

BEURTEILUNG DER WIRKSAMKEIT UND MÖGLICHE RISIKEN DER AKTUELLEN GELDPOLITIK DES EUROSYSTEMS

Armin Rohde¹
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Abstract

In the present article effectiveness and potential risks of recently implemented non-conventional monetary policy measures by the Eurosystem are discussed. The goal of research is to show that an additional use of non-conventional monetary policy measures is meaningless to stimulate lending behaviour of the banking system in the Euro-area. At the background of the state of conventional monetary policy today, which in short is characterized by unlimited and free of charge allotment possibilities of central bank money to monetary financial institutions, there exist no monetary policy restrictions which prevent lending behaviour of the banking system. So alternative intentions of the European Central Bank are discussed in this article, why non-conventional monetary policy measures had been implemented. In this context it is shown, that the use of single non-conventional monetary policy measures as well as the whole arrangements of the recently very expansive monetary policy involve considerable potential risks, which can inflict severe problems to monetary policy in the future.

I. Einleitung

Die aktuelle Geldpolitik des Eurosystems hat im Gefolge der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise seit 2008 sowie als Reaktion auf die europäische Schuldenk

Keywords: Monetary policy, European Central Bank, interest rates, paper currency, forward guidance, Quantitative Easing, exchange rate depreciation

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

rise seit 2010 einen extrem expansiven Kurs eingeschlagen. Dazu hat das oberste Entscheidungsgremium des Eurosystems, der EZB-Rat, auch verschiedene sogenannte unkonventionelle Maßnahmen eingeführt, um die Wirksamkeit der Geldpolitik zu erhöhen. Eine zentrale Absicht der europäischen Geldpolitik ist es dabei, die verhaltene, zum Teil sogar rückläufige Kreditvergabe im Euro-Währungsraum anzuregen. Dahinter steht auch die Absicht, über eine mit der Belebung der Kreditvergabe einhergehende Belebung der Wirtschaftsaktivität, den Preisniveaustieg möglichst schnell zurück nach oben an den mit der offiziellen Definition von Preisniveaustabilität verbundenen Wert zu führen. So strebt die EZB zur Gewährleistung ihres nach Artikel 127 des Vertrages über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV) vorgegebenen vorrangigen Zieles der Preisniveaustabilität mittelfristig einen Anstieg des sogenannten Harmonisierten Verbraucherpreisindex von unter, aber nahe 2% an, während die aktuellen Inflationsraten im Euro-Währungsraum z.B. in den Jahren 2013 und 2014 nur bei 1,3% und 0,4% lagen. Zudem ergaben sich für die Monatswerte von Dezember 2014 bis März 2015 sogar negative Inflationsraten, was z. T. als Ausdruck von Deflationsgefahren gewertet wurde und den Handlungsdruck der EZB noch erhöht hat. Im folgenden Beitrag wird deshalb den Fragen nachgegangen, ob insbesondere die im Rahmen der aktuellen Geldpolitik des Eurosystems ergriffenen unkonventionellen Maßnahmen geeignet erscheinen, die Kreditvergabe, also die Kreditnachfrage der Nichtbanken (Unternehmen und private Haushalte) oder das Kreditangebot der Geschäftsbanken, positiv zu beeinflussen und welche möglichen Risiken mit dem Einsatz derartiger geldpolitischer Maßnahmen verbunden sein können. Dazu wird zunächst ein Blick auf die konventionelle geldpolitische Steuerung des Eurosystems geworfen, um dann vor diesem Hintergrund, die Wirksamkeit und mögliche Risiken oder Probleme einzelner unkonventioneller Maßnahmen aufzuzeigen.

II. Die konventionelle geldpolitische Steuerung durch das Eurosystem

Die Geldpolitik des Eurosystems wird im Wesentlichen über die Deckung des sogenannten Zentralbankgeldbedarfes der Geschäftsbanken betrieben. Die Geschäftsbanken benötigen im Rahmen ihrer Geschäftstätigkeit, also bei der Kreditvergabe und bei der zum Teil auch daraus resultierenden Einlagenannahme, das Medium Zentralbankgeld. Das Zentralbankgeld umfasst dabei ganz allgemein das Bargeld, also die Banknoten und die Münzen, sowie Einlagen der Geschäftsbanken und der öffentlichen Hand bei der Zentralbank. Dieses Zentralbankgeld kann nur von der Zentralbank geschaffen und in Umlauf gegeben werden, d.h. die Zentralbank besitzt eine Monopolstellung, was die Entstehung von Zentralbankgeld anbelangt.

Die Geschäftsbanken benötigen im Rahmen ihres Kreditgeschäfts und ihres Einlagengeschäfts dieses Zentralbankgeld zum einen für Bargeldauszahlungen an ihre Geschäftskunden und zum anderen für die Mindestreservehaltung, die sie in Form von Pflicht- oder Zwangseinlagen bei der Zentralbank halten müssen. So sind die Banken im Euro-Währungsraum verpflichtet, in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes bestimmter Kundeneinlagen ein Guthaben als Mindestreserve bei der EZB oder einer Nationalen Zentralbank (NZB) zu halten. Momentan beträgt dieser Mindestreservesatz seit Januar 2012 nur noch 1%, nachdem er davor von Anfang 1999 an durchgängig 2% betragen hatte. Beschaffen können sich die Geschäftsbanken neues bzw. zusätzliches Zentralbankgeld bei der Zentralbank. Dazu müssen sich die Geschäftsbanken bei der Zentralbank refinanzieren. Die Zentralbank wiederum, und damit die Geldpolitik, verfügt grundsätzlich über zwei Steuergrößen, um die Refinanzierung der Geschäftsbanken zu beeinflussen, bzw. um auf die Bereitstellung von Zentralbankgeld an die Kreditinstitute einzuwirken.

Die erste Steuergröße sind die Refinanzierungskosten, die die Zentralbank über die sogenannten Leitzinsen beeinflussen kann. Die zweite Steuergröße ist die Refinanzierungsmenge, also die Menge an Zentralbankgeld, die die Zentralbank den Geschäftsbanken bereitstellt.

Vereinfacht beschrieben verhält sich die Geldpolitik dabei wie folgt: Wenn die Zentralbank die Geschäftstätigkeit der Geschäftsbanken anregen oder stimulieren will, d.h. wenn sie die Kreditvergabe der Banken und über eine zunehmende

¹ 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

Einlagenbildung auch das Geldmengenwachstum erhöhen möchte, so senkt sie die Leitzinsen und erhöht die den Banken bereitgestellte Menge an Zentralbankgeld. Im Falle einer restriktiven Geldpolitik erhöht die Zentralbank ihre Leitzinsen und verknüpft die Zugriffsmöglichkeiten der Banken auf Zentralbankgeld. Dabei kann die Zentralbank darauf setzen, dass die Geschäftsbanken die Leitzinsänderungen grundsätzlich auch zum Anlass nehmen, die Zinskonditionen gegenüber ihren Kunden in entsprechender Richtung anzupassen, was dann zumindest tendenziell auch auf die Zinskonditionen an den anderen Finanzmärkten, bis hin zum Kapitalmarkt, ausstrahlen dürfte. Bei diesem Durchwirken der von der Geldpolitik auf den Weg gebrachten Zinsimpulse von den Leitzinsen bis hin zu den Zinsen am Kapitalmarkt spricht man auch von der zinspolitischen Transmission bzw. vom sogenannten Zinskanal (vgl. *Görgens; Ruckriegel; Seitz* 2014, S. 282 ff.).

Im Rahmen ihrer aktuellen Geldpolitik hat die EZB jedoch ihre beiden Steuerungsparameter, die Refinanzierungsmenge und die Refinanzierungskosten, praktisch vollständig aus der Hand gegeben. Bereits seit Oktober 2008 teilt die EZB den Geschäftsbanken so viel Zentralbankgeld zu, wie diese von ihr haben wollen. Seit Oktober 2008 ist die EZB dazu bei der Zuteilung von Zentralbankgeld, die sie konkret über ihre wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte und über die monatlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte abwickelt, zum sogenannten Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung übergegangen. Damit werden den Banken die Beträge an Zentralbankgeld bereitgestellt, die sie bei der EZB anfordern. Allerdings müssen die Geschäftsbanken für das so beschaffte Zentralbankgeld Sicherheiten hinterlegen. Als Sicherheiten dienen in der Regel von der EZB als notenbankfähig eingestufte Wertpapiere. Da der EZB-Rat jedoch die Anforderungen an die Notenbankfähigkeit der zu hinterlegenden Sicherheiten mehrfach verringert hat (vgl. EZB 2013, S. 77 ff.), ergibt sich auch über dieses Kriterium praktisch keine Beschränkung der beschaffbaren Menge an Zentralbankgeld.

