Geschäftsbanken auf Zentralbankgeld dennoch rückläufig ist, dann dürfte eine zusätzliche Bereitstellung von Zentralbankgeld die Anreize zur Kreditvergabe nicht erhöhen. Unter solchen Bedingungen ist eine rückläufige Kreditvergabe des Bankensektors nicht auf eine zu knappe Liquiditätszufuhr der EZB zurückzuführen, sondern diese muss andere Ursachen haben, wie z. B. eine zu geringe Kreditnachfrage, ein zu geringes Eigenkapital der Banken bzw. zu hohe Risiken, die in den vorhandenen Kreditengagements stecken. Ursachen also, auf die die Geldpolitik jedenfalls nicht mit einer zusätzlichen Liquiditätszufuhr einwirken kann.

Zu den eigentlichen unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik zählen im Grundsatz die vielfältigen Ankaufsprogramme der Zentralbanken für Wertpapiere und die damit unmittelbar zusammenhängenden mengenmäßigen Lockerungen, auch Quantitative Easing (QE) genannt. Ohne auf die Besonderheiten der einzelnen bereits existierenden oder erst geplanten Ankaufsprogramme hier einzugehen, zielen diese Maßnahmen grundsätzlich in zwei Richtungen, nämlich auf die Zinsen und auf die Bereitstellung von Zentralbankgeld. Soweit diese Ankaufsprogramme für Wertpapiere primär darauf abzielen, die Zinsen in bestimmten Finanzmarktsegmenten zu beeinflussen, um dadurch tatsächliche Störungen der geldpolitischen Transmission, d.h. Störungen des gleichgerichteten Durchwirkens der Zinsimpulse der Geldpolitik an den einzelnen monetären Märkten, zu beheben, können diese unkonventionellen Maßnahmen im Rahmen der Zinsorientierung der Geldpolitik durchaus einen Beitrag zur Verbesserung der Durchschlagskraft der Geldpolitik leisten.

Problematisch sind solche Ankaufsprogramme für Wertpapiere allerdings, wenn sie dazu genutzt werden, Zinsentwicklungen in bestimmten Marktsegmenten zu beeinflussen, die Ausdruck differenzierter Risikoeinschätzungen der Marktteilnehmer sind und die somit auf ökonomisch plausiblen Hintergründen basieren (vgl. Rohde 2012, S. 239 – 242). In solchen Fällen kann nicht von Störungen der zinspolitischen Transmission gesprochen werden, denen geldpolitisch abgeholfen werden muss.

Werden die Ankaufprogramme für Wertpapiere dagegen zur zusätzlichen Bereitstellung von Zentralbankgeld eingesetzt, dann ergibt dies zum einen, ganz analog zu den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, in einem Umfeld, wie man es momentan im Eurosystem vorfindet, in dem die Zugriffsmöglichkeiten der Geschäftsbanken auf Zentralbankgeld praktisch kostenlos und mengenmäßig unbegrenzt sind, keinen erkennbaren Sinn. Zum anderen spielt eine gezielte Zuführung von Liquiditätsmengen an das Bankensystem im Rahmen einer zinsorientierten Geldpolitik ohnehin keine oder allenfalls eine zu vernachlässigende Rolle. Wenn deshalb vor dem Hintergrund der aktuellen institutionellen Rahmenbedingungen der Geldpolitik des Eurosystems zumindest einige der unkonventionellen Maßnahmen nicht unbedingt geeignet sind, die Durchschlagskraft einer zinsorientierten Geldpolitik zu verbessern, dann ist im folgenden Kapitel der Frage nachzugehen, welche Absichten die EZB mit der offenkundigen Forcierung solcher unkonventioneller Maßnahmen verfolgt und wie das zu bewerten ist.

#### **4. Beurteilung der Absichten der EZB, die mit dem Einsatz von unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik verbunden werden**

Im Grundsatz verfolgt die EZB momentan drei Absichten mit ihrer äußerst expansiven Geldpolitik und insbesondere mit den bereits beschlossenen, aber auch mit den ggf. noch geplanten unkonventionellen Maßnahmen. Zum einen beabsichtigt sie den seit geraumer Zeit sehr niedrigen Preisniveaustieg im Euro-Währungsraum wieder zurück an die von ihr gesetzte Norm für Preisniveaustabilität zu führen (Absicht 1). Daneben strebt sie ganz pauschal eine Erhöhung ihrer Bilanzsumme an (Absicht 2). Schließlich zielt sie mit ihren Maßnahmen, auch wenn das von der EZB in der Öffentlichkeit nicht so deutlich wie hinsichtlich der ersten beiden Absichten geäußert wird, auf eine Abwertung des Euro-Wechselkurses ab (Absicht 3). Diese drei Absichten der EZB werden in den folgenden Abschnitten näher betrachtet.

##### **4.1 Absicht 1: Erhöhung der Preisniveausteigerung auf die Preisniveaustabilitätsnorm**

Mit der Absicht, wieder zu höheren Preisniveausteigerungen zu gelangen, erhofft sich die EZB auch, die bislang noch bestehende Verankerung der mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen an der Preisniveaustabilitätsnorm weiterhin zu sichern. Die EZB hat dieser Absicht wie folgt Ausdruck verliehen: „Zusammen mit dem bereits bestehenden akkommodierenden geldpolitischen Kurs wird die entschlossene Umsetzung der neuen (unkonventionellen, Anm. d. Verf.) Maßnahmen die feste Verankerung der mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen unterstützen, im Einklang mit dem Ziel des EZB-Rats, die Preissteigerungen unter, aber nahe 2% zu halten. Indem alle Maßnahmen nach und nach auf die Wirtschaft durchwirken, werden sie dazu beitragen, dass die Inflationsraten auf ein Niveau zurückkehren, das näher am Inflationsziel des EZB-Rats liegt. Sollte es erforderlich werden, den Risiken einer zu lang anhaltenden Phase niedriger Inflation weiter entgegenzuwirken, so vertritt der EZB-Rat einstimmig die Absicht, innerhalb seines Mandats zusätzliche unkonventionelle Instrumente einzusetzen.“ (EZB 2014 g, S. 5).

