

ANMERKUNGEN ZUR AKTUELLEN GELDPOLITIK DES EUROSYSTEMS

Armin Rohde
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Abstract

In the present article a recently observable very expansive monetary policy not only in the Eurosystem but also in nearly all leading industrialized countries is analysed as a result of a fundamental change in monetary policy strategy. The goal of research is to show that this fundamental change in monetary policy from concentrating on developments of the quantity of money to focusing strictly on developments of interest rates and interest rate levels is the most important reason for recent most expansive monetary policy, which is described best by a strategy of lowest interest rate policy and which deals with interest rate levels of zero or near zero percent. It is argued in the present article too, that a lasting period of very low interest rates is connected with severe dangers or disadvantages not only for special institutions of the companies sector and for private household savings, but also for investments in real capital and for solving debt crises, because it gives wrong economic incentives. In addition such an expansive monetary policy forced investors to look at investments with higher risks, to get a better expected return on investment, which could be the reason for new financial instabilities. At least the outright monetary transactions programme of the ECB is discussed. This OMT-Programme could be seen as a proper monetary policy instrument of the recent interest rate policy strategy, especially to transmit central banks key interest rate changes to all segments of the financial markets in all member countries of the Euro area. But there are very different or even conflicting interpretations of the sense of that programme between ECB and Deutsche Bundesbank. This strong conflict can be discussed as fundamental difference of how monetary policy should act in recent days.

Keywords: Euro-Currency Area, European Debt Crisis, European Central Bank, Eurosystem, interest rate policy, monetary policy, Outright Monetary Transactions

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

1. Einleitung

Die Geldpolitik des Eurosystems wird momentan als äußerst expansiv eingestuft. Neben den historisch niedrigen Leitzinsen, die, gemessen am Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, seit Mai 2013 einen Wert von nur noch 0,5 Prozent aufweisen, wird dazu u. a. auch auf die faktisch unbegrenzte Bereitstellung von Zentralbankgeld durch die Vollzuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften seit Oktober 2008 sowie auf die starke Erhöhung des Angebots an längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, u. a. sogar mit Laufzeiten von bis zu drei Jahren, verwiesen. Schließlich wurden die Mindestreservesätze, die seit Beginn der Europäischen Währungsunion im Jahre 1999 unverändert geblieben waren, Anfang

2012 um 50 Prozent gesenkt. Oft wird dabei ein Zusammenhang zur fälschlicherweise so bezeichneten Euro-Rettungspolitik hergestellt. Falsch ist diese Assoziation deshalb, weil der Euro, sowohl was den Binnenwert, als auch was den Außenwert angeht, eine sehr stabile Währung ist, die keiner Rettung bedarf. Stattdessen ist die wirtschaftliche Lage in der Eurozone treffender durch eine Verschuldungskrise und eine Finanzkrise sowie, damit zusammenhängend, durch eine Wirtschafts- oder Konjunkturkrise zu beschreiben. Tatsächlich ist diese Art von extrem expansiver Geldpolitik aber auch keine Besonderheit für den Euro-Währungsraum. Vielmehr wird heute in fast allen entwickelten Industrieländern eine derartige extrem expansive Geldpolitik betrieben. Diese Art von Geldpolitik ist das Ergebnis eines geldpolitischen Paradigmawechsels von erheblicher Tragweite. Dieser Paradigmawechsel hat zu einem völligen Umdenken im Hinblick auf die Rolle der Geldpolitik geführt.

2. Niedrigzinspolitik als Folge eines Paradigmawechsels in der Geldpolitik von der Geldmengenzielorientierung zur Zinsorientierung

In den 1980er und 1990er Jahren war die Geldpolitik der Industrieländer sehr stark vom sogenannten Monetarismus geprägt und auf die Steuerung oder die Kontrolle der Geldmenge ausgerichtet (vgl. Rohde 1985, S. 15ff.). Gestützt auf die Ideen der sogenannten Quantitätstheorie des Geldes, die von einem sehr engen Zusammenhang zwischen der Geldmengenentwicklung und der Preisniveaumentwicklung ausging, hatte die Geldpolitik über eine Steuerung der Geldmenge vorrangig dafür Sorge zu tragen, dass Preisniveaustabilität gewährleistet ist. Praktisch orientierte sich die Geldpolitik an öffentlich vorgegebenen Geldmengenzielen. Ausdrücklich gehörte es nicht zu den Aufgaben einer solchen Geldpolitik, eine aktive oder direkte Konjunkturpolitik zu betreiben. Die Zinspolitik wurde ausschließlich in den Dienst der Geldmengensteuerung gestellt. Hohe Zinsen waren die Folge, bzw. waren der Preis für die Verknappung der Geldmengenentwicklung und dienten der Erreichung der Geldmengenziele. Hohe Zinsen waren deshalb eine Voraussetzung und ein Garant für Preisniveaustabilität.

Im Laufe der 1990er Jahre kamen allerdings wachsende Zweifel an der hinreichenden Stabilität des Zusammenhangs zwischen Geldmengenentwicklung und Preisniveaumentwicklung auf. In der Folge rückten bis zur Jahrtausendwende immer mehr Zentralbanken von einer Politik der Geldmengenzielorientierung ab (vgl. BIZ 2001, S. 83f.). Die Europäische Zentralbank (EZB) hat sich praktisch als letzte bedeutende Zentralbank 2003 von einer solchen Geldmengenzielorientierung verabschiedet. Ausdruck dafür war der sogenannte Säulentauch im Rahmen der geldpolitischen „Zwei-Säulen-Strategie“ der EZB (vgl. EZB 2003, S. 96 ff.). Durch diesen Säulentauch wurde der bis dahin in der ersten Säule ihrer geldpolitischen Strategie hervorgehoben positionierte und in der Geldpolitik primär beachtete quantitative Referenzwert für das M3-Wachstum nur noch in den Kontext einer allgemeinen monetären Analyse im Rahmen der in der öffentlichen Meinung als weniger wichtig erachteten zweiten Säule verbannt (vgl. Rohde und Kurth 2009, S. 185 ff. oder Rohde 2012, S.,235 ff.).

An die Stelle einer Geldmengenzielorientierung ist fast durchgängig eine Zinsorientierung der Geldpolitik getreten. Hierbei strebt die Geldpolitik über eine direkte Steuerung der Zinssätze öffentlich vorgegebene Inflationsziele an. Man spricht dann auch von der Strategie eines direkten Inflationsziels bzw. vom Inflation Targeting (vgl. Gischer; Herz, Menkhoff (2012, S. 330 f. oder Görgens; Ruckriegel; Seitz (2008), S. 161 ff.). Eine solche Zinsorientierung der Geldpolitik zielt vorrangig auf eine unmittelbare Konjunktursteuerung ab. So soll damit über eine Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auf die Preisniveaumentwicklung Einfluss genommen werden. Deshalb ist es mittlerweile völlig normal oder selbstverständlich geworden, dass die Geldpolitik bei Konjunkturrückgängen und insbesondere bei Wirtschaftskrisen mit starken Zinssenkungen reagiert. Vor dem Hintergrund der heutigen Erfahrungen mit den Reaktionen der Geldpolitiken auf die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise in den entwickelten Industriestaaten, die ihren Ausgang im Jahre 2007 in der sogenannten Subprime-Krise in den USA hatte, kann man deshalb durchaus auch von einer „Niedrigstzinspolitik“ sprechen. So gehören heutzutage Leitzinsen in Höhe von Null Prozent oder zumindest nahe Null, ergänzt durch sogenannte unkonventionelle Maßnahmen, wie z.B. den sogenannten Quantitativen Erleichterungen (Quantitativ Easing), in Form von massiven Liquiditätsbereitstellungen seitens der Zentralbanken durch den Kauf von Anleihen, durchweg zum Normalprogramm der zinsorientierten Geldpolitik.

