

WANDEL IN DER GELDPOLITIK UND AUSWEITUNG DER EUROPÄISCJEN SCHULDEKRISE

Armin Rohde
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Abstract

In the present paper fundamental changes in monetary policy strategy, especially in leading industrialized countries, from concentrating on development of the quantity of money to focusing strictly on developments of interest rates and interest rate levels is analysed in the case of the European Central Bank. The goal of research is to show that this change in monetary policy is one important reason for expansions of the European debt crisis since 2010. Within this new monetary policy regime, interest rate levels on the one hand and the transmission of interest rate policy measures to the interest rates of the other financial markets on the other hand, have become a very important role in central banking policies of today. For example to guarantee a sure and strict transmission of interest rate policy measures, which have its starting point on the short-term money market, and which should radiate to long-term interest rates on the capital market the ECB, if necessary, uses outright monetary transactions in secondary markets for sovereign bonds in the euro area. The main reason for acting in that manner is to avoid rising of long-term interest rates and to guarantee low levels of interest rate in the sovereign bonds markets. It is argued in the present paper that in focusing to guarantee low interest rate levels especially to overcome economic crisis you can find one important reason for expansions of the European debt crisis. This is so, because in view of current European economic policy rising interest rates in the European bonds markets above a level of 6 or 7 percent have become an unmistakable proof of a severe debt problem.

Keywords: Euro-Currency Area, European Debt Crisis, European Central Bank, monetary policy, interest rate policy, monetary transmission, sovereign bonds markets

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

1. Einleitung

In den letzten 10 bis 15 Jahren hat sich in den führenden Industrieländern ein Paradigmawechsel in der Geldpolitik von erheblicher Tragweite ergeben. Die vom Monetarismus geprägte Strategie der Geldmengensteuerung ist von einer Neo-Keynesianisch fundierten Strategie der Zinssteuerung in der Geldpolitik abgelöst worden. So sind ab Mitte der siebziger Jahre des vorigen Jahrhunderts zunächst praktisch alle bedeutenden Zentralbanken der großen Industrieländer der Vorgehensweise der Deutschen Bundesbank, die hier eine Art Vorreiterrolle eingenommen hatte, gefolgt und hatten sich den monetaristischen Prinzipien einer geldmengenzielorientierten Geldpolitik verschrieben. Das Kennzeichen dieser

Strategie, und damit der Maßstab der geldpolitischen Steuerung, waren öffentlich vorgegebene und angestrebte Zuwachsraten für die Geldmenge, sogenannte Geldmengenziele. Diese basierten auf einem quantitätstheoretisch fundierten engen Zusammenhang zwischen der Geldmengenentwicklung und der Preisniveaumentwicklung. Wachsende Zweifel an der hinreichenden Stabilität des Zusammenhanges zwischen Geldmengenentwicklung und Preisniveaumentwicklung führten bis um die Jahrtausendwende zu einem zunehmenden Abrücken der Zentralbanken von der Geldmengenzielerorientierung (Vg. BIZ 2001, S. 83/84). An deren Stelle ist dann überwiegend eine zinsorientierte Geldpolitik getreten, deren Anliegen es ist, über eine direkte Steuerung der Zinsen, und zwar ausgehend von den kurzfristigen Geldmarktzinsen, die Einhaltung öffentlich vorgegebener Inflationsziele zu gewährleisten. Der fundamentale Unterschied zwischen diesen beiden Arten von geldpolitischer Steuerung liegt verkürzt beschrieben darin, dass im Rahmen einer Geldpolitik, die sich an einer bestimmten Zuwachsrate der Geldmenge orientiert, die Zinsen bzw. die Zinshöhen endogene Größen darstellen. Im Zuge einer Geldpolitik, die bestimmte Zinshöhen anstrebt, werden dagegen die monetären Mengenaggregate zu endogenen Größen. Das Ziel des vorliegenden Beitrags besteht darin, Hinweise zu liefern, dass dieser Paradigmawandel in der Geldpolitik, den man auch ganz deutlich im Rahmen der Politik der EZB erkennen kann, nicht unerheblich zur Ausweitung der europäischen Schuldenkrise beigetragen hat. Zu diesem Zweck wird im Folgenden gezeigt, dass eine Zinsorientierung der Geldpolitik sehr viel stärker als das im Rahmen der Geldmengenorientierung der Fall war, auf eine direkte Konjunktursteuerung ausgerichtet ist. Dazu gilt es für die Geldpolitik gegebenenfalls auch über Anleihekäufe Einfluss auf die langfristigen Zinsen zu nehmen. Steigerungen der langfristigen Zinsen, die von den durch die Leitzinsen der Geldpolitik vorgegebenen zinspolitischen Vorstellungen abweichen, werden deshalb als Störungen der zinspolitischen Transmission und damit auch als schädlich für die Geldpolitik betrachtet. Zumindest aber sieht die Geldpolitik darin außergewöhnliche Vorkommnisse, denen es auch mit unkonventionellen Mitteln zu begegnen gilt. In einem solchen Umfeld gedeihen dann Vorstellungen in der allgemeinen Politik und in der Öffentlichkeit, dass Zinssteigerungen generell schädlich für die Wirtschaftsentwicklung eines Landes sind, nicht zuletzt indem sie die Schuldendienststragfähigkeit von verschuldeten Ländern gefährden könnten. Deshalb sieht auch die allgemeine Politik bei Zinssteigerungen einen Handlungsbedarf, indem Länder, in denen die Kapitalmarktzinsen zu stark ansteigen unter einen Rettungsschirm zu ziehen sind, um sie vor den schädlichen Zinssteigerungen zu schützen.