In der Tat sind im Laufe des Jahres 2014 die Inflationsraten im Euro-Währungsraum auf sehr niedrige Werte gesunken. So betrug der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gegenüber dem Vorjahr im September 2014 nur 0,3% nach 0,7% im April, 0,5% im Mai und Juni 2014 und 0,4% im Juli und August 2014. Diese niedrigen Inflationsraten sind für manche Beobachter oder Analysten der Geldpolitik außerhalb der EZB bereits Ausdruck von Deflation, zumindest aber von realen Deflationsrisiken, und sie stellen für diese, aufgrund der Unterschreitungen der Preisniveaustabilitätsnorm der EZB, sogar eine Mandatsverletzung der EZB dar, der zwingend mit neuen bzw. unkonventionellen Maßnahmen begegnet werden muss (vgl. Fratzscher; Hüther; Wolff 2014).

Wie sind nun diese Positionen der Analysten der Geldpolitik, aber auch die Position der EZB, zu bewerten? Betrachtet man zunächst den Gesamtzeitraum seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 und bezieht die Schätzung der jahresdurchschnittlichen Inflationsrate für das Jahr 2014 in Höhe von 0,6% mit ein, dann wird die Zielvorgabe bzw. das Mandat der EZB, die Inflationsrate mittelfristig unter, aber nahe 2% zu halten, mit einem Durchschnittswert für 1999 bis 2014 in Höhe von 1,93% praktisch genau erfüllt. Das Kennzeichen von Deflation sind negative Inflationsraten. Im September 2014 wiesen allerdings nur fünf Länder des Euro-Währungsraumes negative Inflationsraten auf, nämlich Griechenland (-1,1%), Italien (-0,1%), Spanien (-0,3%), Slowenien (-0,1%) und die Slowakische Republik (-0,1%). In den vorangehenden Monaten hatte Portugal ebenfalls negative Preisniveausteigerungsrate. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um sogenannte Peripherie- oder Problem-Länder, die ohnehin ihre Wettbewerbsfähigkeit steigern sollten, und zwar aufgrund von angemahnten oder aber, im Rahmen von geschnürten Rettungspaketen, aufgrund von auferlegten Strukturreformen und Haushaltskonsolidierungsmaßnahmen. Nach den Prognosen der EU-Kommission vom Februar 2014 wird nur für Griechenland im Jahr 2014 mit einer negativen Jahresinflationsrate gerechnet (-0,8%). Insofern muss es noch nicht beunruhigen, wenn einige wenige Länder der Euro-Zone unterdurchschnittliche oder aber eher geringe negative Monatswerte für die Inflationsrate aufweisen, weil die Empfehlungen oder Auflagen zur kurzfristigen Erhöhung der Wettbewerbsfähigkeit genau in diese Richtung zielten.

Die Frage, ob eine akute Notwendigkeit besteht, die aktuell niedrigen Inflationsraten auf die festgelegte Norm für Preisniveaustabilität zurückzuführen oder ob nicht eine Tolerierung dieser momentanen Unterschreitungen der Preisniveaustabilitätsnorm für eine gewisse Zeit unproblematisch ist, knüpft unmittelbar an der Beurteilung der vorgegebenen Preisniveaustabilitätsnorm an. Diese Norm für Preisniveaustabilität wurde nicht nur im Euro-Währungsgebiet, sondern in vielen Ländern mit einem Wert für den Preisniveaustieg in Höhe von ungefähr 2% festgelegt, und nicht etwa mit einem Wert von 0%, wie es der wörtlichen Auslegung des Begriffs Preisniveaustabilität eigentlich entsprechen würde. Das liegt in Messfehlern begründet, die bei der offiziellen Berechnung des Verbraucherpreisanstiegs auftreten. So wird der Verbraucherpreisanstieg mit einem sogenannten Laspeyres-Index

berechnet, der den tatsächlichen Preisanstieg allerdings überzeichnet (vgl. Pohl 1981 und Hoffmann 1999). Das bedeutet, dass der tatsächliche Preisniveaustieg für die Verbraucher geringer ausfällt, als es die offiziell berechnete Inflationsrate anzeigt, oder dass die offiziell berechnete Inflationsrate nach oben verzerrt ist.

Die wesentlichen Messfehler ergeben sich dabei aus dem sogenannten Substitutionseffekt, der Behandlung von Qualitätsverbesserungen bei Gütern, durch das Auftreten von neuen Gütern sowie durch neue Verkaufsstellen (vgl. EZB 2014b, S. 45 ff.). Der Substitutionseffekt bedeutet, dass die Verbraucher besonders teuer gewordene Güter, wo immer es geht, durch günstigere Produkte ersetzen. Die Statistiker rechnen jedoch mit den teurer gewordenen Gütern weiter, obwohl die Verbraucher diese Güter nicht mehr nachfragen und somit der Preisanstieg dieser Güter für die Verbraucher nicht mehr relevant ist. Offiziell halten die Statistiker an dem alten Warenkorb des Basisjahres fest, und damit auch an den alten Verbrauchsstrukturgewichten, mit denen diese Güter offiziell nachgefragt werden, während die Verbraucher ihre Warenkörbe, vor allem aber die Verbrauchsstrukturgewichte, der neuen Situation anpassen. Je länger der alte Warenkorb des Basisjahres, bzw. die alten Verbrauchsstrukturgewichte, beibehalten werden, umso stärker verzerrt der Substitutionseffekt die offizielle Inflationsrate nach oben.

Wenn sich die Qualität von Gütern verbessert, führt das normalerweise zu Preiserhöhungen bei diesen Gütern. Solche Preiserhöhungen weisen die Statistiker, wie jeden anderen Preisanstieg, als schädliche Inflation aus. Die Verbraucher empfinden aber eine auf Qualitätsverbesserungen basierenden Preisanstieg nicht unbedingt als eine negative Preiserhöhung. Deshalb kommt es auch dadurch zu einer Verzerrung der offiziellen Inflationsrate nach oben. Die gilt auch wenn neue und im Preis günstigere Güter aufkommen, die noch nicht im Warenkorb enthalten sind, und alte Güter mit höheren Preisen, die sich aber noch im offiziellen Warenkorb des Basisjahres befinden, ersetzen. Schließlich kann ein weiterer Grund für Verzerrungen der offiziellen Inflationsrate nach oben „... aus dem Trend erwachsen, dass teure traditionelle Verkaufsstellen durch preisgünstigere größere Handelsketten, Discounter und den Internethandel ersetzt werden. Werden neue Verkaufsstellen in die HVPI-Stichproben aufgenommen, wird der Unterschied beim Preisniveau auf Grund der Annahme, dass dieser die implizite Bewertung der Qualität der Dienstleistungen des Einzelhandels seitens der Verbraucher widerspiegelt, außer Acht gelassen und übt keinen Abwärtsdruck auf den Index aus.“ (EZB 2014b, S. 47, vgl. auch Hoffman 1999, S. 15).