Selbst negative Leitzinsen stellen heute keinen Tabubruch mehr für die Geldpolitik dar. So hat der Präsident der EZB, Mario Draghi, einen negativen Zinssatz für die Einlagenfazilität, der zusammen mit dem Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und dem Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zu den drei Leitzinsen der Geldpolitik des Eurosystems zählt, im Anschluss an die Zinsbeschlüsse des EZB-Rates vom 2. Mai 2013 durchaus in Aussicht gestellt, als er auf eine diesbezügliche Frage eines Journalisten antwortete: „On the deposit facility rate, we said it in the past, we are technically ready. There are several unintended consequences that may stem from this measure. We will address and cope with these consequences if we decide to act. We will look with an open mind and we stand ready to act if needed.“ (EZB 2013 a, S.4). Bereits im Juli 2012 hat die Dänische Zentralbank einen ihrer Leitzinsen, den Einlagenzins (CD-rate), auf einen negativen Wert gesenkt und damit, eigentlich nicht beabsichtigt, vereinzelt sogar Marktzinserhöhungen bewirkt (vgl. Nordea 2013). Der Hintergrund dafür war, dass die Geschäftsbanken die mit negativen Leitzinsen für sie verbundenen Kostensteigerungen an die Bankkunden weitergeben haben.

Schließlich gehören heute langfristige Zusagen über die Beibehaltung niedrigster Leitzinsen zu den Maßnahmen einer zinsorientierten Geldpolitik, um die Marktteilnehmer von der Dauerhaftigkeit der eingeschlagenen Zinspolitik zu überzeugen (vgl. Deutsche Bundesbank 2013 b, S. 31 ff.). Diese sogenannte Forward Guidance, die von der amerikanischen Notenbank schon länger und aktuell auch von der Bank of England angewendet wird, hat die EZB beispielsweise auf der EZB-Ratssitzung am 4.Juli 2013 mit den folgenden Worten von Präsident Draghi offiziell eingeführt: „Der EZB-Rat geht davon aus, dass die EZB-Leitzinsen für

längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden.“ (Deutsche Bundesbank 2013 a, S. 5). Auf die Frage, wie lang der damit angesprochene Zeitraum sein würde, antwortete Draghi: „Well I said an extended period of time is an extended period of time: it is not six months, it is not twelve months – it is an extended period of time“ (EZB 2013 b, S. 3). Diese Antwort konnte allerdings die Frage nicht befriedigend beantworten. Um auftretende Unsicherheiten über die zeitliche Dauer einer solchen Zusage zu reduzieren, haben z. B. die Federal Reserve der USA und die Bank of England sogenannte Schwellenwerte für die Arbeitslosigkeit angegeben, bis zu deren Erreichen die zwispolitische Zusage garantiert werden soll. Eine derartige Konditionierung würde sich jedoch nicht mit der gesetzlich vorgegeben Zielsetzung der EZB, vorrangig Preisniveaustabilität zu gewährleisten, vereinbaren lassen.

Trotz bislang ausbleibender Erfolge der zinsorientierten Geldpolitik, so sind bislang anhaltende Zuwächse bei der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage nicht erzielt worden, halten die Zentralbanken an der extremen Niedrigstzinspolitik unbeirrt fest. Die Problematik bzw. die mangelnde Wirksamkeit dieser Geldpolitik wird nicht zuletzt an dem ständigen Erweitern, Ergänzen oder Nachbessern der konventionellen Zinssenkungspolitik deutlich. So wurden, nachdem die erwarteten positiven Reaktionen auf die üblichen Zinssenkungsschritte der Zentralbanken ausgeblieben sind, zunächst die Leitzinsen auf Niveaus von nahe Null oder auf Null gesenkt, danach wurden sogar negative Leitzinsen in Betracht gezogen und es wurde auf die sogenannte Forward Guidance zurückgegriffen. Schließlich wurden noch unkonventionelle Maßnahmen, wie z.B. die Quantitativen Erleichterungen, beigemengt. Es soll hier gar nicht bestritten werden, dass die Geldpolitik im Einzelfall und dann allerdings zeitlich eng befristet auf solche drastischen Maßnahmen zurückgreifen können muss. Die aktuelle Geldpolitik ist allerdings seit nunmehr 2008, und damit eigentlich schon dauerhaft, durch diese extrem expansive Ausrichtung gekennzeichnet. Deshalb überrascht es auch nicht, dass die Nachteile oder die Gefahren einer solchen dauerhaften Niedrigstzinspolitik immer deutlicher zutage treten.

3. Gefahren einer dauerhaften Niedrigstzinspolitik

Dauerhaft niedrige Zinsen gefährden z.B. Institutionen, deren Geschäftsmodelle darauf ausgerichtet sind, den jeweiligen Vertragspartner auf lange Fristen günstige Konditionen zu gewährleisten. So wird es momentan beispielsweise für Lebensversicherungen immer schwieriger, die ihren Kunden langfristig vertraglich versprochene Garantieverzinsung aus sicheren Kapitalmarktanlagen zu erwirtschaften. So betrug die durchschnittliche Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere im Jahr 2012 in Deutschland nur 1,4 Prozent und in den Monaten April und Mai 2013 sogar nur noch 1,1 Prozent (Deutsche Bundesbank 2013 b, S. 53*). Für Neuverträge sind deshalb die Garantieverzinsungen von ursprünglich 4 Prozent (bis zum Jahr 2000) auf mittlerweile 1,75 Prozent (2013) gesenkt worden. Da die Garantieverzinsungen bis zum Ende der Laufzeit der Versicherungspolice gelten, dies können durchaus Zeiträume von bis zu 40 Jahren sein, fällt es den Versicherungsunternehmen zunehmend schwerer, diese Erträge aus lang anhaltend

niedrigen Kapitalmarktzinsen zu erwirtschaften. Die notwendigen Anpassungen der Garantieverzinsungen nach unten machen zudem das Neukundengeschäft schwieriger und die Anreize, diese wichtige Säule der privaten Altersvorsorge zu nutzen, schwinden (vgl. iwd 2013 a und 2013 b).

Ähnlich verhält es sich bei Bausparkassen und bei Pensionsfonds, die bei dauerhaft niedrigsten Zinsen ebenfalls Probleme haben, die zugesagten Renditen für die Mittelanlage ihrer Kunden zu erwirtschaften. Bei Bausparkassen kommt noch hinzu, dass die im Rahmen von Bausparverträgen im Normalfall gewährten „zinsgünstigen“ Baukredite dieses Prädikat vor dem Hintergrund der extrem niedrigen Zinsen für die frei zugänglichen Wohnungsbaukredite verloren haben, so dass auch hier das Neugeschäft schwieriger geworden ist.