Ebenfalls seit Oktober 2008 hat die EZB ihre Leitzinsen bis zum September 2014, mit einer kurzzeitigen Gegenbewegung im April und Juli 2011, schrittweise und vor allem in recht kurzer Folge auf fast Null Prozent abgesenkt. Das bedeutet, dass mit der im September 2014 vom EZB-Rat beschlossenen Senkung des Hauptleitzinses im Eurosystem, also dem Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, auf 0,05 Prozent, die EZB das Zentralbankgeld eigentlich unentgeltlich an die Geschäftsbanken abgibt. D.h., die Geschäftsbanken verfügen damit über eine praktisch kostenlose und mengenmäßig unbegrenzte Beschaffungs- oder Zugriffsmöglichkeit auf das für ihre Geschäftstätigkeit erforderliche Zentralbankgeld. Zentralbankgeld ist damit für die Banken fast zu einem freien Gut geworden. Im Hinblick auf ihre Geschäftstätigkeit unterliegen die Geschäftsbanken damit seit nunmehr geraumer Zeit praktisch keiner geldpolitischen Restriktion mehr. Im klassischen oder konventionellen Sinne kann damit die Geldpolitik nicht mehr expansiver ausgerichtet werden.

Tatsächlich hat es die EZB aber nicht bei der unbegrenzten und praktisch kostenlosen Zugriffsmöglichkeit auf Zentralbankgeld für die Geschäftsbanken belassen, sondern sie hat auf diesen für die Geschäftsbanken geradezu paradiesischen geldpolitischen Zustand noch zusätzlich sogenannte unkonventionelle Maßnahmen in kurzer Abfolge draufgesattelt. Offenbar herrschte in der EZB die Meinung vor, dass sich die erwarteten Wirkungen ihrer bereits extrem expansiven Geldpolitik u. a. in Form von Zunahmen der Kreditgewährungen und eines Anstiegs der Preisniveauentwicklung nicht schnell genug einstellen würden, so dass über weitere geldpolitische Maßnahmen nachgeholfen werden musste. Damit hat die EZB zum einen selbst erhebliche Zweifel an der hinreichenden Wirksamkeit ihrer klassischen Steuerungsparameter gefördert. Zum anderen hat die EZB damit in der Öffentlichkeit dem Eindruck Vorschub geleistet, dass die Handlungsmöglichkeiten der Geldpolitik wesentlich größer sind als bislang auf der Grundlage des konventionellen Instrumenteneinsatzes angenommen wurde. Deshalb wird im folgenden Kapitel der Frage nachgegangen, ob die unkonventionellen Maßnahmen, die die aktuelle Geldpolitik momentan sehr stark prägen, tatsächlich neue oder bessere Möglichkeiten eröffnen, die Kreditvergabe der Banken wirksamer zu beeinflussen, um dann auf diesem Weg das allgemeine Wirtschaftsgeschehen effizienter steuern zu können. Zudem wird auf die mit dem Einsatz dieser unkonventionellen Maßnahmen möglicherweise einhergehenden Risiken oder Probleme eingegangen.

III. Beurteilung des Einflusses unkonventioneller Maßnahmen der Geldpolitik auf die Kreditvergabe und Abschätzung der damit verbundenen Risiken oder Probleme

Zu den unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik des Eurosystems gehören Leitzinsen von Null oder nahe Null bis hin zu negativen Leitzinsen, wie sie das Eurosystem z.B. für den Satz der Einlagenfazilität im Juni 2014 mit -0,1% und ab September 2014 mit -0,2% eingeführt hat. Ebenfalls zu den unkonventionellen Maßnahmen gehören längerfristige Orientierungen bzw. Zusicherungen über die zukünftige Ausrichtung oder Aufrechterhaltung der Zins- oder Geldpolitik, auch Forward Guidance genannt, sowie sogenannte Gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRG), deren Nutzung explizit an den Nachweis von Kreditvergaben an die Nichtbanken gebunden sind. Schließlich zählen zu den unkonventionellen Maßnahmen insbesondere umfangreiche Ankäufe von Wertpapieren durch die Zentralbank, die auch als Quantitative Easing bzw. Quantitative Lockerungen bezeichnet werden. Letzteres hatte der EZB-Rat im Januar 2015 beschlossen, um darüber von März 2015 bis zumindest September 2016 für rund 60 Mrd. Euro pro Monat Wertpapiere anzukaufen, was einer angestrebten Gesamtsumme von rund 1,14 Billionen Euro entspricht. Gegenstand der folgenden Betrachtungen ist nun keine umfassende oder vollständige Analyse und Beschreibung der konkreten institutionellen Ausgestaltung dieser unkonventionellen Maßnahmen, sondern es werden nur Überlegungen angestellt, die sich vor dem Hintergrund der erreichten Ausrichtung der konventionellen Geldpolitik mit der grundsätzlichen Eignung dieser Maßnahmen, die Kreditvergabe zusätzlich zu beeinflussen, befassen.

Eine Absenkung des zentralen Leitzinses der EZB, also des Satzes der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, auf Null oder nahe Null kann durchaus eine anregende Wirkung auf die Kreditvergabe, insbesondere auf die Kreditnachfrage, ausüben. Dies gilt dann, wenn Investoren und damit Kreditnachfrager dadurch ein klares Signal erhalten, dass mit weiteren Zinssenkungen definitiv nicht zu rechnen ist. Denn solange Investoren mit der Möglichkeit weiterer Zinssenkungen rechnen, kann das dazu führen, dass sie die Realisierung ihrer Investitionsprojekte und damit ihre Kreditnachfrage aufschieben oder zurückstellen, um dadurch auf noch günstigere Zinskonditionen zu warten (Attentismus). Allerdings stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob es dazu unbedingt Leitzinsen von Null oder nahe Null Prozent bedarf. Entscheidend ist, dass den Marktteilnehmern das Erreichen einer definitiven Zinsuntergrenze schlüssig vermittelt wird.

Andererseits hat die EZB ihren Leitzins von 0,05% im September 2014 durch stufenweise Absenkungen auf 1,25% im November 2011 und 1,0% im Dezember 2011, über 0,75% im Juli 2012 und 0,5% im Mai 2013 sowie auf 0,25% im November 2013 und 0,15%

im Juni 2014 angesteuert. Deshalb ist nicht damit zu rechnen, dass durch solche, zum Teil auch etwas hektisch anmutende Absenkungen, die zudem von jeweils bereits sehr niedrigen Ausgangsniveaus vorgenommen wurden, die Anzahl der Investitionsprojekte und damit die Kreditnachfrage spürbar zunehmen dürfte. Vor allem aber ist fraglich, ob Investitionsprojekte, die erst in einem Zinsumfeld rentabel werden, das sich bei Leitzinsen zwischen 1% und 0% ergibt, volkswirtschaftlich überhaupt sinnvoll und anstrengenswert sind, zumal solche Investitionen, die nur über entsprechend niedrige Ertragsaussichten bzw. interne Zinssätze verfügen, bereits bei geringfügigen (Leit-) Zinsanhebungen unrentabel werden und letztlich die längerfristigen Wachstumsperspektiven einer Volkswirtschaft schmälern (vgl. *Rohde* 2013, S. 149 f.). So ist zu erwarten, dass bei extrem niedrigen Zinsen zunehmend Unternehmen mit veralteten, bereits unter normalen Bedingungen wenig rentablen Geschäftsmodellen davon abgehalten werden, rechtzeitig nach ertragreicheren und damit wachstumsträchtigeren Geschäftsfeldern Ausschau zu halten. Die Anfälligkeit solcher Unternehmen gegen bereits geringfügige Zinserhöhungen dürfte zudem den öffentlichen Druck auf die Geldpolitik, die Niedrigzinspolitik aufrechtzuerhalten, um die ansonsten drohende, zunehmende Zahl an Unternehmensinsolvenzen zu vermeiden, erheblich erhöhen.