Zahlreiche internationale empirische Untersuchungen, die allerdings fast ausschließlich aus den 1990er Jahren stammen, weisen Verzerrungen der offiziell berechneten Inflationsraten von bis zu 2 Prozentpunkten auf (vgl. Hoffmann 1999, S. 17). Würde man vor dem Hintergrund der Messfehler somit eine offizielle Inflationsrate von 0% als Norm für Preisniveaustabilität festlegen, dann hätte man bei Verwirklichung dieser Rate faktisch eine Deflation in Höhe von bis zu -2%. Bei

Realisierung einer offiziellen Inflationsrate von unter, aber nahe 2% hätte man dagegen unter Berücksichtigung der Messfehler dann faktisch Preisniveaustabilität.

Für die EZB gibt es noch einen weiteren Grund, weshalb eine Inflationsrate von 0% keine geeignete Vorgabe für das Ziel Preisniveaustabilität sein kann. Der anzustrebende Zielwert ergibt sich in der Europäischen Währungsunion nämlich aus dem Durchschnitt der nationalen Inflationsraten von momentan 18 Ländern. Unter diesen Umständen kann man bei ungleichen nationalen Inflationsraten einen gewichteten Durchschnittswert von 0% nur erreichen, wenn zumindest einige Länder eine negative Inflationsrate aufweisen. Ein Ziel, das sich nur unter der Voraussetzung von Deflation in einzelnen Euro-Ländern erreichen lässt, kann kein geeignetes geldpolitisches Ziel sein. Strebt die EZB dagegen einen Durchschnittswert bei der Inflationsrate von unter, aber nahe 2% an, so muss dazu, zumindest rechnerisch, kein Land eine negative Inflationsrate haben.

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen stellt sich jedoch die Frage, ob die aktuell niedrigen, offiziell gemessenen Inflationsraten in der Euro-Zone, aufgrund der darin enthaltenen messfehlerbedingten Verzerrungen nach oben, nicht faktisch doch bereits eine Mandatsverletzung der EZB darstellen und somit durchaus Deflationstendenzen beinhalten, denen unbedingt, ggf. auch mit unkonventionellen Maßnahmen, entgegengewirkt werden muss. Diese Frage ist aus mehreren Gründen jedoch zu verneinen. Zum einen, weil seit Januar 2012 in der Europäischen Union die Verbrauchsstrukturgewichte im Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) jährlich neu angepasst werden (vgl. Elbel und Preißmann 2012, S. 671 ff. und Görgens; Ruckriegel; Seitz 2014, S. 181). Aus diesem Grund muss der Messfehler durch den Substitutionseffekt wesentlich geringer ausfallen, da die stärkere Gewichtung der relativ günstigen Güter und die wesentlich geringere Gewichtung der teurer gewordenen Güter nunmehr nur mit sehr geringen Zeitverzögerungen in den Berechnungen des durchschnittlichen Güterpreisanstiegs berücksichtigt werden.

Zweitens fallen die Messfehler aufgrund des Substitutionseffektes momentan aber auch deshalb geringer aus, weil ein solcher Austausch von besonders teuer gewordenen Gütern gegen günstigere Güter in Zeiten allgemein niedriger Preissteigerungen, wie sie momentan gegeben sind, ohnehin an Bedeutung verliert. Da nun die empirischen Studien, die die Überzeichnungen der offiziell berechneten Inflationsraten um bis zu 2 Prozentpunkten aufzeigen, überwiegend in den 1990er Jahren durchgeführt wurden, also in Zeiten, als die durchschnittlichen Inflationsraten wesentlich höher lagen, als das heute der Fall ist, ist klar, dass dieser Messfehler in den Studien größer ausfällt, als das heute sein dürfte.

Drittens fallen die Messfehler heute auch deshalb geringer aus, weil die Statistiker heute zunehmend den auf Qualitätsverbesserungen von Gütern basierenden Preisanstieg herausrechnen. Dies geschieht mit dem sogenannten hedonischen Verfahren oder der hedonischen Preismessung (Linz 2002, S. 857 ff. und Statistisches Bundesamt 2013). Dadurch ergeben sich rein rechnerisch z. T. recht deutliche Preissenkungen für qualitativ verbesserte Produkte, obwohl diese Güter zu den

rechnerisch niedrigeren Preisen gar nicht gekauft werden können. Dies zeigt, dass eine eigentlich durchaus berechtigte Beseitigung eines Messfehlers durchaus neue Akzeptanzprobleme beim Verbraucher hinsichtlich des berechneten Preisanstiegs aufwerfen kann.

Viertens spricht schließlich auch der Umstand, dass sich die Inflationsrate im Euro-Währungsraum als Durchschnittswert der nationalen Inflationsraten ergibt nicht gegen die aktuell niedrigen Raten. Denn die Durchschnittswerte sind momentan auch deshalb so niedrig, weil einige Länder zur erforderlichen (Wieder-)Erlangung ihrer preislichen Wettbewerbsfähigkeit sehr niedrige und zum Teil auch negative Inflationsraten haben müssen.

Insgesamt gibt es also durchaus gute Gründe, die ein Unterschreiten der bisherigen Preisstabilitätsnorm rechtfertigen können, ohne dass damit Deflationsängste oder Deflationsgefahren bestehen oder ausgelöst werden müssen. Deshalb rechtfertigen die momentan niedrigen Inflationsraten nicht eine derart expansive Ausrichtung der Geldpolitik wie die, die die EZB bereits Anfang Juni und Anfang September 2014 mit ihren Beschlüssen noch weiter verschärft hat und die die EZB bei Fortdauer der niedrigen Inflationsraten in absehbarer Zeit noch zusätzlich verschärfen will. Auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat in diesem Zusammenhang in ihrem jüngsten Jahresbericht gewarnt, die Nebenwirkungen einer zu expansiven Geldpolitik im Hinblick auf die Finanzstabilität zu unterschätzen: „Grundsätzlich stellen Bedenken bezüglich der Finanzstabilität die herkömmliche Sichtweise infrage, dass die Inflationsrate über den konventionellen Zeithorizont von zwei Jahren wieder zu ihrem Zielwert zurückgeführt werden soll. Stattdessen ist es unter Umständen angebracht, die Inflationsrate unter den Zielwert fallen zu lassen, vor allem in denjenigen Ländern, in denen sich finanzielle Ungleichgewichte aufgebaut haben.“ (BIZ 2014, S.113/114).