Gravierende Nachteile bringt eine dauerhafte Niedrigstzinspolitik auch dem Sparer, dessen Vermögen zum einen real entwertet wird, wenn die niedrigen Verzinsungen seiner Anlagen unter der sogar noch mit Preisniveaustabilität kompatiblen Inflationsrate liegen. So ist Preisniveaustabilität nach Definition der EZB dann gewährleistet, wenn der Anstieg des sogenannten Harmonisierten Verbraucherpreisindex unter aber nahe zwei Prozent liegt (vgl. EZB 2003, S. 89), wenn also eine Inflationsrate in Höhe von nicht mehr als zwei Prozent gegeben ist. Wenn jedoch der reale Wert des Vermögens nicht einmal mehr bei Einhaltung des wirtschaftspolitischen Zieles der Preisniveaustabilität gewährleistet ist, dann muss damit gerechnet werden, dass die Akzeptanz dieses wichtigen wirtschaftspolitischen Zieles in der Bevölkerung abnimmt. Zum anderen schwinden bei niedrigen Zinsen, zumal wenn diese unter der Inflationsrate liegen, die volkswirtschaftlich wichtigen Anreize zu sparen. Zumindes aber wird die Bereitschaft, Mittel längerfristig anzulegen zurückgehen. So lassen sich im Euro-Währungsgebiet seit 2012 starke Rückgänge in praktisch allen längerfristigen Anlageformen bei den Geschäftsbanken feststellen, wohingegen die täglich fälligen Einlagen stark expandieren (vgl. EZB 2013 c, S. S13).

Die in Niedrigstzinsphasen zu beobachtende Tendenz, Mittel verstärkt nur ganz kurzfristig in täglich fälligen Einlagen bei Banken anzulegen erschwert dem finanziellen Sektor die im gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsprozess sehr wichtige Aufgabe der sogenannten Fristentransformation (vgl. Duwendag, Ketterer, Kösters, Pohl, Simmert 1999, S.107/108). Dabei formt der finanzielle Sektor die von den Überschusseinheiten (Private Haushalte) bei ihm kurzfristig und liquide eingelegten Mittel in langfristige Kredite für die Defiziteinheiten (Unternehmen) um. Je kurzfristiger dabei die Mittelanlage ist, desto riskanter wird die Fristentransformation für die Banken, wenn es gilt, die notwendige laufende Refinanzierung der langfristigen Kreditvergaben zu sichern. Tendenzen zur kurzfristigen Mittelanlage können somit die Stabilität des Bankensektors gefährden.

Eine Niedrigstzinspolitik der Zentralbanken birgt jedoch noch weitere Risiken. So schaffen niedrige Zinsen verstärkt Anreize, langfristig unrentable Investitionen zu realisieren. Dies sind Investitionen, die nur sehr geringe interne Renditen aufweisen und die schon bei geringfügigen Zinssteigerungen unrentabel werden. Dadurch

erhöht sich nicht nur das Insolvenzrisiko von Unternehmen, sondern es werden auch die längerfristigen Wachstumsperspektiven von Volkswirtschaften geschmälert. In diesem Zusammenhang kann man beispielsweise auf die Spanische Immobilienkrise in den 2000er Jahren verweisen. Ausgelöst durch niedrige Zinsen wurde ohne Rücksicht auf die langfristige Rentabilität und den Bedarf an Immobilien ein kreditfinanzierter Bauinvestitionsboom entfacht, an dessen Ende, nach Platzen der Immobilienpreisblase, eine Fülle an ungenutzten Bauruinen, an Unternehmensinsolvenzen, an Kreditausfällen und schließlich eine gravierende Finanz- und Bankenkrise standen.

Darüber hinaus bieten extrem niedrige Zinsen, und damit eine Politik des billigen Geldes, starke Anreize, die Verschuldung von privaten Haushalten und von öffentlichen Haushalten zu erhöhen. Damit wirken sie einer Lösung der Verschuldungskrise im Euro-Währungsraum sogar entgegen. Denn um die Verschuldungskrise im Euro-Währungsraum zu lösen sind in den betroffenen Ländern harte Anpassungsprozesse und Strukturreformen erforderlich. Für den dafür nötigen Reformdruck setzen niedrige Zinsen jedoch ein falsches Signal. So sind Niedrigzinsen selbst nach Auffassung des Präsidenten der Deutschen Bundesbank und Mitglied des EZB-Rates „...nicht ohne Nebenwirkungen, (...) Sie verführen zum Beispiel dazu, Reformen und den notwendigen Strukturwandel (zur Verringerung der Staatsverschuldung, Anm. d. Verf.), aufzuschieben. Finanzstabilitätsrisiken können sich aufbauen. Diese Nebenwirkungen nehmen mit der Dauer der Niedrigzinsphase zu.“ (Weidmann 2013).

Schließlich besteht bei einer anhaltenden Niedrigstzinspolitik der Zentralbanken das Risiko, dass sich die Kapitalanleger verstärkt renditeträchtigeren und damit im Normalfall riskanteren Anlageformen zuwenden: „Auf der Suche nach einem Renditeplus treiben Investoren nach und nach die Kurse in anderen Anlageformen immer weiter nach oben, so dass auch dort die Ertragschancen abnehmen. Damit steigt bei einer längeren Niedrigzinsphase auch die Gefahr von Vermögenspreisblasen...“ (Bargel 2013, S. 6). Ein Platzen dieser spekulativ getriebenen und nicht durch Fundamentalfaktoren begründeten Vermögenspreisblasen kann dann der Auslöser von erneuten Finanz- und Wirtschaftskrisen sein, in deren Folge es über staatliche Hilfsprogramme letztlich auch zu einem Anstieg der Staatsverschuldung kommen kann. Bezüglich der aktuellen Krisen im Euro-Währungsraum könnte es deshalb angebrachter sein, in die folgende Richtung zu denken: „Die Politik des billigen Geldes hat maßgeblich zur Entstehung der Krise beigetragen. Umgekehrt heißt das: Wir können die Krise nur überwinden, wenn wir Geld wieder einen ordentlichen Preis geben.“ (Krämer 2013, S.48).

Die größten Gefahren einer dauerhaften Niedrigstzinspolitik gehen jedoch von dem Gewöhnungseffekt an niedrige Zinsen aus. Niedrige Zinsen werden praktisch als Normalzustand angesehen und nicht als außergewöhnliche, zeitlich eng befristete Besonderheit zur Abwehr von extremen Krisensituationen. Je mehr sich die Wirtschaftsteilnehmer mit ihren Anlage- und Investitionsentscheidungen an diesen vermeintlichen „Normalzustand“ orientieren und anpassen, umso mehr werden dann

Zinssteigerungen als generell schädlich für die Wirtschaftsentwicklung beurteilt und auch wahrgenommen. In so einem Umfeld wächst natürlich der öffentliche Druck auf die Geldpolitik, möglichst lange Zinserhöhungen und die damit befürchteten negativen wirtschaftlichen Nebenwirkungen zu vermeiden. Deshalb ist nicht auszuschließen, dass hinter der aktuell von der Geldpolitik ins Feld geführten und oben beschriebenen Maßnahme der „Forward Guidance“ auch ein eher unbeabsichtigtes Signal der Zentralbanken gesehen werden kann, sich einem solchen Druck tatsächlich zu beugen. So konnte man bereits im Rahmen der Entstehung und Ausweitung der europäischen Schuldenkrise beobachten, wie schon geringe Zinssteigerungen in einzelnen Ländern unmittelbar den Druck zur Implementierung von umfangreichen Hilfsmaßnahmen und das Aufspannen von immer größer werdenden Rettungsschirmen ausgelöst haben, weil man vorschnell glaubte, dass die betroffenen Länder selbst leichte Zinserhöhungen nicht verkraften könnten. (vgl. Rohde 2012, S. 242 ff). Schließlich lassen sich selbst die strittigen Anleihekaufprogramme der Zentralbanken durchaus auch in diesen Kontext einordnen, nämlich niedrige Zinsen flächendeckend zu gewährleisten, bzw. sich gegen punktuelle oder in einzelnen Kapitalmarktsegmenten einzelner Länder auftretende Zinserhöhungen zu stemmen. In diesem Zusammenhang sind im Rahmen der aktuellen Geldpolitik des Eurosystems die äußerst konträren Standpunkte oder Sichtweisen von Europäischer Zentralbank und Deutscher Bundesbank hinsichtlich der Notwendigkeit von Anleihekäufen von Interesse.