Wenn allerdings eine Zinsuntergrenze über die unkonventionelle Maßnahme der sogenannten Forward Guidance den Marktteilnehmern noch für einen längeren Zeitraum durch die EZB verlässlich zugesichert wird (vgl. *Deutsche Bundesbank* 2013, S. 31), dann spricht auch das Erreichen einer solchen Zinsuntergrenze nicht für eine schnelle Reaktion der Kreditnachfrage, zumal die Investoren dann keine Eile an den Tag legen müssen, um sich die normalerweise nur kurzfristig geltenden extrem niedrigen Zinsen schnellstmöglich zu sichern. In die gleiche Richtung zielt das Argument, dass mit der Fortdauer selbst extrem niedriger Zinsen die Wahrscheinlichkeit für das Aufkommen weiterer Zinssenkungserwartungen zunehmen dürfte. Dass dabei selbst Leitzinsen von Null Prozent nicht als definitive Zinsuntergrenzen angesehen werden, das zeigen Forderungen von namhaften Ökonomen (*Kenneth Rogoff* und *Larry Summers*), das Bargeld abzuschaffen, um auf diesem Weg den Zentralbanken mehr Spielraum für auch erheblich unter Null liegende Leitzinsen zu geben. (vgl. *FAZ* 2014, S. 17; *Rogoff* 2014). Durch die Abschaffung des Bargelds soll einmal unterbunden werden, dass die Banken den unter diesen Bedingungen negativen Einlagezinsen für ihre Überschussreserven auf den Zentralbankkonten durch Bargeldhaltung ausweichen. Zum anderen soll aber auch verhindert werden, dass die Nichtbanken, die dann ebenfalls zu erwartenden negativen Einlagezinsen, die die Geschäftsbanken daraufhin ihren Kunden abverlangen könnten, über eine verstärkte Bargeldhaltung umgehen können. Da Forward Guidance vor allem nur gegen das Aufkommen von Zinssteigerungserwartungen gerichtet ist, aber nicht die Möglichkeiten weiterer Zinssenkungen ausschließen soll, wird über Forward Guidance eher ein attentistisches Verhalten von Investoren bzw. Kreditnachfragern begünstigt.

Soweit Forward Guidance aber einen glaubwürdigen Beitrag zur Reduzierung der Unsicherheit über die weitere Leitzinsentwicklung liefert, kann sich das aber durchaus auch positiv auf die längerfristigen Zinssätze auswirken, sofern dadurch die längerfristigen Zinsen den von den Leitzinsen vorgegebenen Kurs zumindest tendenziell folgen (vgl. *Deutsche Bundesbank* 2013, S. 31). Damit würde Forward Guidance zu einer Verbesserung der zinspolitischen Transmission beitragen und das Durchwirken der Zinsimpulse von den Leitzinsen hin zu den längerfristigen Kapitalmarktzinsen, die als besonders relevant für die Finanzierungs- und Kaufentscheidungen von Unternehmen und Haushalten und damit auch für die Kreditnachfrage angesehen werden, fördern (vgl. *Deutsche Bundesbank* 2013, S. 31). In diesem Zusammenhang weist die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) jedoch 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 dadurch an flexiblen Reaktionsmöglichkeiten einbüßt (vgl. *BIZ* 2014, S. 101). Da nun grundsätzlich davon auszugehen ist, dass eine Zentralbank sich im Zweifel für die flexiblen Reaktionsmöglichkeiten beim Auftreten von plötzlichen Fehlentwicklungen entscheiden wird und wohl auch muss, ist zu erwarten, dass die Nutzung von Forward Guidance als unkonventionelle Maßnahme allenfalls vorübergehender Natur sein wird. Spätestens nach einem erstmaligen, vorzeitigen Abweichen von einer längerfristigen Zusage wird es schwer sein, erneute längerfristige Zusagen glaubwürdig zu vermitteln. Insgesamt dürften damit die Möglichkeiten, über Forward Guidance die Kreditvergabe positiv zu beeinflussen nicht besonders optimistisch einzuschätzen sein.

Ein kräftiges Sinken der Zinssätze auf ein niedriges Niveau und die durch Forward Guidance gesicherte oder zumindest unterstützte Gewährleistung, das Zinsniveau für einen längeren Zeitraum auf dem niedrigen oder einem sogar noch niedrigerem Niveau zu halten, kann aber auch zu erheblichen finanziellen Belastungen für die Unternehmen führen und auf diesem Weg zu einer Einschränkung von Investitionen und Kreditnachfrage beitragen. Dies ist dann der Fall, wenn Unternehmen auf der Passivseite ihrer Bilanzen längerfristige Rückstellungen, z.B. für Pensionsverpflichtungen, bilden müssen, deren Wertansätze sich durch die Diskontierung, und damit durch den sogenannten Barwert, der zukünftigen Auszahlungen bemessen. Dazu wird die Summe der Verpflichtungen mit einem an den Marktzinsen orientierten Diskontierungssatz abgezinst. Je niedriger nun die Diskontierungssätze sind, umso höher werden die bilanziellen Verpflichtungen der Unternehmen, „...ohne dass sich Anzahl sowie Art der eigentlichen Verpflichtungen verändert haben. Dies reduziert die Eigenkapitalquote vieler Unternehmen, so dass trotz geringer Zinssätze eine weitere Kreditaufnahme und damit eine Ausweitung des Investitionsvolumens unterbleiben.“ (*Pellens; Burekzai; Starke* 2015, S. 16).

Eine weitere unkonventionelle Maßnahme der Geldpolitik des Eurosystems sind die sogenannten Gezielten Längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, die im Juni 2014 vom EZB-Rat beschlossen wurden und erstmalig im September 2014 zum Einsatz gekommen sind und mit denen die EZB ausdrücklich die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den nicht finanziellen Sektor fördern will (vgl. *EZB* 2014, S. 24 ff.). Die Geschäftsbanken können auf diesem Weg Zentralbankgeld für einen Zeitraum von längstens bis zu vier Jahren erhalten. Voraussetzung ist allerdings, dass die Geschäftsbanken gegenüber einem festgelegten Referenzzeitraum zusätzliche Kredite an private Haushalte und Unternehmen gewähren. Ausdrücklich ausgenommen sind dabei jedoch Immobilienkredite an private Haushalte sowie Kredite an die öffentliche Hand. Während die ersten beiden Geschäfte dieser Art im September und im Dezember 2014 noch mit einem Refinanzierungszinssatz ausgestattet waren, der 10 Basispunkte über dem Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte lag, stimmt der Zinssatz für diese Geschäfte seit März 2015 mit dem Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte überein, beträgt also seitdem 0,05% und kommt damit wiederum einer praktischen kostenlosen Zuführung von Zentralbankgeld gleich, bzw. sehr nahe.

Vor dem Hintergrund von ohnehin unbegrenzten sowie praktisch kostenlosen Zugriffsmöglichkeiten der Geschäftsbanken auf Zentralbankgeld sind Gezielte Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte allerdings keine besonders geeignete unkonventionelle Maßnahme, um die Kreditvergabe anzukurbeln. Sofern nämlich die Kreditvergabe der Geschäftsbanken in einem durch Leitzinsen

von Null oder nahe Null Prozent geprägten niedrigen allgemeinen Zinsumfeld sowie bei mengenmäßig unbegrenzten Beschaffungsmöglichkeiten von Zentralbankgeld dennoch rückläufig ist oder stagniert, dann dürfte eine zusätzliche Beschaffungsmöglichkeit von Zentralbankgeld die Anreize zur Kreditvergabe nicht sonderlich erhöhen. Unter solchen Umfeldbedingungen ist eine rückläufige oder stagnierende Kreditvergabe des Bankensektors nicht auf eine zu knappe Liquiditätszufuhr der EZB, d.h. nicht auf einem Liquiditätseingpass im Geschäftsbankensektor zurückzuführen, sondern dahinter müssen andere Ursachen stecken. So könnte dies auf eine zu geringe Kreditnachfrage der Nichtbanken, ein zu geringes Eigenkapital der Banken oder aber auf zu hohe Risiken, die in den vorhandenen Kreditengagements stecken, zurückzuführen sein. Dabei handelt es sich dann jedoch um solche Ursachen, auf die die Geldpolitik jedenfalls nicht mit einer zusätzlichen Liquiditätsbereitstellungsmöglichkeit für die Geschäftsbanken einwirken kann.

Schließlich besteht beim Einsatz von Gezielten Längerfristigen Refinanzierungsgeschäften auch das Risiko, dass die Geldpolitik von ihrer bislang globalen Ausrichtung auf das Wirtschaftsgeschehen zu einer selektiven Beeinflussung der Geschäftstätigkeit des Bankensystems übergeht, indem sie die Bereitstellung von Zentralbankgeld nur an bestimmte, aus ihrer Sicht gewünschte Kreditgeschäfte koppelt. Ungewünschte Kredite, wie im aktuellen Fall die Immobilienkredite an private Haushalte oder Kredite an den Staat, berechtigen dagegen nicht zum günstigen Bezug von Zentralbankgeld. Hier besteht die Gefahr, dass die Geldpolitik zunehmend unter öffentlichen Druck geraten kann, das Spektrum ungewünschter Kredite auszuweiten, bzw. gesellschaftspolitisch besonders förderungswürdige Kredite zu bevorzugen, womit die Geldpolitik leicht in den Dunstkreis einer ordnungspolitisch bedenklichen Investitionslenkung geraten kann.