Auch unter mehr theoretischen Blickwinkeln lässt sich die zunehmend expansiver agierende Geldpolitik des Eurosystems nicht begründen. Nach der geldpolitischen Strategie eines direkten Inflationszieles, der sich die Geldpolitik des Eurosystems zunehmend angenähert hat, wird ein geldpolitischer Handlungsbedarf dann ausgelöst, wenn die erwartete Inflationsrate von der Zielinflationsrate abweicht (vgl. Görgens; Ruckriegel; Seitz 2014, S. 164 ff. und Gischer; Herz; Menkhoff 2012, S. 330 f.). Aber selbst nach Auffassung der EZB gibt es eine solche Abweichung bislang nicht: „Die mittel- bis langfristigen Inflationsraten für das Eurogebiet sind weiterhin fest auf einem Niveau verankert, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerungen unter, aber nahe 2% zu halten.“ (EZB 2014b, S. 5). In den Folgemonaten hat sich die EZB dahingehend geäußert, dass sie mit ihrem geldpolitischen Kurs und den beschlossenen Maßnahmen die feste Verankerung der Erwartungen unterstützt (vgl. EZB 2014g, S. 5). Auch für die BIZ signalisieren die niedrigen Inflationsraten keine Änderung der Erwartungen und erfordern deshalb keinen Handlungsbedarf: „Die langfristigen Inflationserwartungen (6- bis 10-jährige Prognose) sind bislang fest verankert (..), sodass davon ausgegangen werden kann,

dass es sich um vorübergehende Abweichungen der Inflationsrate von den Zielwerten handelt.“ (BIZ 2014, S. 110).

Wenn zudem, wie auch die EZB erklärt, die niedrigen tatsächlichen Inflationsraten maßgeblich auf sinkende Energiepreise (vgl. EZB 2014g, S.6), aber ebenso auf den Rückgang von Nahrungsmittelpreisen („drop in food prices“ EZB 2014 e, S. 8) sowie auf Aufwertungen des Euro-Wechselkurses („it was the strong appreciation of the exchange rate which continued to have an important impact on low inflation“ EZB 2014e, S.8) zurückzuführen sind, dann besteht erst Recht kein Anlass zur Sorge vor Deflationsgefahren, und es besteht kein Anlass, die deshalb sinkenden Inflationsraten als Grund für einen zwingenden geldpolitischen Handlungsbedarf zu nehmen. Dies auch deshalb, weil unter den gegebenen Bedingungen eine schnelle Rückführung der Inflationsraten auf die Preisniveaustabilitätsnorm letztlich die bislang breite Akzeptanz dieses wichtigen geld- und wirtschaftspolitischen Zieles gefährden kann. Denn wenn bei den derzeit extrem niedrigen Zinsen z. B. immer mehr Sparer feststellen, dass sie trotz offizieller Realisierung von Preisniveaustabilität real verlieren, dann wird der Wert oder die Sinnhaftigkeit dieses Ziels zunehmend in Frage gestellt werden. Im Normalfall soll ja das Ziel Preisniveaustabilität vor Realwertverlusten schützen und nicht etwa dazu führen. Dies funktioniert aber nicht, wenn die Zinsen zur Erreichung von Preisniveaustabilität niedriger als die angestrebte Inflationsrate sind, bzw. wenn die Realwertverluste mit einer Rückkehr zur Preisniveaustabilität über steigende Inflationsraten größer werden.

#### **4.2 Absicht 2: Erhöhung der Bilanzsumme des Eurosystems**

Die zweite Absicht, die die EZB insbesondere mit ihrem Einsatz von unkonventionellen Maßnahmen verfolgt, sind „...erhebliche Auswirkungen auf die Bilanz des Eurosystems“ (EZB 2014g, S. 5) zu erzielen, und zwar im Sinne einer Ausweitung der Bilanzsumme des Eurosystems auf Größenordnungen, wie sie Anfang 2012 bereits realisiert waren, um damit „...eine breiter angelegte geldpolitische Lockerung (zu) bewirken.“ (EZB 2014g, S. 5; vgl. auch EZB 2014e). In einem Zentralbanksystem wie dem Eurosystem, in dem die erforderliche Bereitstellung von Zentralbankgeld an die Geschäftsbanken im wesentlichen über befristete Transaktionen verläuft, also z.B. über den regelmäßigen Einsatz von Hautrefinanzierungsgeschäften und von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, wächst die Bilanzsumme der Zentralbank grundsätzlich nur in dem Maße, wie es zu einer Zunahme der jeweiligen Zuteilungsvolumina an Zentralbankgeld kommt. Soll unter solchen Bedingungen ein erheblicher Anstieg der Bilanzsumme erzielt werden, dann bedarf es dazu zusätzlicher, möglichst längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte und des endgültigen Ankaufs von Vermögenswerten durch die Zentralbank von den Geschäftsbanken, wie das mit den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG) und mit den Ankaufsprogrammen für Wertpapiere über gedeckte Schuldverschreibungen und über sogenannte Asset-Backed Securities (ABS), die im Juni 2014 und im September 2014 vom EZB-Rat beschlossen wurden, geplant ist.

Soweit mit der Ausweitung der Zentralbankbilanz nur eine zusätzliche Bereitstellung von Liquiditätsmengen, d.h. von Zentralbankgeld beabsichtigt wird, ergibt das vor dem Hintergrund regelmäßig angebotener Refinanzierungsgeschäfte, durch die eine ohnehin praktisch kostenlose und mengenmäßig unbegrenzte Zentralbankgeldbeschaffungsmöglichkeit für die Banken besteht, keinen erkennbaren Sinn. Dies auch deshalb, weil die Banken aufgrund negativer Zinsen auf Einlagen, die sie bei der Zentralbank halten, kein Interesse an einer zunehmenden Überschussreservehaltung haben dürften. Die Vorstellung, dass die Geschäftsbanken deshalb auf diesem Weg einen Anreiz bekommen sollen, das zusätzliche Zentralbankgeld direkt für ihre Geschäftstätigkeit, also für die Ausweitung ihrer Kreditvergabe, zu nutzen, geht am Kern der Rolle, die das Zentralbankgeld für die Geschäftstätigkeit der Banken spielt vorbei. Banken benötigen nämlich Zentralbankgeld im Rahmen ihres Kreditgeschäfts, mit Ausnahme der zu vernachlässigenden Bargeldkredite an Nichtbanken und von gesetzlich verbotenen Direktkrediten an den Staat, grundsätzlich erst nachträglich. Dies ist z. B. der Fall, wenn sich die gewährten Kreditbeträge beim letzten Zahlungsempfänger in einer mindestreservspflichtigen Bankeinlage niederschlagen und wenn es in diesem Zusammenhang oder überhaupt zu Bargeldabhebungen der Bankkunden kommt. Die Mindestreservpflicht und der Bargeldumlauf sind nämlich die Hauptursachen für einen Zentralbankgeldbedarf des Geschäftsbankensystems.