4. Anleihekäufe des Eurosystems im Spiegel der Sichtweisen von Europäischer Zentralbank und Deutscher Bundesbank

Die konträren Auffassungen von Europäischer Zentralbank und Deutscher Bundesbank zu den Anleihekäufen offenbarten im Vorfeld und während der öffentlichen Anhörungen vor dem deutschen Bundesverfassungsgericht Mitte Juni 2013 anlässlich der Verfassungsbeschwerden, die sich u. a. gegen das EZB-Programm zum Ankauf von Staatsanleihen (Outright Monetary Transactions – OMT) vom September 2012 richteten, ein tiefes Zerwürfnis zwischen EZB und Deutscher Bundesbank. Vorläufer der geldpolitischen Outright Geschäfte (OMT) war das vom EZB-Rat bereits im Mai 2010 beschlossene und umgesetzte Programm für die Wertpapiermärkte (Securities Market Programme – SMP). in dessen Rahmen von der EZB für ungefähr 210 Mrd. Euro Staatsanleihen gekauft wurden. Im Umfeld dieses Ankaufsprogramms für Staatsanleihen (SMP) traten sowohl der Präsident der Deutschen Bundesbank, Weber, als auch das deutsche Mitglied im Direktorium der EZB, Stark, zum 30.04.2011 bzw. zum 31.12.2011 vorzeitig von ihren Ämtern zurück. Mit den Beschlüssen zu dem OMT-Programm im September 2012 wurde das Programm für die Wertpapiermärkte offiziell beendet

Mit dem OMT-Programm hat sich die EZB bereit erklärt, Staatsanleihen von Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebietes mit Restlaufzeiten von 1 bis 3 Jahren ggf. unbegrenzt aufzukaufen, wobei die durch die Ankäufe geschaffene Liquidität, wie schon im Rahmen des vorangehenden Programms für die Wertpapiermärkte, vollständig neutralisiert bzw. sterilisiert werden soll. (vgl. EZB 2012 a, S. 7 ff. und Schorkopf 2013, S. 18 f.). Solche Ankäufe von Staatsanleihen sind allerdings an drei

Bedingungen geknüpft. Erstens müssen sich die betroffenen Länder zu strukturellen, haushalts- und fiskalpolitischen Reformen im Rahmen eines makroökonomischen Anpassungsprogramms, das über den Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) abgewickelt wird, verpflichten. Dabei spricht man auch von Konditionalität. Sofern ein Land gegen die Auflagen dieser Anpassungsprogramme, also gegen die strikte Einhaltung der Konditionalität, verstößt, hat sich die EZB vorbehalten, die Käufe von Anleihen sofort einzustellen. Zweitens müssen die in Frage kommenden Länder noch Zugang zum Anleihemarkt haben oder sie müssen zumindest dabei sein, wieder Zugang zur Marktfinanzierung zu erlangen. Drittens muss für die Durchführung der Anleihekäufe eine Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus vorliegen

Eine solche Störung der geldpolitischen Transmission ihrer monetären Impulse sieht die EZB dann als gegeben an, wenn sich ihre über Leitzinsänderungen auf den Weg gebrachten Zinsimpulse nicht gleichgerichtet auf allen Finanzmärkten in allen Ländern der Eurozone niederschlagen. Kommt es nämlich in einzelnen Euro-Ländern zu abweichenden Zinsentwicklungen, dann sieht die EZB darin eine Gefährdung der „...Einheitlichkeit der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank im Euro-Währungsgebiet.“ (Schorkopf 2013, S. 20). Die EZB spricht dann auch von einer Fragmentierung der Finanzmärkte, durch die die Wirksamkeit der Geldpolitik beeinträchtigt wird (vgl. EZB 2013 d, S. 92 ff.). Dies ist nach Auffassung der EZB z. B. dann der Fall, wenn sich aus der Furcht der Teilnehmer auf den Staatsanleihemärkten vor einem Auseinanderbrechen des Euro-Währungsraumes erhebliche Risikoaufschläge (Reversibilitätsprämien) bei den Zinsen bestimmter Staatsanleihen einstellen (vgl. Schorkopf 2013, S. 20). Das zentrale Element des OMT-Ankaufsprogramms für Staatsanleihen besteht nach Auffassung der EZB darin, die Übertragung ihrer Leitzinsimpulse, auch unter derartigen spekulativen Bedingungen, auf die Zinsentwicklungen in allen Ländern des Euro-Währungsraumes sicherzustellen (vgl. Schorkopf 2013, S. 23).

Eine völlig andere Einschätzung vertritt die Deutsche Bundesbank in ihrer schriftlichen Stellungnahme bei der Anhörung vor dem Bundesverfassungsgericht, obwohl auch sie bestätigt, dass Anleihekäufe durch die Zentralbanken am Sekundärmarkt „...unbestreitbar einen temporären Rückgang von Risikoaufschlägen ermöglichen.“ (Deutsche Bundesbank 2012, S.10). Zum einen stellt sie aber in Frage, ob die abweichenden Renditen von Staatsanleihen tatsächlich als eine Störung der geldpolitischen Transmission angesehen werden können (vgl. Deutsche Bundesbank 2012, S. 6). Die Deutsche Bundesbank begründet dies, indem sie feststellt, dass man von einer Störung der geldpolitischen Transmission zwar dann sprechen kann, „... wenn etwaige geldpolitische Impulse nicht ihre hinsichtlich Vorzeichen, Zeitprofil oder Stärke ‚normale‘ oder ‚üblicherweise zu erwartende‘ Wirkung hervorrufen. (...) Allerdings ist nicht feststellbar, ob eine derzeit beobachtbare Abweichung eine temporäre Störung oder eine fundamental begründbare langfristige Änderung der geldpolitischen Transmission darstellt, weil sich die ökonomischen Rahmenbedingungen geändert haben, so dass die unterstellte Konstanz in den Wirkungszusammenhängen nicht mehr gegeben ist. Letzteres

würde nicht rechtfertigen, von einer Störung zu sprechen.“ (Deutsche Bundesbank 2012, S. 6).

Zum anderen hat die Bundesbank vor dem Bundesverfassungsgericht die Frage aufgeworfen, ob selbst beim Vorliegen einer derartigen von der EZB beschriebenen Störung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus eine solche Störung überhaupt behoben werden muss und ob und warum dies unbedingt eine Aufgabe der Geldpolitik sein sollte (vgl. Deutsche Bundesbank 2012, S. 9). Wörtlich führt die Bundesbank dazu aus: „Letztlich sind, solange Wirtschafts- und Finanzpolitiken in der nationalen Eigenverantwortung verbleiben, wirtschaftliche Entwicklungen in den verschiedenen Ländern mit potenziell unterschiedlichen Risiken verbunden. Diese Unterschiede rechtfertigen auch unterschiedliche Risikoprämien bei privaten Kreditbeziehungen. Der auf den Euro-Raum als Ganzes gerichtete geldpolitische (Zins)Impuls kann insofern durch länderspezifische Entwicklungen überlagert werden, ohne dass dies eine Irrationalität darstellen und geldpolitischen Handlungsbedarf begründen muss. Die Einheitlichkeit der Geldpolitik innerhalb des Eurosystems steht deshalb solchen Maßnahmen und Entscheidungen entgegen, die lediglich auf die Behebung nationaler Störungen ausgerichtet sind.“ (Deutsche Bundesbank 2012, S.9).