Das im Januar 2015 vom EZB-Rat verabschiedete Ankaufprogramm für Wertpapiere, mit dem die EZB im März 2015 begonnen hat, vorerst bis zumindest September 2016, monatlich für rund 60 Mrd. Euro Wertpapiere anzukaufen gehört im Rahmen der unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik zur Kategorie des Quantitativen Easing bzw. der Quantitativen Lockerungen. (vgl. *EZB 2015*, S. 17 ff.) Mit Quantitative Easing werden im Rahmen der Geldpolitik zwei Absichten verfolgt. Zum einen soll darüber den Geschäftsbanken zusätzliches Zentralbankgeld zugeführt werden. Und zum anderen sollen damit Zinssenkungen in den (Kapital-)Marktsegmenten herbeigeführt werden, aus denen die Wertpapiere angekauft werden. Diese beiden Absichten, die mit Quantitative Easing verbunden werden, sind unter den gegenwärtigen geldpolitischen Rahmenbedingungen praktisch nicht geeignet, die Kreditvergabe zu erhöhen. Den Geschäftsbanken zusätzliches Zentralbankgeld bereitzustellen, ergibt nämlich bei mengenmäßig unbegrenzten und zudem kostenlosen Zugriffsmöglichkeiten auf Zentralbankgeld keine zusätzlichen Anreize für die Banken, die Kreditvergabe zu erhöhen, denn unter solchen Bedingungen ist diese ohnehin nicht durch die Angebotsseite begrenzt.

Zu bedenken ist dabei auch, dass die Geschäftsbanken ihr Kreditgeschäft grundsätzlich nicht über den direkten Einsatz von Zentralbankgeld abwickeln, sondern, mit wenigen Ausnahmen, das Zentralbankgeld praktisch erst im Nachgang ihrer Kreditvergabe benötigen, nämlich dann, wenn es zu Barauszahlungen kommt oder wenn aus den Krediten letztlich Kundeneinlagen im Bankensystem entstehen, die der Mindestreservepflicht unterliegen. Die Ausnahmen, bei denen die Geschäftsbanken direkt Zentralbankgeld für die Kreditvergabe nutzen könnten, sind Bargeldkredite an Nichtbanken, die jedoch nicht zum üblichen Bankgeschäft zählen, sowie Kredite von Banken an die öffentliche Hand. Bei letzteren würden Geschäftsbanken zum Zentralbankgeld zählende Einlagen im Eurosystem im Kreditwege an den Staat übertragen oder auf diesem Weg zu Lasten ihrer Zentralbankgeldguthaben eine Anleihe vom Staat erwerben. Das durch die Anleihekäufe bei den Banken geschaffene Zentralbankgeld würde somit an den Staat abfließen und den Bestand an Zentralbankgeld im Geschäftsbankensystem reduzieren. Darüber hinaus kann eine einzelne Bank Zentralbankgeldguthaben auch für den Interbankenzahlungsverkehr nutzen, wobei sich aber dadurch der Umfang an Zentralbankgeld im Bankensystem nicht verändern würde.

Wie aus den Bedingungen für die Nutzung der Gezielten Längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte jedoch hervorgeht, gehört die Kreditvergabe an den Staat nicht zu den Kreditgeschäften, die die EZB momentan für wünschenswert oder besonders förderungswürdig hält. Dies nicht zuletzt auch deshalb, weil die Direktkreditvergabe des Eurosystems an die öffentliche Hand ohnehin gesetzlich untersagt ist und es somit auch nicht unbedingt zu den Aufgaben der Geldpolitik gehört, die Staatsverschuldung auf indirektem Weg zu erleichtern oder zu fördern. Letztlich ist aber festzuhalten, dass der Auslöser für das Kreditgeschäft der Banken nicht ein Bestand an zusätzlich bereitgestelltem Zentralbankgeld ist, sondern entscheidend dafür ist für die Geschäftsbanken eine mengenmäßig hinreichende und sichere sowie eine jederzeitig flexibel nutzbare Beschaffungsmöglichkeit von Zentralbankgeld, wie sie z.B. in den Ländern der Eurozone über die momentane Ausgestaltung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der Längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit der jeweiligen Vollzuteilung gegeben ist. Eine zusätzliche Bereitstellung von Zentralbankgeld über die Ankäufe von Wertpapieren ergibt somit geldpolitisch nur dann einen Sinn, sofern den Banken ein anderweitiger Zugang zum Zentralbankgeld verwehrt ist.

Auch die zweite Absicht, mit Quantitative Easing die Zinsen in den Marktsegmenten des Kapitalmarktes zu senken, aus denen die Wertpapiere angekauft werden, und dadurch die Investitionstätigkeit und die Kreditvergabe anzuregen, verspricht unter den Gegebenheiten im Euro-Währungsraum keinen durchschlagenden Erfolg. Dies liegt zum einen an den bereits zu Beginn des Kaufprogramms im März 2015 historisch niedrigen Kapitalmarktzinsen in den Euroländern, einschließlich der sogenannten Problem- oder Peripherieländer. Eine Ausnahme bildet dabei Griechenland, das wegen der sich über das gesamte erste Halbjahr 2015 noch hinausgehend hingezogenen, verwirrenden Verhandlungen zur Abwehr einer drohenden Staatsinsolvenz als Sonderfall zu betrachten ist. Insofern vermag die EZB durch die Wertpapierkäufe allenfalls noch marginale Zinssenkungen herbeiführen, durch die jedoch keine spürbaren Wirkungen ausgelöst werden dürften.

Darin ist wohl auch ein Unterschied zu dem oft als erfolgreich angepriesenen drei Quantitative Easing-Programmen der Federal Reserve Bank zu sehen, die zwischen 2008 und 2014 bei wesentlich höheren langfristigen Zinsen, nämlich zwischen 3% und 4% bei den 10-jährigen Staatsanleihen und 5%-6% bei den langfristigen Hypothekenzinsen und bis an 7% heranreichende Zinsen für Unternehmensanleihen, eingesetzt wurden und zu Zinssenkungen von bis zu einem Prozentpunkt geführt haben sollen (vgl. *Illing 2015*, S. 143 ff.). Im Vergleich zur Europäischen Währungsunion unterscheidet sich die Situation in den USA aber noch in einem anderen sehr wichtigen Punkt. Während in den USA ein kapitalmarktbasierendes Finanzsystem vorherrscht, weil z.B. die Unternehmensfinanzierungen sehr stark über die Kapitalmärkte abgewickelt werden, herrscht in Europa ein eher bankbasiertes Finanzsystem vor, in dem sich die Unternehmen schwerpunktmäßig über Bankkredite finanzieren. Nach Berechnungen des Instituts der deutschen Wirtschaft nahmen z.B. im Jahr 2013 die Unternehmen im Euro-Währungsgebiet nur 16.6 Prozent ihres Fremdkapitals

über die Emission von Kapitalmarktpapieren und 83,4 Prozent über Bankkredite auf, während in den USA der Anteil der Anleihefinanzierung der Unternehmen 75,5 Prozent betrug (vgl. Institut der deutschen Wirtschaft 2014, S. 4 f.). Insofern beeinflusst Quantitative Easing über spürbare Zinssenkung am Kapitalmarkt die Finanzierungssituation der Unternehmen in den USA unmittelbar und wohl auch stärker, als das bei Kapitalmarktzinssenkungen in Europa der Fall ist, insbesondere auch dann, wenn solche Zinssenkungen in Europa aufgrund der erreichten historischen Tiefststände nur marginal ausfallen. Auch sei darauf verwiesen, dass die Federal Reserve Bank, wenn diese im Rahmen von Quantitative Easing Staatsanleihen erwirbt, ausschließlich bonitätsmäßig hochwertige Wertpapiere aus dem eigenen Land kauft, während die EZB, entsprechend dem Kapitalbeteiligungsschlüssel der nationalen Zentralbanken am Grundkapital der EZB, grundsätzlich Wertpapiere von allen Eurostaaten erwirbt, die höchst unterschiedliche Bonitätseinstufungen aufweisen.