Eine einzelne Geschäftsbank benötigt auch dann nachträglich Zentralbankgeld, wenn sie einer Nichtbank einen Buchkredit gewährt hat und danach diesen Kredit auf Anweisung des Kreditnehmers an einen Kunden bei einer anderen Geschäftsbank überweist. Beim Überweisungsverkehr, der über die Zentralbankkonten der Banken abgewickelt wird, verliert die überweisende Bank Zentralbankgeldguthaben in Höhe des Überweisungsbetrages, während die den Kreditbetrag empfangene Bank eine Gutschrift auf ihrem Zentralbankgeldkonto in Höhe der überwiesenen Kreditsumme erhält. Dadurch bleibt allerdings die Höhe der Zentralbankgeldguthaben des gesamten Geschäftsbankensektors unverändert.

Hier ist nun entscheidend, dass für die Geschäftstätigkeit von Banken nicht ein vorhandener Bestand an Zentralbankgeld relevant ist, sondern nur eine hinreichende Zugriffsmöglichkeit auf oder Beschaffungsmöglichkeit von Zentralbankgeld. Wenn also die Geschäftsbanken bei einer mengenmäßig unbegrenzten und zudem praktisch kostenlosen und jederzeit, zumindest aber regelmäßig nutzbaren Beschaffungsmöglichkeit von Zentralbankgeld nicht im gewünschten Umfang Kredite gewähren, dann liegt das nicht daran, dass die Banken über zu wenig Zentralbankgeld verfügen. Da somit offenkundig keine Liquiditätsknappheit für die Geschäftsbanken im Eurosystem vorliegt, kann zusätzlich zugeführtes Zentralbankgeld dann auch nicht der Auslöser für neue Kreditvergaben der Banken sein. Insofern ergibt dann auch eine Ausweitung der Zentralbankbilanz keinen Sinn.

Deshalb dürfte die Stoßrichtung der Ankaufsprogramme für Wertpapiere eher darin bestehen, die Geschäftsbankbilanzen durch den Ankauf bzw. durch die Abnahme solcher Wertpapiere zu entlasten und die Banken auch von den ggf. darin steckenden Risiken zu befreien, um ihnen dadurch die Möglichkeit oder die Freiräume zu eröffnen, neue Kredite zu gewähren. In diesem Sinne hat sich jedenfalls der Präsident der EZB, Draghi, auf der Pressekonferenz im Anschluss an die Sitzung des EZB-Rates am 2. Oktober 2014 geäußert, als er auf eine entsprechende Frage antwortete: „...because the purchase of ABS would free space for the banks’ balance sheets for a greater participation in TLTRO’s and in a variety of ways.“ (vgl. EZB 2014e). Mit den TLTRO’s ist die englische Abkürzung für die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte gemeint (targeted long-term refinancing operations), deren Nutzung ja eine zusätzliche Kreditvergabe der Geschäftsbanken voraussetzt.

Zu den mit den Ankaufsprogrammen für Wertpapiere und damit mit der angestrebten Ausweitung der Bilanz des Eurosystems somit eigentlich beabsichtigten Risikotransfers von den Geschäftsbankbilanzen zu der EZB-Bilanz hat Eichengreen in einem Kommentar des diesbezüglichen EZB-Rats-Beschlusses eine entscheidende Frage gestellt: „Natürlich können die Banken zusätzliche Kredite ausgeben, um neue ABS zu generieren, was ja genau der Sinn des Programms wäre. Aber das wirft die (..) Frage auf: Kann man sich darauf verlassen, dass sie hier mit der nötigen Vorsicht vorgehen? Die Banken wissen, dass diese neuen Kredite verbrieft und an die EZB sowie andere Anleger verkauft werden, die von der Aussicht auf Kursgewinne angelockt werden. Weil die Banken diese Risiken nicht selbst tragen müssen, haben sie wenig Grund, ihnen die notwendige Aufmerksamkeit zu widmen. In den USA haben wir erhebliches Lehrgeld bezahlt, um zu erkennen, dass dieses Verbriefungsmodell zu ernststen Problemen führen kann. Wenn sich jetzt die Kreditqualität der verbrieften Schuldtitel durch das Aufkaufprogramm der EZB verschlechtert und die Notenbank für Verluste im privaten Sektor geradestehen muss, wird das Vertrauen in die Wirtschaft Europas weiter zurückgehen.“ (Eichengreen 2014, S. 48). Ergänzen sollte man, dass dadurch auch das Vertrauen in die EZB selbst und in ihre Geldpolitik negativ beeinflusst werden kann. Denn eigentlich kann es nicht Aufgabe der Geldpolitik sein, Geschäftsbanken dadurch zur Kreditvergabe zu bewegen, indem die Zentralbanken den Banken die eingegangenen Risiken abnehmen, die diese mit einer angemessenen, d. h. höheren Eigenkapitalausstattung eigentlich selbst tragen können müssen.

Deshalb steht zu befürchten, dass wenn die für 2015 zu erwartenden Zinserhöhungen der Bank of England und der Federal Reserve Bank dann auch auf die Finanzmärkte der Europäischen Währungsunion ausstrahlen bzw. überzugreifen drohen, die EZB die bereits angekündigten weiteren unkonventionellen Maßnahmen dann in der Form von allgemeinen Anleihekäufen, offiziell als Quantitative Easing oder QE bezeichnet, aktivieren wird, und zwar wiederum nicht primär, um damit Zentralbankgeld zuzuführen, sondern offiziell um ihre Forward Guidance, d.h. ihre Zusagen, die Zinsen auf niedrigstem Niveau zu belassen, glaubhaft zu halten, Faktisch geht es dann aber darum, die Banken erneut vor Risiken zu schützen. Sollte nämlich eine Abschottung der Euro-Zone von Zinserhöhungen in den USA oder in Großbritannien

nicht gelingen, dann sind die Banken unmittelbar von dem Risiko sinkender Anleihekurse bedroht, was dann wiederum ihre Solvenz sowie ihre Kreditvergabebereitschaft schmälern dürfte.