Auch hinsichtlich der Auswirkungen der erforderlichen Konditionalität, also der Verpflichtung der Länder, strukturelle, haushalts- und fiskalpolitische Reformen umzusetzen, um die Voraussetzung für die Anwendung des OMT-Programms zu erfüllen, bestehen tiefgreifende Auffassungsunterschiede zwischen der EZB und der Deutschen Bundesbank. So geht die EZB davon aus, dass durch die überprüfte Umsetzung der Reformen, die betroffenen Mitgliedstaaten die Insolvenzbedrohungen der Marktteilnehmer, die sich in den Risikoaufschlägen auf die Renditen der Staatsschuldentitel niederschlagen, auf Dauer zerstreuen würden, und dass allein dadurch die geldpolitische Transmission verbessert würde (vgl. Schorkopf 2013, S. 24). Dem hält die Deutsche Bundesbank entgegen, dass zentral für diese Vorstellung der EZB die Annahme ist, „...dass die im Rahmen eines umfangreichen politischen Kompromisses und eines bestimmten Informationsstandes erzielten Programmvereinbarungen in der Sache realistisch sind und daher rationale Anleger überzeugen müssen. Der Fall Griechenland führt vor Augen, dass eine Programmvereinbarung eine Zahlungsunfähigkeit nicht auszuschließen vermag. (...) Auf jeden Fall ist es überaus ambitioniert, vor dem Hintergrund der bisherigen Erfahrungen zu argumentieren, die Geldpolitik könne die Erhaltung der Konditionalität in jedem Fall voraussetzen und auf dieser Grundlage gewährleisten, dass das jeweilige Land solvent bleibt und die Risikoaufschläge fundamental gerechtfertigt zurückgehen (Deutsche Bundesbank 2012, S. 10).

Mit detaillierten Verweisen auf die umfangreiche Liquiditätsbereitstellung an Griechenland, vor dem Hintergrund einer drohenden Zahlungsunfähigkeit im August 2012, stellt die Deutsche Bundesbank zudem die Ankündigung der EZB in Frage, bei Nichteinhaltung der Konditionalität den Ankauf von Staatsanleihen sofort zu stoppen (vgl. Deutsche Bundesbank 2012, S. 15 f.). Die Erfahrungen mit Griechenland hätten gezeigt, dass die Geldpolitik „... die Finanzierung eines Staates

durch die Bereitstellung von Liquidität ermöglicht (hat), obwohl die Konditionalitäten eines fiskalischen Hilfsprogramms nicht eingehalten wurden und die Finanzpolitik die Auszahlung weiterer Hilfen gestoppt hatte. Diese Erfahrungen begründen auch Befürchtungen, dass der Umgang mit Konditionalität im Rahmen des OTM-Programms selbst in zweifelhaften Fällen nicht vor erheblichen Käufen (...) schützen kann.“ (Deutsche Bundesbank 2012, S.16).

Unabhängig von der eigentlich sehr wichtigen Frage, warum die Deutsche Bundesbank, als integraler Bestandteil des Eurosystems, diese unterschiedlichen Auffassungen bzw. dieses tiefe Zerwürfnis derart in die Öffentlichkeit getragen hat und unabhängig davon, welche Absicht sie letztlich damit konkret verfolgt, zeigt die scharfe Kontroverse zwischen EZB und Deutscher Bundesbank jedoch eines sehr deutlich, dass nämlich die aktuelle Geldpolitik des Eurosystems nicht mehr nur von außen, sondern auch von innen zunehmend kritischer betrachtet wird. Im Kern geht es dabei jedoch nicht nur um die Durchführung der aktuellen Geldpolitik des Eurosystems, sondern auch um die strategische Grundausrichtung der Geldpolitik im Allgemeinen. Das heißt, es geht um die Frage, welche Rolle sollen die Zinsen in der Geldpolitik spielen. Sollen, wie im Rahmen der aktuell dominierenden Zinsorientierung der Geldpolitik, die Zentralbanken das gesamte Zinsspektrum über alle Finanzmärkte unter ihre direkte Kontrolle bringen, was letztlich auch den Ankauf von Staatsanleihen als geldpolitische Maßnahme zur Zinssteuerung beinhaltet. Oder soll die Geldpolitik davon ausgehen, dass zumindest die längerfristigen Zinsen an den Finanzmärkten sich einer direkten Kontrolle oder Steuerung durch die Zentralbanken entziehen können. Das würde bedeuten, dass die Geldpolitik eben nicht bei jeglicher Zinssteigerung in einem Marktsegment sofort gefordert ist, Gegenmaßnahmen zu ergreifen. Letzteres deckt sich mit der Auffassung der Deutschen Bundesbank, die der Meinung ist, dass zumindest die langfristigen Zinsen allenfalls nur indirekt durch die Geldpolitik beeinflusst werden können. Dies hat sie wie folgt vor dem Bundesverfassungsgericht zum Ausdruck gebracht: „Die Zinssätze für längere Laufzeiten (beispielsweise Renditen von Staatsanleihen oder langfristige Kreditzinsen) werden durch die Änderungen der Geldmarktsätze nur mittelbar beeinflusst, denn für die längerfristigen Marktzinssätze spielen die Erwartungen der Marktteilnehmer eine entscheidende Rolle. So werden die langfristigen Marktzinssätze zu einem bedeutenden Anteil von den Erwartungen der Marktteilnehmer zur langfristigen Wachstums- und Inflationsentwicklung und somit von den langfristigen Perspektiven einer Volkswirtschaft (oder eines Währungsraums) bestimmt. Entsprechend spiegeln sich in den längerfristigen Marktzinssätzen die Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Leitzinsen und damit dem erwarteten geldpolitischen Kurs wider. Im Ergebnis schlagen Änderungen der Leitzinsen erst dann auf längerfristige Marktzinssätze durch, wenn sie zu einer Veränderung der Markterwartungen hinsichtlich der langfristigen Preis- und Wirtschaftsentwicklung führen.“ (Deutsche Bundesbank 2012, S.4).