In diesem Zusammenhang muss man bei Vergleichen des Einsatzes von Quantitative Easing zwischen den USA und Europa letztlich auch bedenken, dass im Federal Reserve System Zentralbankgeld an das Bankensystem ohnehin schwerpunktmäßig über den Ankauf von Wertpapieren läuft und damit grundsätzlich immer auf Dauer bzw. endgültig zugeführt wird, während im Eurosystem die Zentralbankgeldbereitstellung im Wesentlichen über befristete Transaktionen durchgeführt wird. Im Rahmen befristeter Transaktionen wird Zentralbankgeld also grundsätzlich immer nur zeitlich begrenzt zur Verfügung gestellt. Deshalb stellt Quantitative Easing in den USA durchaus eine normale Ergänzung der geldpolitischen Steuerung dar, über die den amerikanischen Banken noch zusätzliches Zentralbankgeld zugeführt wird, das diese dann zunächst als Überschussreserven halten. Allerdings muss man sich auch dabei die Fragen stellen und beantworten, wo die Grenzen für den Aufbau solcher Zentralbankgeldreserven liegen, und wie diese Überschussreserven durch die Geldpolitik im Bedarfsfall auch schnell und ohne große Nebenwirkungen wieder abschöpft werden können. Bei befristeten Transaktionen ergibt sich nach Ablauf der Fristen automatisch eine Rückführung der zugeführten Zentralbankgelder. Quantitative Easing kommt im Eurosystem deshalb eher einem Systemwechsel in der Zentralbankgeldbereitstellung gleich. Jedenfalls stellt eine endgültige oder dauerhafte Bereitstellung von Zentralbankgeld über Quantitative Easing in einem gleichzeitig bestehenden System einer mengenmäßig unbegrenzten, allerdings befristeten Zentralbankgeldbereitstellung keineswegs eine sinnvolle, sondern allenfalls eine überflüssige Ergänzung dar.

Ein besonders gravierendes Risiko der massiven Wertpapierkäufe des Eurosystems kann darin gesehen werden, dass die EZB dadurch zur Blasenbildung an den Vermögensmärkten selbst aktiv beiträgt. Denn durch die massiven Anleihekäufe werden die ohnehin bereits völlig überhöhten Anleihekurse zusätzlich in die Höhe getrieben. Dadurch kann eine erforderlich werdende Umkehrung in der Geldpolitik erschwert werden, weil ggf. notwendige Zinserhöhungen bereits zu einem Platzen der Vermögenspreisblasen führen oder zumindest einen substanziellen Beitrag für eine solche Entwicklung liefern können. Insbesondere ist aber nicht auszuschließen, dass es durch die bei Zinssteigerungen einsetzenden Wertpapierkursenkungen zu einem erneuten Wertberichtigungs- oder Abschreibungsbedarf im Geschäftsbankensektor kommen kann und die Stabilität des Finanzsektors, wie bereits im Zuge der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 und 2009, neuen Erschütterungen oder Belastungen ausgesetzt wird. Während man also normalerweise von den Zentralbanken bzw. der Geldpolitik erwartet, dass diese das Entstehen von Preisblasen verhindern, trägt die Geldpolitik über Quantitative Easing selbst zur Blasenbildung an den Vermögensmärkten bei. Aber auch indirekt trägt die EZB durch ihre über die Anleihekäufe gestützte Niedrigzinspolitik zur Blasenbildung an den Vermögensmärkten bei. So liefert sie ein Umfeld, in dem sich die Kapitalanleger zunehmend renditeträchtigeren und damit grundsätzlich auch risikoreicheren 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).

Zudem kann insbesondere die EZB in einem solchen Umfeld aus hoher zusätzlicher Zentralbankgeldbereitstellung durch Wertpapierkäufe und extrem niedrigen Zinsen durchaus in ernste Interessenskonflikte geraten, da die EZB seit November 2014, neben ihrem vorrangigen Ziel der Gewährleistung von Preisniveaustabilität, nunmehr auch in der Bankenaufsicht eine zentrale Verantwortung übernommen hat (vgl. *Deutsche Bundesbank* 2014, S. 45 ff.). Hier stellt sich u. a. die Frage, ob die EZB den im Falle einer zur Gewährleistung von Preisniveaustabilität erforderlichen Zinserhöhungen auch dann Priorität einräumen wird, wenn sie im Rahmen ihrer Aufsichtsfunktion erkennen sollte und befürchten muss, dass die damit verbundenen Wertpapierkursenkungen ernsthafte Gefahren für die Solvenz einzelner, systemrelevanter Banken und damit für die Stabilität des gesamten Bankensystems heraufbeschwören könnten.

Schließlich ergibt sich aus dem Quantitative Easing des Eurosystems auch dann ein Problem, wenn durch die regelmäßigen und umfangreichen Wertpapierkäufe, die Liquidität an den entsprechenden Finanzmärkten sinkt. Dies kann dann der Fall sein, wenn durch das dominante Auftreten der EZB als Käufer von Wertpapieren sich z. B. die sogenannten Marktmacher aus den betroffenen Marktsegmenten zurückziehen, die normalerweise eigene Bestände an diesen Wertpapieren halten und im bestimmten Umfang sowohl als Käufer, als auch als Verkäufer auftreten und damit die Marktsegmente liquide halten. Durch solche Marktmacher werden normalerweise Kurs- und Zinsschwankungen eingedämmt. Mit sinkender Liquidität an den Finanzmärkten, man spricht dann auch vom Austrocknen der Märkte, kann es als Folge von Angebots- und Nachfrageänderungen dagegen zu einer erhöhten kurzfristigen Volatilität der Zins- und Kursentwicklungen kommen. Die sehr plötzlich aufgetretenen, erheblichen Renditesteigerungen an den europäischen Anleihemärkten im Mai und Anfang Juni 2015 wurden z. T. jedenfalls mit der mangelnden Liquidität erklärt: „Darüber hinaus trocknen die Märkte aus, da kaum noch Titel unter Investoren gehandelt werden. Diese Entwicklung wird durch die EZB-Käufe verschärft. Die Folgen der geringen Liquidität waren in den vergangenen Tagen am Anleihemarkt mit den enormen Kursschwankungen zu beobachten.“ (FAZ 2015, S.29)..

Wenn also insgesamt die eigentlichen Absichten von Quantitative Easing, nämlich den Banken zusätzliches Zentralbankgeld in hohem Umfang bereitzustellen und marginale Zinssenkungen an den Kapitalmärkten herbeizuführen, unter den institutionellen Gegebenheiten der geldpolitischen Steuerung im Eurosystem sowie vor dem Hintergrund der ohnehin bereits historisch niedrigen Zinsen im Euro-Währungsraum, eigentlich gar nicht benötigt werden, dann ist es deshalb auch eher unwahrscheinlich, dass auf diesem Weg die Kreditvergabe substanziell erhöht oder angeregt werden kann. Zu einem solchen Ergebnis, dass mit Quantitative Easing die Kreditvergabe nicht verstärkt wird, kommt auch eine empirische Studie über den Einsatz von Quantitative Easing im Vereinigten Königreich, in der zusätzlich auch auf gleichlautende Ergebnisse anderer internationaler Untersuchungen verwiesen wird (vgl. *Butt; Churm; McMahon; Morotz; Schanz* 2014).

Deshalb stellt sich die Frage, ob die eigentlichen Stoßrichtungen, die die EZB mit dem Einsatz von Quantitative Easing verfolgt, nicht in andere Richtungen zielen. Ein Ziel könnte es dabei sein, die Banken, bzw. deren Bilanzen, von risikobehafteten Wertpapieren zu entlasten, um auf diesem Weg die Möglichkeiten der Banken, wieder mehr Kredite gewähren zu können, zu verbessern. In diesem Fall strebt die EZB mit dem Ankauf und der Übernahme der Wertpapiere einen Risikotransfer von den Geschäftsbanken zur EZB an, um den Banken wieder mehr Freiräume für das Kreditgeschäft zu verschaffen. Allerdings ist fraglich, ob mit einer solchen Risikoübernahme nicht der Bereich der eigentlichen Geldpolitik bereits verlassen wird. Denn das Signal, was den Banken mit einem derartigen Risikotransfer vermittelt wird, ist fatal. So wird den Banken signalisiert, dass sie bei ihrer Kreditvergabe nicht mehr die erforderliche Sorgfalt hinsichtlich der Risikobeurteilungen an den Tag legen müssen, da notfalls die EZB bereitsteht, solche Risiken zu übernehmen. Ob eine auf diese Weise angeregte Kreditvergabe der Banken jedoch wünschenswert ist, die nicht mehr durch eine hinreichende eigenverantwortliche Risikofolgeabschätzung der Banken gekennzeichnet ist, darf allerdings bezweifelt werden.