Insgesamt birgt somit die Absicht der EZB, mit dem forcierten Einsatz von unkonventionellen Maßnahmen die Bilanzsumme des Eurosystems zu erhöhen die Gefahr, dass die Geldpolitik mit der Übernahme von Risiken, die in den Geschäftsbankenbilanzen enthalten sind, zu stark in den Dunstkreis von Aufgaben gerät, die der Bankenaufsicht obliegen, die die EZB ab November 2014 als zusätzliche Aufgabe übernommen hat.

### **4.3 Absicht 3: Abwertung des Euro-Wechselkurses**

Wie ist nun die von der EZB zwar nicht explizit erklärte jedoch implizit angestrebte Abwertung des Euro-Wechselkurses durch den sehr expansiven geldpolitischen Kurs, und hier insbesondere durch den forcierten Einsatz von unkonventionellen Maßnahmen, zu bewerten? In ihren offiziellen Äußerungen dementiert die EZB zwar, mit ihren Maßnahmen eine Abwertung des Euro anzustreben, da sie kein Wechselkursziel hat. Da sie jedoch die niedrigen Inflationsraten nicht unmaßgeblich durch Aufwertungen des Euro-Wechselkurses verursacht sieht (vgl. EZB 2014e, S. 8) und weil sie zur Abschätzung der Risiken in Bezug auf die Aussichten für die mittelfristige Preisentwicklung, u. a. die Auswirkungen der Wechselkursentwicklung genau beobachten will (vgl. EZB 2014g, S.6) liegt es auf der Hand, dass die EZB die Preisniveauerhöhtenden einer Abwertung des Euro-Wechselkurses, die sich durch rechnerische Erhöhungen der Importgüterpreise ergeben, bei ihren Maßnahmen im Auge hat. Darauf deuten auch Presseberichte hin, in denen von einem Radiointerview des französischen Notenbankpräsidenten und Mitglied des EZB-Rates, Christian Noyer, berichtet wird, wonach dieser wörtlich gesagt hat: „Wir müssen den Euro drücken und wir müssen den Euro immer noch drücken. Unsere Maßnahmen waren darauf gerichtet und sie wirken.“ (Münchrath 2014, S. 31). Insofern kann man zwar davon ausgehen, dass die EZB in der Tat kein Wechselkursziel im Sinne eines bestimmten Wechselkursniveaus hat, dass sie jedoch in den Wechselkursbewegungen und hier insbesondere in einer Schwächung des Euro-Wechselkurses, ein wichtiges Element zur Erreichung ihrer Preisniveaustabilitätsnorm sieht.

Darauf zu setzen, dass über Abwertungen zum einen direkt Inflation importiert werden kann, nämlich über eine Verteuerung der Importe, und dass zum anderen auf diesem Weg gleichzeitig die Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors, aber auch der importkonkurrierenden Bereiche in der Euro-Zone gefördert werden können, was dann die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und damit den Preisauftrieb ebenfalls beeinflusst, verkennt völlig die Gefahren, die mit so einer Sicht- und Vorgehensweise verbunden sind. So war es eine zentrale Lehre aus der großen Weltwirtschaftskrise 1929 -1931, dass Wechselkurse, insbesondere gezielt herbeigeführte Abwertungen der Wechselkurse, ein untaugliches und vor allem gefährliches Instrument der Wirtschaftspolitik darstellen, um auf diesem Weg eigene wirtschaftliche Probleme

letztlich auf Kosten anderer Länder (beggar my neighbor Politik) zu lösen (vgl. Rohde 2013, S. 155 f.). „Zu einer solchen beggar my neighbor policy gehört eine bewusst zugelassene oder herbeigeführte Abwertung der eigenen Währung(...). In den dreißiger Jahren geschah dies. Die Länder übertrafen sich gegenseitig in Abwertungen. Der Abwertungswettlauf führte schließlich zum Zusammenbruch des internationalen Währungssystems.“ (Köhler, 1983, S. 226). Diese Erkenntnisse sind heute offensichtlich aus dem Erfahrungs- und Wissensschatz vieler Ökonomen und Geld- sowie Wirtschaftspolitiker ausgeblendet (vgl. Rohde 2013, S. 156).

Eine über Abwertungen unterstützte Erreichung der Preisniveaustabilitätsnorm ist genauso fragwürdig, wie eine daraus resultierende ausschließlich rechnerische Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft. Beides ist als reine Kosmetik zu betrachten. Weder die Preisniveauentwicklung noch die Wettbewerbsfähigkeit basieren in diesem Fall auf eigenen Anstrengungen und Leistungen der Wirtschafts- und der Geldpolitik oder der Unternehmen. Spätestens mit der Umkehrung der Wechselkursentwicklung wird eine vermeintlich positive Entwicklung sofort wieder ins Gegenteil verkehrt. Dies würde dann den Ruf nach erneuten Währungsabwertungen laut werden lassen und brächte die EZB wieder unter Handlungsdruck, den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik weiter zu verschärfen. Je offenkundiger und je aggressiver man diesen Weg, sich auf Kosten anderer Länder eigene Vorteile zu verschaffen, beschreitet, desto mehr ist mit entsprechenden Gegenmaßnahmen der anderen Länder zu rechnen. Damit wäre letztlich niemandem gedient. Die eigene Währung über herbeigeführte Abwertungen zu schwächen, um auf diesem Weg ein Stabilitätsmandat zu erfüllen, und gleichzeitig zu versichern, dass man alles tun wird, die Währung zu sichern passen auf Dauer nicht zusammen, weil eine derartige Vorgehensweise das internationale Vertrauen in diese Währung u. U. nachhaltig gefährden kann. Mit einer sogenannten Weichwährung, wie man Währungen auch bezeichnet, die permanent unter Abwertungsdruck stehen, lässt sich auf Dauer kein Vertrauen in die Wirtschaftskraft eines Währungsraumes schaffen und aufrechterhalten.

## **5. Zusammenfassung**

Auf die starken wirtschaftlichen Einbrüche in den Ländern der Euro-Zone, die im Gefolge der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise sowie der europäischen Schuldenkrise zu verzeichnen waren, hat die EZB mit einer Schwerpunktverlagerung ihrer Geldpolitik reagiert, indem sie sich stärker auf eine Zins- und Konjunktursteuerung konzentriert hat.. Dies lässt sich auf einen allgemeinen Paradigmawechsel in der Geldpolitik von einer Geldmengenorientierung zu einer Zinsorientierung zurückführen, dessen Hintergründe aufgezeigt wurden. In diesem Zusammenhang hat die EZB auf die ausgeprägten und vor allem lang andauernden wirtschaftliche Einbrüche mit deutlichen Leitzinssenkungen auf fast 0% reagiert sowie ihre Liquiditätsbereitstellung an die Geschäftsbanken im erheblichen Umfang ausgeweitet. Dabei hat sie zusätzlich auch unkonventionelle Maßnahmen der Geldpolitik eingeführt, um ihre Handlungsfähigkeit auch bei extrem niedrigen Zinsen zu erhöhen.