Auf der anderen Seite nimmt die EZB für die Richtigkeit ihrer Vorgehensweise für sich in Anspruch, dass allein mit der Verkündung des OTM-Programms Ruhe an die Märkte innerhalb der Europäischen Währungsunion zurückgekehrt ist, was nicht zuletzt an den deutlichen Rückbildungen der Risikoprämien in den Renditen von

Staatsanleihen zu erkennen ist, und zwar ohne, dass bislang (September 2013) auch nur eine Staatsanleihe gekauft werden musste. So führt die EZB in ihrem Jahresbericht 2012 aus: „Die Ankündigungen im Zusammenhang mit den OTM-Geschäften trugen zu einer Entspannung an den Finanzmärkten bei und minderten im zweiten Halbjahr 2012 die Tail-Risks wie auch die herrschende Unsicherheit, was zu einer allgemeinen Verbesserung der Finanzierungsbedingungen führte. Dies manifestierte sich unter anderem in rückläufigen Staatsanleiherenditen finanziell angeschlagener Länder (..) und der Emission neuer Anleihen durch Banken, Unternehmen und Staaten, die seit einiger Zeit keinen Zugang zu den Märkten gehabt hatten.“ (EZB 2013, S. 16). Allerdings bleibt abzuwarten, wie lange der Ankündigungseffekt Wirkung zeigt und ob das Programm auch dann die von der EZB erhoffte Marktberuhigung gewährleisten kann, wenn die mit dem Programm bekundete Absicht zu notfalls unbegrenzten Käufen von Staatsanleihen von den Märkten einem Test unterzogen wird. Anlass dazu könnten die im Jahre 2014 bereits zur Verlängerung anstehenden oder auslaufenden oder möglicherweise neuen Rettungsprogramme für Griechenland, Irland, Portugal und Slowenien sein, eine erneute Verschärfung der Bankenkrise in Spanien oder aber die mangelnden Reformanstrengungen in Italien und in Frankreich (vgl. Mussler 2013, S. 11).

5. Bewertende Schlussfolgerungen

Welche Schlussfolgerungen sind nun aus der aktuellen Geldpolitik des Eurosystems zu ziehen? Zunächst ist festzuhalten, dass die sehr expansive Geldpolitik des Eurosystems keine Besonderheit für den Euro-Währungsraum darstellt, vielmehr sind momentan die Geldpolitiken in allen führenden Industrieländern vergleichbar expansiv oder sogar noch expansiver ausgerichtet. Die Vorstellung, dass die Geldpolitik in wirtschaftlichen Krisensituationen derart expansiv zu sein hat, ergibt sich aus der heute dominierenden Zinsorientierung der Geldpolitik, die vorrangig auf eine unmittelbare Konjunktursteuerung abzielt. Im Falle von Konjunkturabschwüngen oder Wirtschaftskrisen gehören schnelle und drastische Zinssenkungen zum Normalprogramm einer zinsorientierten Geldpolitik. Dabei sieht man allerdings die Möglichkeiten der Zinspolitik bei Realzinsen von Null Prozent bei weitem noch nicht ausgeschöpft. Leitzinsen von nahe Null, von Null oder sogar negative Leitzinsen stellen dann die weiteren Schritte einer expansiven Zinspolitik dar.

Und sollten auch derart drastische Zinssenkungen noch nicht zu einer Anregung der gesamtwirtschaftlichen Investitionsnachfrage führen, dann besteht unter den Anhängern dieser Politik zumindest die Erwartung und Hoffnung, dass über eine dadurch induzierte Währungsabwertung und eine damit verbundene Förderung des Exportsektors sowie der importkonkurrierenden Bereiche einer Volkswirtschaft expansive Nachfrageimpulse ausgelöst werden können. „Die Notenbank (die EZB, Anm. d. Verf.) sollte eine Nullzinspolitik wie die Briten und Amerikaner machen. Dadurch sinkt der Euro-Wechselkurs, was die Wettbewerbsfähigkeit (...) verbessert.“ (Fuest 2012, S. 30). Eine zentrale Lehre aus der großen Weltwirtschaftskrise 1929 bis 1931, dass nämlich gezielt herbeigeführte Währungsabwertungen als eine Form der Beggar-my-neighbor-Politik ein

untaugliches und vor allem gefährliches Instrument der Wirtschaftspolitik darstellen, um die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft zu steigern, scheint heute in Vergessenheit geraten zu sein. Köhler hat die Gefährlichkeit, über Abwertungen die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft zu steigern wie folgt beschrieben: „ Zu einer solchen beggar my neighbor policy gehört eine bewusst zugelassene oder herbeigeführte Abwertung der eigenen Währung, mit der die Ausfuhr des eigenen Landes angeregt werden soll, um Arbeitslosigkeit zu beseitigen. Die höheren Einfuhren in den Partnerländern tragen dort dazu bei, die Beschäftigung zu verringern. Arbeitslosigkeit wird exportiert. In den dreißiger Jahren geschah dies. Die Länder übertrafen sich gegenseitig in Abwertungen. Der Abwertungswetlauf führte schließlich zum Zusammenbruch des internationalen Währungssystems.“ (Köhler 1983, S. 226). Diese Erkenntnisse sind heute offensichtlich aus dem Erfahrungs- und Wissensschatz vieler Ökonomen und Wirtschaftspolitiker weitgehend ausgeblendet. Ganz abgesehen davon, würde eine geldpolitisch herbeigeführte Abwertung z.B. des Euro „...nur die wahren Ursachen der Wettbewerbschwäche vieler Länder der Eurozone verdecken. Spätestens bei einer Aufwertung der heimischen Währung treten die strukturellen Probleme dann wieder zu Tage.“ (Bargel 2013, S. 6).

Um die Erwartungen der Marktteilnehmer zu zerstreuen, dass eine derart expansive Zinspolitik vielleicht nur kurzfristig Bestand haben könnte, und weil man glaubt, die Investitionsnachfrage wird nur dann angeregt, wenn Zinssenkungen von Dauer sind, wird heute zusätzlich zur Maßnahme der sogenannten Forward Guidance gegriffen. Darüber soll den Märkten die Gewissheit vermittelt werden, dass die Geldpolitik über einen längeren Zeitraum unverändert expansiv bleibt. Aus Sorge, dass auch das von den Märkten nicht richtig eingeordnet werden kann, empfiehlt z.B. der mit „führenden Volkswirten“ besetzte sogenannte Handelsblatt-Schattenrat, der im Vorfeld von EZB-Ratssitzungen, Vorschläge für das geldpolitisch erforderliche Handeln der EZB erörtert, dass die EZB den Märkten etwa auf drei Jahre hinaus signalisieren sollte, dass sie momentan nur ein geringes Wachstum und eine niedrige Inflation erwartet. „Daraus könnten Investoren ableiten, dass eine Zinserhöhung in den nächsten zwei bis drei Jahren sehr unwahrscheinlich ist.“ (Benders 2013, S. 30). Deutlicher kann man den augenblicklich herrschenden, scheinbar allumfassenden Machbarkeitsglauben, der der zinsorientierten Geldpolitik zugeschrieben wird, wohl nicht zum Ausdruck bringen..

Eine weitere Erkenntnis aus der aktuellen Geldpolitik ist, dass die Bedeutung von monetären Mengenaggregaten im Rahmen der Zinsfokussierung in den Hintergrund rückt (vgl. Rohde und Kurth 2009) . Insofern werden ein mengenmäßig praktisch unbegrenzter und fast kostenloser Zugang der Geschäftsbanken zum Zentralbankgeld (Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung und mit Laufzeiten von bis zu drei Jahren), eine Verringerung bzw. Halbierung der Mindestreservepflicht, gegebenenfalls ergänzt, wie z.B. in den USA, in Japan oder in England, mit erheblichen „Quantitativen Erleichterungen“ als notwendige und sinnvolle Ergänzung der Niedrigzinspolitik angesehen. Aufkommende Befürchtungen, dass auf diese Weise ein enormes Inflationspotenzial entstehen könnte, versucht man u. a. mit Hinweisen auf das in absehbarer Zeit noch schwache Wirtschaftswachstum zu

zerstreuen, ohne zu erkennen, dass man damit eigentlich die Wirksamkeit der verfolgten expansiven Politik in Frage stellt.