Ebenfalls nicht mehr zweifelsfrei vom geldpolitischen Mandat gedeckt wäre es, wenn die EZB mit ihren Anleihekäufen den Geschäftsbanken das Zentralbankgeld praktisch nur dafür bereitstellt, damit diese das Zentralbankgeld unmittelbar dazu verwenden, neu emittierte Anleihen direkt vom Staat zu erwerben. Formal wäre Quantitative Easing damit zwar noch keine Form der eigentlich verbotenen, direkten Kreditvergabe der EZB an den Staat, weil die Anleihen am Sekundärmarkt, d.h. über die Geschäftsbanken, und nicht am Primärmarkt, d.h. von den Emittenten, gekauft werden. Faktisch kommt das jedoch einer unmittelbaren Finanzierung der Staatsverschuldung durch die EZB, zudem zu künstlich gedrückten Zinsen, aber doch sehr nahe. Wobei die Zinsbelastungen der Staaten, deren Anleihen die EZB letztlich aufgekauft hat, auch noch dadurch verringert werden, dass die dann an die EZB zu zahlenden Zinsen über die späteren Gewinnausschüttungen der EZB an die Staaten zumindest zum Teil wieder zurückfließen. Auf jeden Fall würde die Geldpolitik auf diesem Weg die Staatsverschuldung spürbar erleichtern und damit letztlich auch fördern. Das Risiko dieser Maßnahme der massiven Staatsanleihekäufe besteht dann letztlich auch darin, dass die Konsolidierungserfordernisse verschuldeter Staaten als weniger dringlich eingestuft werden, was letztlich zu einer Hinauszögerung der für einen geringeren staatlichen Kreditfinanzierungsbedarf notwendigen Strukturreformen führt.

Eine andere Stoßrichtung, die die EZB nicht nur mit Quantitative Easing, sondern generell mit dem expansiven Einsatz ihrer unkonventionellen Maßnahmen verfolgen könnte und wohl auch verfolgt, ist in angestrebten Abwertungen des Euro-Wechselkurses zu sehen, um auf diesem Weg die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmenswirtschaft in der Eurozone zu verbessern (vgl. *Rohde* 2014, S. 126 ff.). Vor dem Hintergrund der stark diskutierten und seit Juni 2014 im Eurosystem in immer schnellerer Folge implementierten unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik wertete sich z. B. der bilaterale nominale Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar in der sogenannten Mengennotierung von 1,3953 US-\$ für einen Euro am 8. Mai 2014 auf 1,0552 US-\$ für einen Euro am 13. April 2015 erheblich ab. Auch der effektive Wechselkurs des Euro, also der Wert des Euro gegenüber den Währungen einer Gruppe von 19 Ländern sowie einer Gruppe von 38 Ländern, verzeichnete in diesem Zeitraum sowohl nominal, als auch real deutliche Abwertungen (vgl. *Deutsche Bundesbank* 2015, S. 19).

Eine Abwertung des Euro verteuert zum einen die Preise der Importgüter in Euro gerechnet. Dieser Effekt ist der EZB in zweifacher Hinsicht willkommen. Einerseits trägt er im Falle von notwendigen, kurzfristig nicht substituierbaren Einfuhren zur importierten Inflation bei, was helfen sollte, die momentan sehr niedrigen Inflationsraten im Euro-Währungsraum tendenziell zu erhöhen und somit den für die Preisniveaustabilität angestrebten Wert des Preisanstiegs von unter, aber nahe 2% tendenziell wieder zu erreichen. Andererseits würde sich infolge einer Verteuerung der Güter, die nicht unbedingt zu den notwendigen Importprodukten zählen, über den damit verbundenen Rückgang der Importnachfrage die wirtschaftliche Lage in den importkonkurrierenden Wirtschaftsbereichen der Eurozone verbessern und damit über einen Anstieg der Investitionstätigkeit letztlich auch die Kreditnachfrage erhöhen. Zum anderen führt eine Abwertung des Euro zu einer Verbilligung der Exportgüter der Eurozone, gerechnet in Fremdwährung. Dadurch wird die Produktionstätigkeit des Exportsektors der Eurozone gefördert. Letztlich führt eine Abwertung somit zu einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit sowohl des Exportsektors, als auch der importkonkurrierenden Sektoren der Eurozone, was dann die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, einschließlich der Kreditnachfrage, und tendenziell auch den Preisauftrieb in die gewünschten Richtungen beeinflussen sollte.

Wie sind nun die Absichten, über den expansiven Einsatz unkonventioneller Maßnahmen der Geldpolitik auf Abwertungen der Wechselkurse zu setzen zu bewerten? Zunächst muss klar sein, dass die über Abwertungen erzielte erhöhte preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen sich nur rein rechnerisch über den geänderten Wechselkurs ergibt. D. h. die erhöhte preisliche Wettbewerbsfähigkeit fällt den Unternehmen praktisch durch Nichtstun in den Schoß und muss nicht über eigene Anstrengungen, etwa über Kostensenkungs- und Innovationsstrategien, hart und nachhaltig erarbeitet werden. Die Gefahr ist, dass die Unternehmen dadurch zu schläfrig oder zu träge werden, um dauerhaft im harten internationalen Wettbewerb bestehen zu können. Spätestens mit der Umkehrung der Wechselkursentwicklung wendet sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit zum Nachteil der Unternehmen. Dies würde den Ruf nach erneuten Wechselkursabwertungen laut und drängend werden lassen und brächte das Eurosystem wieder unter Handlungsdruck, den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik weiter zu verschärfen. Je offenkundiger und je aggressiver man diesen Weg beschreitet, sich über Abwertungen wirtschaftliche Vorteile, und zwar letztlich auf Kosten der anderen Länder, zu verschaffen, umso mehr ist mit entsprechenden Gegenmaßnahmen der anderen Länder zu rechnen. Damit begibt man sich, wie auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) in ihrem 85. Jahresbericht aus dem Jahr 2015 warnend hervorhebt, in die Gefahr von Abwertungswettläufen und zu weltweit immer lockereren geldpolitischen Bedingungen (vgl. *BIZ* 2015, S. 12). Diese explizite Warnung der BIZ deutet darauf hin, dass heute eben nicht nur das Eurosystem seine Hoffnungen auf Abwertungen legt, sondern, dass diesen Weg momentan viele Staaten verfolgen, was die BIZ fürchten lässt: „Einmal mehr könnte der kurzfristig erzielte Erfolg teuer erkauft sein“ (*BIZ* 2015, S.12).

So war es eine zentrale Erkenntnis aus der großen Weltwirtschaftskrise 1929-1931, dass Wechselkurse, insbesondere gezielt herbeigeführte Abwertungen der Wechselkurse, ein untaugliches und vor allem sehr gefährliches Instrument der Wirtschaftspolitik darstellen, wenn auf diesem Weg versucht wird, wirtschaftliche Probleme eines Landes letztlich auf Kosten anderer Länder zu lösen. In diesem Zusammenhang spricht man auch von einer sogenannten beggar my neighbor policy: „Zu einer solchen beggar my neighbor policy gehört eine bewusst zugelassenen 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).

Es waren genau diese Folgen, die die Mitglieder des Internationalen Währungsfonds (IWF) veranlasst haben, sich in den bis heute gültigen und im Laufe der Jahre mehrfach ergänzten Statuten des IWF (Articles of Agreement) darauf zu einigen, den Wechselkurs nicht als Instrument der Wirtschaftspolitik einzusetzen. So heißt es in Artikel 1, in Verbindung mit Absatz 3, wörtlich: „The purposes of the International Monetary Fund are: ... (iii) To promote exchange stability, to maintain orderly exchange arrangements among members, and to avoid competitive exchange depreciation.“ (IMF 2011, S. 2).

Soweit das Eurosystem also versucht, mit dem Einsatz von Quantitative Easing, bzw. allgemein mit dem expansiven Einsatz von unkonventionellen Maßnahmen, über Abwertungen die Wirtschaftsaktivität, die Kreditvergabe und schließlich auch die Preisniveaumentwicklung innerhalb der Länder der Eurozone zu beeinflussen, so hat es sich damit auf einen mehr als fragwürdigen Weg begeben, der jedenfalls keine nachhaltige Lösung der Probleme verspricht, sondern eher neue Risiken und Handlungszwänge heraufbeschwört. Wechselkursabwertungen sind zudem kein Weg, das internationale Vertrauen in eine Währung zu festigen. „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.“ (Rohde, 2014, S. 127).