Zunächst wurden die unkonventionellen Maßnahmen der EZB vor dem Hintergrund einer stärkeren Zinsorientierung der Geldpolitik analysiert und beurteilt. Dabei zeigte sich, dass nicht alle unkonventionellen Maßnahmen unter den gegebenen institutionellen Rahmenbedingungen der Geldpolitik im Eurosystem unbedingt geeignet sind, die Wirksamkeit einer zinsorientierten Geldpolitik zu verbessern. Insbesondere die unkonventionellen Maßnahmen, wie die verschiedenen Ankaufsprogramme für Wertpapiere oder die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, die darauf abzielen, dem Bankensystem noch mehr zusätzliches Zentralbankgeld zukommen zu lassen, werfen, vor dem Hintergrund der momentan praktisch kostenlosen und mengenmäßig unbegrenzten Zugriffsmöglichkeiten der Geschäftsbanken auf Zentralbankgeld im Eurosystem, Fragen nach dem Sinn für deren Einsatz auf.

Deshalb wurde den Absichten nachgegangen, die die EZB mit dem Einsatz der unkonventionellen Maßnahmen verfolgt. Dabei lassen sich letztlich drei Absichten aus den Verlautbarungen und Stellungnahmen der EZB oder ihrer Vertreter erkennen, auf die die EZB mit ihrem expansiven Kurs, insbesondere aber mit den unkonventionellen Maßnahmen abzielt, nämlich eine Rückführung der momentan sehr niedrigen Inflationsrate auf die Höhe der von der EZB selbst vorgegebenen Preisniveaustabilitätsnorm, eine erhebliche Ausweitung der Bilanzsumme des Eurosystems sowie die Schwächung des Euro-Wechselkurses. Diese Absichten der EZB wurden jeweils einer kritischen Beurteilung unterzogen.

## Literaturverzeichnis

1. **Bank für Internationalen Zahlungsausgleich** (BIZ 2014), 84.Jahresbericht, Basel, Juni 2014
2. Deutsche Bundesbank (2007), Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf, in Geschäftsbericht 2007, S. 35-37.
3. Deutsche Bundesbank (2013), „Forward Guidance“ – Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik, in: Monatsbericht August 2013, 65. Jg.,Nr.8, S. 31 – 33.
4. Deutsche Bundesbank (2014), „Zur Arbeitsmarktentwicklung in den USA und dem Vereinigten Königreich angesichts der „Forward Guidance“-Strategie der Notenbanken, in: Monatsbericht Mai 2014, 66. Jg., Nr. 5, S. 17 – 20..
5. **Eichengreen, Barry** (2014), Drei Fragen an Mario Draghi, Gastkommentar, in: Handelsblatt, Mittwoch, den 10.September 2014, S. 48.
6. **Elbel, Günther und Preißman, Jürgen** (2012), Jährliche Neugewichtung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex, in: Statistisches Bundesamt (Hrsg.), Wirtschaft und Statistik, Wiesbaden, August 2012, S 671 – 676..
7. Europäische Zentralbank (EZB 2000), Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB, in: Monatsbericht November 2000, S. 41 - 53.

8. Europäische Zentralbank (EZB 2003), Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, in: Monatbericht Juni 2003, S. 87-102.
9. Europäische Zentralbank (EZB 2014a), Verbraucherpreisindizes: Potenzielle Messprobleme, in: Monatbericht April 2014, S.45 – 47.
10. Europäische Zentralbank (EZB 2014b ), Editorial, in: Monatbericht Juni 2014, S. 5 – 8.
11. Europäische Zentralbank (EZB 2014c), Why has the ECB introduced negative interest rates?, Frankfurt am Main, 12. June 2014. [www.ecb.europa.eu/home/html/faqinterestrates.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/html/faqinterestrates.en.html)
12. Europäische Zentralbank (EZB 2014d), Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, 04. September 2014, S. 1 - 11. [www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140904.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140904.en.html)
13. Europäische Zentralbank (EZB 2014e), Introductory statement to the press conference [www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141002.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is141002.en.html)
14. Europäische Zentralbank (EZB 2014f), Das gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft vom September 2014, in: Monatbericht Oktober 2014, S.24 – 26.
15. Europäische Zentralbank (EZB 2014g), Editorial, in: Monatbericht Oktober 2014, S.5 – 7.
16. FAZ 2014, Ökonom Rogoff will das Bargeld abschaffen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 20. November 2013, Nr. 270, S. 17.
17. **Fratzcher, Marcel; Hüther, Michael; Wolff, Guntram B.:** Das Mandat der EZB ernst nehmen, Gastbeitrag, Institut der deutschen Wirtschaft, Köln, 6.Februar 2014. [www.iwkoeln.de/de/presse/gastbeitraege](http://www.iwkoeln.de/de/presse/gastbeitraege)
18. **Gischer, Horst; Herz, Bernhard; Menkhoff, Lukas** (2012), Geld, Kredit und Banken. Eine Einführung, 3., aktualisierte und erweiterte Auflage, Heidelberg, Dordrecht, London, New York 2012.
19. **Görgens, Egon; Ruckriegel, Karlheinz; Seitz, Franz** (2014), Europäische Geldpolitik, Theorie, Empirie, Praxis, 6., vollst. neu bearbeitete Auflage, Konstanz, München 2014.
20. **Hoffmann, Johannes** (1999), Zur Abschätzung der statistischen Verzerrung in derce (with Q&A), Frankfurt am Main, 02. Oktober 2014, S. 1 - 10. deutschen Inflationsrate, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Zur Diskussion über den Verbraucherpreisindex als Inflationsindikator. Beiträge zu einem Workshop in der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 3/99, Mai 1999, S. 7 – 20.
21. **Köhler, Claus** (1983), Geldwirtschaft Dritter Band, Wirtschaftspolitische Ziele und wirtschaftspolitische Strategie, Berlin 1983.
22. **Linz, Eckert** (2002), Zur Einführung hedonischer Methoden in die Preisstatistik, in: Statistisches Bundesamt (Hrsg.), Wirtschaft und Statistik 10/2002, Wiesbaden 2002, S. 857 - 863
23. **Münchrath, Jens** (2014), Notenbanker schwächen gezielt den Euro, in Handelsblatt, Wochenendausgabe vom 12./13./14.September 2014, S. 31.
24. Nordea, Denmark Update, Negative interest rates – the Danish experience, in Nordea Research, 30. April 2013
25. **Pohl, Rüdiger** (1981), Theorie der Inflation, München 1981.