Schließlich wird eine Rückkehr zu einer normalen Geldpolitik mit wieder höheren Zinssätzen umso schwieriger, je länger die Niedrigstzinspolitik anhält. Das liegt z.B. an den Fehlanreizen, die durch niedrigste Zinsen gegeben werden. Wenn diese nämlich, wie oben im Rahmen der Gefahren einer dauerhaften Niedrigstzinspolitik beschrieben, zu unrentablen Investitionen, zur zunehmenden Verschuldung privater und öffentlicher Haushalte, zu einem verminderten Reformdruck, um Schulden abzubauen und um die Wettbewerbsfähigkeit zu steigern sowie, auf der Suche nach renditeträchtigeren, aber auch risikoträchtigeren Anlageformen, zu Vermögenspreisblasen führen, dann ergeben sich bei Zinssteigerungen unmittelbar immer größer werdende wirtschaftliche Schwierigkeiten. Unternehmen mit unrentablen Investitionen drohen Verluste, höher verschuldeten Haushalten droht Zahlungsunfähigkeit, nicht wettbewerbsfähige Unternehmen werden vom Markt verdrängt, ein Platzen von Preisblasen kann schließlich eine unvorhersehbare Kette von Problemen auslösen. Vor dem Hintergrund solcher unmittelbar drohender wirtschaftlicher Schwierigkeiten wird der Druck auf die Geldpolitik steigen, an der expansiven Ausrichtung festzuhalten. Dies gilt umso mehr, wenn sich die Geldpolitik ausdrücklich der Konjunktursteuerung verschreiben hat.

Ein aktuelles Beispiel dafür ist die augenblickliche Situation in den großen Schwellenländern, wie z.B. in Brasilien, Russland, Indien und Südafrika, die, neben China, zu den sogenannten BRICS-Staaten gehören. Als Folge der anhaltenden Niedrigstzinspolitiken und der massiven Liquiditätsbereitstellungen der großen Zentralbanken floss, auf der Suche nach renditeträchtigeren Anlagen, zunehmend Kapital in die großen Schwellenländer. Die Folge davon waren starke Währungsaufwertungen in diesen Ländern und ebenfalls starke Anstiege der Vermögensindizes. Durch den reichlichen Kapitalzufluss ließen sich die infolge der Aufwertungen noch weiter steigenden Leistungsbilanzdefizite dieser Länder problemlos finanzieren, Dadurch konnten diese Länder ihre Wachstumspolitik weiter forcieren, was weiteres Kapital anlockte. Dann aber reichte bereits die bloße und vage Ankündigung der amerikanischen Zentralbank, dass sie im Laufe des Jahres das Volumen ihrer monatlichen Ankäufe von Wertpapieren verringern könnte. Die Folge waren leichte Steigerungen der längerfristigen Zinsen in den USA, aber auch in Europa. Das führte unmittelbar zu starken Kapitalabzügen aus den Schwellenländern, wodurch es dort zu starken Einbrüchen an den Aktienmärkten und an den Devisenmärkten gekommen ist, deren Ende noch nicht abzusehen ist. Dies veranlasste die OECD, eine Warnung vor der Abkehr von der lockeren Geldpolitik auszusprechen (Vgl. Handelsblatt, 4.9.2013, S. 9). Zudem konnte man von Ängsten lesen, die US-Notenbank könnte die Weltwirtschaft in eine neue Krise führen (vgl. Handelsblatt, 4.9.2013, S. 48).

Insgesamt legt das den Schluss nahe, dass sich die Geldpolitik mit ihrer konsequenten Zinsorientierung auf einem Irrweg befindet. Diese Art der Geldpolitik überschätzt ihre Fähigkeiten und mutet sich deshalb zu viel zu. Die Erfahrungen mit der Niedrigstzinspolitik in Japan seit Mitte der 1990er Jahre, mit der man die

wirtschaftlichen Folgen des Platzens einer Immobilienpreisblase bis heute nicht richtig in den Griff bekommen hat. Die Erfahrungen in den USA und in Europa wo man Anfang der 2000er Jahre die Folgen des Platzens der sogenannten Dotcom-Blase ebenfalls mit einer lang anhaltenden Niedrigstzins-Geldpolitik zu bekämpfen suchte, was dann aber den Keim für das Entstehen der sogenannten Subprimekrise im Jahr 2007 in den USA legte, durch die dann die internationale Finanz- und Wirtschaftskrise ausgelöst wurde, deren Folgen man bis heute noch mit einer extremen Niedrigstzinspolitik bekämpft. Schließlich führten Anfang 2010 in Europa nicht zuletzt die Folgen der Bekämpfung der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise zum Ausbruch der europäischen Schuldenkrise, für deren Ausweitung, wie an anderer Stelle gezeigt, der Paradigmawechsel in der Geldpolitik zur Zinsorientierung durchaus auch seinen Anteil hat (Vgl. Rohde 2012). Insofern sollte man die Möglichkeiten der Geldpolitik nicht überschätzen. Es gibt Grenzen der Geldpolitik, die man akzeptieren muss. Während man im Rahmen der geldmengenzielorientierten Geldpolitik die Möglichkeiten der Geldpolitik wesentlich zu gering eingeschätzt hat, weil man glaubte, dass die Geldpolitik keine konjunkturpolitische Verantwortung übernehmen könnte, sondern ausschließlich über die Kontrolle der Geldmenge für Preisniveaustabilität zu sorgen hätte, schätzt man heute, im Rahmen der Zinsorientierung die Möglichkeiten der Geldpolitik zu hoch ein.

Literaturverzeichnis

1. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ 2001), 71. Jahresbericht, Basel, Juni 2001.
2. **Bargel, Marco** (2013), Thema des Monats: Kann sich die EZB wirklich von der US-Geldpolitik abkoppeln?, in Postbank Research Spezial, August 2013, www.postbank.de/research
3. **Benders, Rolf** (2013), Berechenbar wie Bernanke, in Handelsblatt, 3.9.2013, Nr. 169, S.30.
4. Deutsche Bundesbank (2012), Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht zu den Verfahren mit den Az. 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1421/12, 2 BvR 1439/12, 2 BvR1824/12, 2 BvE 6/12, vom 21. Dezember 2012.
5. Deutsche Bundesbank (2013 a), Einleitende Bemerkungen vom Mario Draghi, Präsident der Europäischen Zentralbank, anlässlich der Pressekonferenz der EZB in Frankfurt am Main, am 4. Juli 2013, in: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 29, Frankfurt am Main, vom 10. Juli 2013, S.5.
6. Deutsche Bundesbank (2013 b), „Forward Guidance“ – Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik, in: Monatsbericht August 2013, 65. Jg., Nr. 8, S. 31 – 33.
7. **Duwendag, Dieter; Ketterer, Karl-Heinz; Kösters, Wim; Pohl, Rüdiger; Simmert, Diethard** (1999), Geldtheorie und Geldpolitik in Europa, 5., neubearbeitete Auflage, Berlin, Heidelberg, New York 1999.
8. Europäische Zentralbank (EZB 2003), Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, in: Monatsbericht Juni 2003, S. 87-102.