Solche Erkenntnisse haben auch viele europäische Staaten in dem Zeitraum vor der Gründung der Europäischen Währungsunion gewonnen, als sie trotz häufiger Abwertungen ihrer nationalen Währungen gegenüber der Deutschen Mark dennoch nicht in der Lage waren, ihre wirtschaftlichen Schwächen gegenüber der Wirtschaft der Bundesrepublik Deutschland nachhaltig abzubauen oder zu verringern. Die in dieser Zeit wiederholt gemachten Erfahrungen, u. a. von Frankreich oder Italien, dass Wechselkursabwertungen letztlich kein taugliches Mittel zur Lösung nationaler Wirtschaftsprobleme waren, bildeten durchaus auch einen der Grundpfeiler für die Schaffung des Euro. Mit der Einführung der einheitlichen europäischen Währung wurde bewusst auf den Wechselkurs als ein wirtschaftliches Instrument verzichtet. Verwiesen sei in diesem Zusammenhang auch auf die drei baltischen Staaten, die trotz gravierender wirtschaftlicher Probleme in ihrer Transformationszeit bis zur Einführung des Euro kein einziges Mal auf eine Abwertung ihrer Wechselkurs zur Lösung ihrer wirtschaftlichen Schwierigkeiten gesetzt haben.

Abschließend betrachtet dürfte eines der Hauptrisiken der aktuellen Geldpolitik des Eurosystems aber wohl in den nachhaltigen Gewöhnungseffekten liegen, die durch die Dauerhaftigkeit der extrem expansiven Ausrichtung zu erwarten sind. Je länger die Zinsen auf dem erreichten außergewöhnlich niedrigen Niveau gehalten werden und je länger das für die geldpolitische Steuerung eigentlich unverzichtbare Zentralbankgeld den Charakter eines sogenannten freien Gutes beibehält, um so mehr wird so ein Zustand praktisch als Normalität eingestuft und um so schwieriger dürfte ein Abrücken von einem solchen vermeintlichen Normalzustand werden. Dies gilt auch deshalb, weil ein solches Abrücken immer mit gewissen Verwerfungen an den Finanzmärkten verbunden sein wird. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich kommentiert diesbezüglich in ihrem Jahresbericht 2014/15 deshalb auch sehr besorgt: „Es ist zutiefst beunruhigend, wenn das Udenkbare zum Normalfall zu werden droht.“ (BIZ 2015, S. 7). Denn „...die Wahrscheinlichkeit, dass es zu Turbulenzen kommen wird, nimmt weiter zu, wenn die gegenwärtigen außergewöhnlichen Bedingungen fortauern.“ (BIZ 2015, S. 27). Das liegt nicht zuletzt auch daran, dass aufgrund der außergewöhnlich lang andauernden Phase der gegenwärtigen extrem expansiven Geldpolitik „...viele, die heute an den Märkten aktiv sind, nicht aus eigener Erfahrung wissen, wie man auf steigende Zinsen (und begrenzte Zugriffsmöglichkeiten auf Zentralbankgeld, Anm. d. Verf.) reagiert – das letzte Mal waren sie noch gar nicht dabei.“ (Borio 2015, S.15). Das kann dazu führen, dass die Marktteilnehmer die Risiken eines Abweichens vom Status Quo höher einschätzen, als die letztlich wesentlich gravierender ausfallenden Risiken, die mit einer anhaltenden Fortdauer dieses Zustandes verbunden sind. Dadurch erhöht sich zwangsläufig der Druck auf die Geldpolitik, an der extrem expansiven Ausrichtung festzuhalten, bzw. sogar den Expansionsgrad noch zu steigern, sofern erste Anzeichen von Turbulenzen sichtbar werden. Mit einem zu langen Festhalten an einem extrem expansiven geldpolitischen Kurs, dessen Notwendigkeit im vorliegenden Beitrag eher kritisch beurteilt wurde, beraubt sich die Geldpolitik zudem ihrer zukünftigen Reaktionsmöglichkeiten, die im Falle des Auftretens von erneuten Krisen gefragt sind oder wie es die BIZ bildhaft ausgedrückt hat: „Was bringt eine Kanone, die alles Pulver verschossen hat.“ (BIZ 2015, S. 27).

IV. Zusammenfassung

Im Gefolge der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise sowie als Reaktion auf die europäische Schuldenkrise hat das Eurosystem mit seiner Geldpolitik einen extrem expansiven Kurs eingeschlagen. Zunächst wurde gezeigt, dass das Eurosystem im Rahmen seiner konventionellen geldpolitischen Steuerung, also über die Refinanzierungskosten und die Refinanzierungsmenge, einen maximalen Expansionsgrad vorgegeben hat, indem es den Hauptleitzins praktisch auf Null (0,05%) reduziert hat und den Geschäftsbanken über das Standardtenderverfahren mengenmäßig unbegrenzt Zentralbankgeld zuführt (Mengentenderverfahren mit Vollzuteilung). Da das Eurosystem aber offenbar von der hinreichenden Wirksamkeit des maximal möglichen Expansionsgrades der konventionellen Geldpolitik nicht überzeugt war, wurden zusätzlich sogenannte unkonventionelle Maßnahmen eingeführt.

Zu diesen unkonventionellen Maßnahmen zählen z.B. Leitzinsen von Null bzw. negative Leitzinsen, Forward Guidance, um den Marktteilnehmern eine verlässliche Zusicherung über die Fortdauer eines eingeschlagenen geldpolitischen Kurs zu gewähren, sogenannte Gezielte Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, mit denen die Zentralbankgeldbereitstellung an die Bedingung einer zusätzlichen Kreditvergabe der Banken gekoppelt werden soll und schließlich Quantitative Easing, d.h. die Bereitstellung von zusätzlichem Zentralbankgeld über den Ankauf von Wertpapieren in Verbindung mit einer angestrebten Senkung der Kapitalmarktzinsen.

Insgesamt wurde in dem Beitrag eine eher kritische Einstellung zu den erhofften Wirkungen der unkonventionellen Maßnahmen der Geldpolitik herausgearbeitet. Dies gilt insbesondere für die verfolgte Anregung der Kreditvergabe. Im Kern liegt das daran, dass die unkonventionellen Maßnahmen, die grundsätzlich darauf abzielen, dem Geschäftsbankensystem zusätzliches Zentralbankgeld zuzuführen, vor dem Hintergrund des erreichten Expansionsgrades der konventionellen Geldpolitik des Eurosystems, eigentlich gar nicht benötigt werden. Wenn die Banken nämlich bereits eine praktisch kostenlose und mengenmäßig unbegrenzte Zugriffsmöglichkeit auf Zentralbankgeld haben, dann wird nicht klar, welcher Anreiz dann noch von zusätzlichem Zentralbankgeld für ihre Geschäftstätigkeit ausgehen soll. So ist, jedenfalls unter den institutionellen Gegebenheiten der geldpolitischen Steuerung des Eurosystems, ein zentraler Bestimmungsgrund für die Geschäftstätigkeit der Banken im Eurosystem nicht etwa ein mehr oder weniger hoher Bestand an Zentralbankgeld, sondern eine von den Banken als hinreichend angesehene sowie jederzeitig verfügbare Beschaffungsmöglichkeit an Zentralbankgeld. Und in dieser Hinsicht unterlag das Bankensystem bereits durch die konventionelle Geldpolitik des Eurosystems praktisch keiner Liquiditätsbeschränkung mehr. Im Hinblick auf die mit Quantitative Easing zusätzlich

angestrebten Zinssenkungen wurde, vor dem Hintergrund der bereits zu Beginn dieses Programms erreichten historisch extrem niedrigen Kapitalmarktzinsen in den Euroländern, der Sinn allenfalls noch für möglich erachteter marginaler Zinssenkungen für die Investitionstätigkeit und für die Kreditvergabe ebenfalls in Frage gestellt.

Deshalb wurde in dem Beitrag auch der Frage nachgegangen, ob das Eurosystem vielleicht noch andere Absichten mit dem starken Einsatz der unkonventionellen Maßnahmen verfolgt. Als Möglichkeiten wurden dabei ein beabsichtigter Risikotransfer von den Geschäftsbanken zur EZB, eine indirekte Förderung und Finanzierung der Staatsverschuldung sowie eine Abwertung des Euro-Wechselkurses jeweils kritisch beleuchtet.