26. **Rohde, Armin** (2012), Wandel in der Geldpolitik und Ausweitung der europäischen Schuldenkrise, in: Universität Tartu, Technische Universität Tallinn u. a. (Hrsg.), Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik: Aktuelle Probleme der EU-Mitgliedstaaten, 20.Jg. 2/2012, Berliner Wissenschaftsverlag, Mattimar, Berlin, Tallinn 2012, S. 234 - 246.
27. **Rohde, Armin** (2013), Anmerkungen zur aktuellen Geldpolitik des Eurosystems, in: Universität Tartu, Technische Universität Tallinn u. a. (Hrsg.), Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik: Aktuelle wirtschaftliche Probleme in der Europäischen Union 21. Jg. 2/2013, Berliner Wissenschaftsverlag, Mattimar, Berlin, Tallinn 2013, S. 145 – 160.
28. Statistisches Bundesamt (2013), Preise: Hedonische Methoden in der amtlichen Preisstatistik, Update, Wiesbaden Juni 2013.

## **NON-COVENTIONAL MEASURES OF MONETARY POLICY: A CRITICAL ASSESMENT**

Armin Röhde<sup>1</sup>  
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Against the background of a sharp economic slow-down within the member countries of the Euro currency area since 2009, which followed up the international financial and economic crisis, and against the background of an expansion of the European debt crisis since 2010 the Governing Council of the Eurosystem decided on several measures to provide further monetary policy accommodation. These measures should ease the monetary policy stance more broadly. And in the end it should support the provision of more credit to the broad economy and it should contribute to a return of actually low inflation rates to the primary objective of the ECB of maintaining inflation rates below, but close to 2% in medium terms. This kind of monetary policy is the result of fundamental changes in monetary policy strategies in the developed industrial countries, which is directed more and more at straight supporting economic activity during the last 10 to 15 years. In this context monetary policy is focusing more strictly on development of interest rates and interest rate levels than on development of the quantity of money, which had been of special interest before.

To provide protection against too low economic activity on the one hand and against too low inflation rates on the other hand it has become quite normal for that kind of monetary policy to lower interest rates in case of economic crisis not only rapidly but also to levels of zero percent or even to negative rates. In addition monetary policy uses several non-conventional measures to support low interest rate policy. In this context key interest rates of zero percent and negative deposit facility interest rates are still non-conventional measures. Further non-conventional measures are outright purchases in the sovereign bonds markets or quantitative easing (QE), targeted long-term refinancing operations (TLTROs), and different ways of forward guidance.

So in the first part of research these non-conventional measures which are implemented already or which are intended to be implemented in the near future by the European Central Bank are discussed against the background of the existing institutional arrangements of the Eurosystems recent monetary policy. This institutional arrangement can be characterized in short by free and unlimited allotment of central bank money. So if obviously there exists no shortage of central bank money within the European banking system, the question has to be answered, what kind of additional help by using non-conventional measures can be expected for the monetary policy of the ECB. In the case of key interest rates of zero percent or in the case of forward guidance there are found pro and cons concerning a monetary policy strategy which is focusing strictly on developments of interest rates and interest rate levels.

---

<sup>1</sup> Univ.-Prof. Dr. Armin Röhde, Lehrstuhl für Allgemeine Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld und Währung, Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät der Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald, D-17487 Greifswald; [rohdea@uni-greifswald.de](mailto:rohdea@uni-greifswald.de)

But in the case of outright purchases of sovereign bonds or especially in the case of quantitative easing, which, beside its influence on long term interest rates, are directed especially to allot more central bank money to the banking system, the question has to be raised why these measures should be necessary or helpful to make monetary policy more efficient.

In the second part of research the own intentions mentioned by the ECB to use non-conventional measures are discussed in detail. These ECB intentions can be described as follows: First, the ECB wants to fight against too low inflation rates in the Euro currency area. This involves an intensive look on the sense of the intended return of actually very low inflation rates back to the aim of the ECB of maintaining inflation rates below, but close to 2%. So today you can find several good reasons why temporarily low inflation rates within the Euro area are not a violation of mandate of the ECB and why it is not an expression of deflationary threats. So divergences of the actual inflation rates below the value of the primary objective require no direct or massive reactions of monetary policy.

Second, by using non-conventional measures the ECB is intending a sizeable impact on the balance sheet of the Eurosystem. This means that the ECB is trying to enlarge the volume of the balance sheet by purchasing bonds or securities or by using targeted long term refinancing operations (TLTROs). But as it is explained, an enlargement of the volume of a central banks balance sheet can not be a meaningful objective in a monetary policy system in which central bank money will be allotted by temporary refinancing operations, especially if these allotments are unlimited and free of costs, as it is in the Eurosystem recently. So if the ECB states that such an enlargement of the volume of the balance sheet nevertheless is important, then the ECB obviously persecute different objectives than an allotment of more central bank money to the banking system.

The third intention of the ECB to use non-conventional measures can be described by forcing depreciation of the Euro exchange rate. Although the ECB has no exchange rate objective as it is officially announced by the ECB. But you can read between the lines of statements given by members of the Governing Council that weakening of the Euro exchange rate is an important and wanted side effect of using non-conventional measures. Beside improving international economic competitiveness of member countries of the Euro area, the ECB aimed at importing higher consumer prices from abroad too. But against the background of extremely negative experiences with competitive depreciations which had been one important reason for the great depression from 1929 to 1931, it had become a widespread agreement among politicians and scientists, and which could be found within the statutory regulations of the IMF too, that exchange rates never should become an instrument of economic policy anymore. Using depreciation of exchange rates as an instrument to solve economic problems once has been called a “beggar-my-neighbour-policy”, which tries to solve economic problems on the rear of other countries. But this agreement is vanishing out of the world of thought more and more as could be seen not only in the

behaviour of the ECB, but also on corresponding behaviour of a lot of countries all over the world today.

All in all these intensions of the ECB by using non-conventional measures seems to be not the right way to lead to a proper solution of actually existing economic problems within the Euro area.