9. Europäische Zentralbank (EZB 2012), Vom EZB-Rat am 6. September 2012 beschlossenen geldpolitische Maßnahmen, in: Monatbericht September 2012, S. 7-12.
10. Europäische Zentralbank (EZB 2013), Wirtschaftsentwicklung und Geldpolitik, I. Geldpolitische Beschlüsse, in: Jahresbericht 2012, Frankfurt am Main 2013, S. 13 – 16.
11. Europäische Zentralbank (EZB 2013 a), Introductory statement to the press conference (with Q&A), Bratislava, 2. May 2013.
www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130502.en.html
12. Europäische Zentralbank (EZB 2013 b), Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, 4. July 2013.
www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html
13. Europäische Zentralbank (EZB 2013 c), Monatbericht August 2013, Statistischer Teil, S. S13.
14. Europäische Zentralbank (EZB 2013 d), Beurteilung der Zinsweitergabe im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet in Zeiten fragmentierter Finanzmärkte, in Monatsbericht August 2013, S. 83 – 101.
15. **Fuest, Clemens** (2012), „Wir brauchen eine Nullzinspolitik“, in: Süddeutsche Zeitung, 30.08.2012, Nr. 200, S. 30.
16. **Gischer, Horst; Herz, Bernhard; Menkhoff, Lukas** (2012), Geld, Kredit und Banken. Eine Einführung, 3., aktualisierte und erweiterte Auflage, Heidelberg, Dordrecht, London, New York 2012.
17. **Görgens, Egon; Ruckriegel, Karlheinz; Seitz, Franz** (2008), Europäische Geldpolitik, Theorie, Empirie, Praxis, 5., völlig neu bearbeitete Auflage, Stuttgart 2008.
18. iwd (2013 a), In der Zinsfalle, in: Informationen aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 39. Jg., Ausgabe 23, 6.6.2013, S. 6 – 7.
19. iwd (2013 b), Hoffen auf ein Signal aus Frankfurt, in: Informationen aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 39. Jg., Ausgabe 34, 22.8..2013, S. 3.
20. **Köhler, Claus** (1983), Geldwirtschaft Dritter Band, Wirtschaftspolitische Ziele und wirtschaftspolitische Strategie, Berlin 1983.
21. **Krämer, Jörg** (2013), Geld braucht einen Preis, Gastkommentar im Handelsblatt, Nr.84, 02.05.2013, S. 48.
22. **Mussler, Werner** (2013), Es geht nicht nur um Griechenland, in Frankfurter Allgemeine Zeitung, 4.9.2013, Nr. 205, S. 11.
23. Nordea, Denmark Update, Negative interest rates – the Danish experience, in Nordea Research, 30. April 2013.
24. **Rohde, Armin** (1985), Mengensteuerung und Zinssteuerung. Eine Analyse monetärer Steuerungsstrategien, Berlin 1985.
25. **Rohde, Armin und Kurt, Susan** (2009), The Role of the Quantity of Money in the Current Monetary Policy of the Eurosystem, in: Prause, G., Muravska, T. (Eds), Baltic Business and Socio-Economic Development 2008, Berlin 2009, S. 185 – 193.
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. **Schorkopf, Frank** (2013), Schriftliche Stellungnahme der Europäischen Zentralbank anlässlich der Anhörung des Bundesverfassungsgerichts zu den Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und BvR 1824/12, BvE 6/12, vom 16. Januar 2013.
28. **Weidmann, Jens** (2013), Finanzstabilität in der Währungsunion, Rede beim Verbandstag des Genossenschaftsverbandes Bayern in München am 11.07.2013, www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Reden/2013/2013_07_11_weidmann.html

REMARKS ON RECENT MONETARY POLICY OF THE EUROSYSTEM

Armin Rohde

Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Recent monetary policy could be classified as very expansive. Besides historically low key interest rates, which have reached a level of 0.5 percent since May 2013, monetary policy provides central bank money to monetary financial institutions practically without quantitative limitations, by offering main refinancing operations in fixed rate tender version with full allotment. In addition minimum reserve requirements have been reduced by 50 percent in January 2012, which lowers the need of central bank money for the monetary financial institutions and which is essential for efficient monetary policy. All in all the interest rate levels on European financial markets are extremely low compared with former times. Today it is often argued wrongly, especially in Germany, that the reason of this kind of very expansive monetary policy is to rescue the common European currency i.e. the Euro. But this is an illusion because the Euro does not have to be rescued, because the Euro is up to now a very successful currency in both, in its internal value, measured by inflation rates since 1999, and in its external value, measured by exchange rates against the currencies of the leading industrialized countries. But in real this expansionist course of monetary policy is no peculiarity of the Euro currency area, because it is quite common with recent monetary policy in all industrialized countries.

This kind of monetary policy has become the result of fundamental changes in monetary policy strategy during the last 10 to 15 years. You can describe this fundamental change from concentrating monetary policy on developments of the quantity of money, based on monetarism thinking, in the times before to focussing strictly on developments of interest rates and interest rate levels, based on Neo-Keynesian thinking nowadays. Whereas during the former monetarism based monetary policy central banks are more concerned about the development of the quantity of money, while interest rates as endogenous figures were of minor monetary policy interest, the opposite counts in the Neo-Keynesian based monetary policy. When central banks are concentrating on developments of interest rates, then the quantities of monetary aggregates become endogenous figures, which are of minor importance for conducting monetary policy. Within such an interest rate policy strategy monetary policy is concentrating to influence general economic development. In doing so, it has become quite normal for the monetary policy to lower interest rates in case of economic crises not only rapidly but also to levels of zero or near zero percent, to give strong incentives for investments. During the actual phase of low interest rate policy even negative key interest rates are discussed as a proper means of monetary policy.

It could be argued that a lasting period of very low interest rates as it could be observed today will be connected with severe disadvantages or even dangers not only for special institutions of the companies sector, for example life insurance

firms, and for private household savings but also for investments in real capital and for solving sovereign and private debit crises. This is so because a very low interest rate policy gives wrong or misleading incentives. In addition such an expansive low interest rate policy strategy forced investors to look at investments with higher risks to get a better expected return on investment, which could be the cause for new financial instabilities and economic crises.

In focussing on interest rate developments the transmission of interest rate policy measures, which have its starting point on the short-term money market, to the interest rates on other financial markets e.g. the long term capital market have become a very important role in central banking policies of today. For example rising long term interest rates in one or two member countries of the European monetary union, while holding the central bank key interest rate on a low level, are in the sense of the European central bank disturbances of the interest rate transmission process which needs to meet if necessary even by unconventional measures.

One of these unconventional measures of monetary policy, are outright monetary transactions (OMT) in secondary markets for sovereign bonds. In September 2012 the ECB announced its willingness to buy sovereign bonds of single member countries of the Euro area under certain circumstances if necessary without quantitative limitations. It has been a follow up measure to the securities market program (SMP) which the ECB used since May 2010, when the European sovereign debt crisis started in Greece. The main intention for announcing this OMT-Program was to meet rising interest rates in special capital market segments of single member countries of the Euro area. This ECB-program of monetary outright transactions led to a strong public controversy between the ECB and the German central bank, i.e. the Deutsche Bundesbank.

Whereas the ECB stressed the sense of OMT as an important monetary policy measure to meet severe disturbances in the interest rate transmission process i.e. the interest rate channel, the Deutsche Bundesbank doubts whether there are disturbances within the transmission process at all and whether OMT are a legal measure of monetary policy. The Deutsche Bundesbank fears that OMT are a forbidden measure of financing national debt. Up to now it is not very clear, why the Deutsche Bundesbank as an integral part of the Eurosystem went to public with that controversy, because such strong differences should have been discussed properly within the decision-making bodies of the ECB to protect the credibility of monetary policy within the Euro area. But it seems that this strong conflict between the ECB and the Deutsche Bundesbank can be discussed as fundamental differences of how monetary policy should act in recent days. Especially this conflict can be discussed as a controversy about the proper role of interest rates in monetary policy.