Literaturverzeichnis

1. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ 2014), 84. Jahresbericht, Basel, Juni 2014
2. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ 2015), 85. Jahresbericht, Basel, Juni 2015
3. **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
4. **Borio, Claudio** (2015), Eine Lockerung der Geldpolitik erzeugte die nächste, Interview, in Börsen Zeitung vom 26.08.2015, zitiert nach Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 35, Frankfurt am Main, 26.08.2015, S. 13-17.
5. **Butt, Nick; Churm, Rohan; McMahon, Michael; Morotz, Arpad; Schanz, Jochen** (2014), QE and the bank lending channel in the United Kingdom, Working Paper No. 511, Bank of England, September 2014.
6. Deutsche Bundesbank (2013), „Forward Guidance“ – Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik, in: Monatsbericht August 2013, 65.Jg., Nr. 8, S. 31 – 33
7. Deutsche Bundesbank (2014), Der Start in die Bankenunion – Der einheitliche Aufsichtsmechanismus in Europa, in: Monatsbericht Oktober 2014, S. 45 – 67
8. Deutsche Bundesbank (2015), Devisenkursstatistik, Statistisches Beiheft 5 zum Monatsbericht, Frankfurt am Main, Juli 2015
9. Europäische Zentralbank (EZB 2013), Der Sicherheitenrahmen des Eurosystems während der Krise, in Monatsbericht Juli 2013, S. 77 – 94
10. Europäische Zentralbank (EZB 2014), Das gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäft vom September 2014, in: Monatsbericht Oktober 2014, S. 24 – 26
11. Europäische Zentralbank (EZB 2015), Das erweiterte Programm des EZB-Rats zum Ankauf von Vermögenswerten, in: Wirtschaftsbericht, Ausgabe 1/2015, S. 17 – 21
12. FAZ (2014), Ökonom Rogoff will das Bargeld abschaffen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 20. November 2014, Nr. 270, S. 17
13. FAZ (2015), Die EZB erkaufte sich immer mehr Marktmacht, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, 6. Juni 2015, Nr. 128, S. 29
14. **Görgens, Egon; Ruckriegel, Karlheinz; Seitz, Franz** (2014), Europäische Geldpolitik, Theorie, Empirie und Praxis, 6., vollständig neu bearbeitete Auflage, Konstanz, München 2014
15. **Illing, Gerhard** (2015), Unkonventionelle Geldpolitik – kein Paradigmenwechsel, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Jg. 16, Heft 2, Walter De Gruyter, Berlin/Boston 2015, S. 127 – 150
16. Institut der deutschen Wirtschaft, Lockern ist problematisch, in: iwd, Ausgabe 34, 21.08.2014, S. 4-5
17. International Monetary Fund (IMF 2011), Articles of Agreement of the International Monetary Fund (1944), Washington, D.C. 2011
18. **Köhler, Claus** (1983), Geldwirtschaft Dritter Band, Wirtschaftspolitische Ziele und wirtschaftspolitische Strategie, Berlin 1983
19. **Pellens, Bernhard; Barezai, Omar; Starke, Dennis** (2015), Wegen Niedrigzins fällt die Dividende aus, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Der Betriebswirt, 6. Juli 2015, Nr. 153, S. 16
20. **Rogoff, Kenneth** (2014), Costs and benefits to phasing out paper currency, NBER Working Paper 20126
21. **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
22. **Rohde, Armin** (2014), Unkonventionelle Maßnahmen der Geldpolitik: Eine kritische Beurteilung, in: Universität Tartu, Technische Universität Tallinn u. a. (Hrsg.), Estnische Gespräche über Wirtschaftspolitik: Entwicklungstendenzen in den EU-Mitgliedstaaten nach der Wirtschaftskrise, 22. Jg. 2/2014, Berliner Wissenschaftsverlag, Mattimar, Berlin, Tallinn 2014, S. 111 – 130

ASSESSMENT OF EFFECTIVENESS AND POTENTIAL RISKS OF THE EUROSISTEMS RECENT MONETARY POLICY¹

Armin Rohde²
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Recent monetary policy of the Eurosystem has been taken a more and more softer line of monetary policy accommodation in the last few years to overcome a sharp drop in economic activities within the member countries of the Euro currency area. This sharp drop in economic activities has been following both the international financial and economic crisis since 2008 as well as the European debt crisis since 2010. Declared intention of the Governing Council of the Eurosystem to ease the monetary policy stance more broadly by implementing several non-conventional monetary policy measures is to stimulate credit expansion rates of the monetary financial institutions (MFIs) as well as to push up actually low inflation rates in line with an expansion of economic activity within the member countries of the Eurozone to secure its primary objective. This primary objective of the ECB is to be valid, if inflation rates could be maintained below, but close to 2% in medium terms, which was not the case in the last two years, when inflation rates amounted to 1,3% in 2013 and 0.4% in 2014, and will be expected to be 0.3% in 2015. So it has to be discussed if the implemented non-conventional monetary policy measures are suitable measures to force credit business as well as to give enough upward pressure to commodity prices within the Eurozone countries.

To assess effectiveness of non-conventional monetary policy measures one first has to take a look on the conventional monetary policy measures to see if non-conventional monetary policy measures are a suitable supplement. There exist two navigation or steering instruments for conventional monetary policy. One is the key interest rate, which reflects the costs of obtaining central bank money by the MFIs whenever they use the refinancing operations of the ECB. The other instrument is the quantity of central bank money allotted by the ECB. In this respect the actual situation within the Eurosystem 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 Eurosystems banking system, the question has to be answered what kind of supplemented help for the monetary policy of the ECB can be expected by using non-conventional monetary policy measures. In the cases of outright purchases of sovereign bonds, or more general in the case of quantitative easing (QE), which, beside its intended influences on long term interest rates, especially are directed to allot additional central bank money to the banking system, the question has to be raised why such additional allotment of central bank money should be helpful to make monetary policy more effective. The same is true for the non-conventional measure of the so called targeted longer-term refinancing operations (TLTRO), because the intention of that monetary policy instrument too is to allot additional central bank money to the banking system.

In addition it seems to be very doubtful if there will be great success in reducing long-term interest rates in the member countries of the Euro area by using quantitative easing (QE). Beside the allotment of additional central bank money the second intention of QE is to drop long-term interest rates within the segments of the capital markets where the central bank is buying bonds. But at the background of historical very low interest rate levels within the member countries of the Euro area (except Greek, which is a special case) already at the time, when the ECB started with QE in March 2015, there is no great chance of additional and significant drops of interest rates by using QE. In this respect there exists a substantial difference to the situation in the USA, where assessing of QE is very positive, because of very much higher interest rates at the starting point of implementing QE, which then could have been dropped significantly.

In the article there are discussed two other aspects too, which prove that the conditions of using QE are quite different in the USA than in the Euro area. First point is that the financial behaviour of US-enterprises is mainly market based, while it is dominantly bank based for EU-enterprises. So if investment finance is needed changing interest rates on bond markets by QE are less important for European enterprises than for US-enterprises. Second point is that allotment of central bank money by the Federal Reserve System will be enforced already by outright purchases of bonds, i. e. by non-reversed transactions and thus in the same way as QE is to be enforced, while allotment of central bank money by the Eurosystem in normal times will be enforced quite different by reversed transactions. So QE is a fundamental change of system in the liquidity-providing process of the ECB. And by using QE the ECB threatens its existing advantage of an automatic liquidity-absorbing mechanism, which is involved in the process of reversed transactions.

Furthermore different risks of very low interest rate levels are discussed in this article. In this context a critical view will be thrown on the role of forward guidance as another non-conventional monetary policy measure used by central banks to ensure low interest rate levels for an extended period of time. In the whole it will be shown that especially in the case of the ECB there exist no convincing reasons to use non-conventional measures in such a intensity and for such a long time to increase effectiveness of monetary policy. So other intentions of using non-conventional measures are discussed here, which have to be put in order outside the narrow sphere, that is associated with monetary policy. For example to aspire to risk transfers from the balance sheet of commercial banks to the balance sheet of the ECB by outright purchases of bonds, or to circumvent the legal ban to grant credits directly to the public sector by putting commercial banks to grant these credits and pass them to the ECB after a short time, or to force depreciation of the Euro foreign exchange rate, to improve economic situation within the member countries of the Euro currency area and to force imported inflation.

Last but not least one of the main risks of using non-conventional can be seen in lasting habituation effects, which will be the result of the durability of that kind of monetary policy. A monetary policy, which can be characterized by extremely low interest rates and

¹ Den vollständigen Text des Artikels „Beurteilung der Wirksamkeit und mögliche Risiken der aktuellen Geldpolitik des Eurosystems“ findet der Leser auf der beigefügten CD.

² 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

by unlimited and free of charge allotment possibilities of central bank money for the monetary financial institution. The longer such a situation will last, the more it becomes some kind of normality for the market participants and the greater will be the pressure of avoiding an exit strategy. And at the end, monetary policy will lose its future reaction possibilities, which will become necessary in cases of renewed economic