2. Neuausrichtung in der Geldpolitik des Eurosystems

Dieser fundamentale Wandel von der Geldmengenzielerorientierung hin zur Zinsorientierung ist auch in der Geldpolitik der EZB oder des Eurosystems deutlich zu erkennen und nachvollziehbar. So wurde noch in der Anfangsphase der europäischen Geldpolitik von 1999 bis Mai 2003 der zentrale Stellenwert der Geldmenge insbesondere durch deren hervorgehobene Positionierung in der geldpolitischen 2-Säulen-Strategie deutlich. Das angestrebte Wachstum der Geldmenge wurde als „quantitativer Referenzwert für das M3- Wachstum“ in Höhe

von 4,5 Prozent p.a. in der ersten und damit nach außen auch in der wichtigeren Säule der 2-Säulen-Strategie der EZB aufgeführt (vgl. EZB 2000, S. 43 ff).

Mit dem dann Mitte 2003 vorgenommenen Säulentauch in der Strategie der EZB rückte allerdings die Bedeutung der Geldmenge für die Geldpolitik des Eurosystems, dem Vorbild der wichtigsten Industrieländer folgend, zunehmend in den Hintergrund. So wurde die Entwicklung der Geldmenge M3 im Rahmen einer allgemeinen monetären Analyse in die in der öffentlichen Einschätzung als weniger wichtig erachtete 2. Säule der geldpolitischen Strategie verbannt (vgl. EZB 2003, S. 96 ff). Zudem hat die EZB mit dem Säulentauch in ihrer geldpolitischen Strategie auch die bis dahin jährliche Überprüfung der Angemessenheit des quantitativen Referenzwertes für das M3-Wachstum eingestellt. Schließlich verschwand nach einer gewissen Schamfrist auch in den Monatsberichten der EZB ab Dezember 2007 die in den Abbildungen der tatsächlichen Entwicklung der Geldmenge M3 eingezeichnete Vergleichslinie des quantitativen Referenzwertes in Höhe von 4,5%.

Dieser Bedeutungsverlust der Geldmenge für die Geldpolitik des Eurosystems fand allerdings, wie die folgenden Zitate zeigen, zunächst keinen Niederschlag in offiziellen Stellungnahmen und Ausführungen führender Repräsentanten der EZB. So führte das damalige Mitglied des Direktoriums der EZB, Jürgen Stark, noch im Jahr 2006 aus: „To begin with, the long-run relationship between money and prices is perhaps one of the best documented results in all economics, in both the theoretical and empirical literature. (...) First assigning a prominent role to money is a useful tool to underpin the medium-term orientation of monetary policy.” (Stark 2006, S. 17). Der damalige Vizepräsident der EZB betonte ebenfalls im Jahr 2006: “A first and important finding is that there is strong and robust evidence concerning the long-term relationship between money and prices, based on data collected for many countries and over long period of time.” (Padademos 2006, S. 199). Selbst im Juni 2008 äußerte die EZB noch in ihrem Monatsbericht: „Vor dem Hintergrund einer bereits üppigen Liquiditätsausstattung signalisiert die starke Zunahme der Geldmenge und der Kreditvergabe mittel- bis langfristig Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität.“ (EZB 2008, S. 28).

Die praktizierte Geldpolitik des Eurosystems sprach zu der Zeit allerdings eine ganz andere Sprache. So wurde von der EZB das insbesondere seit Mitte des Jahres 2004 sehr stark beschleunigte Geldmengenwachstum, mit z.T. zweistelligen Geldmengenwachstumsraten, die im vierten Quartal 2007 mit +12% einen vorläufigen Höchstwert erreichten und auch im ersten Halbjahr 2008 noch deutlich über +10% lagen, nur von Ende 2005 bis Mitte 2007 mit Leitzinserhöhungen von insgesamt 2 Prozentpunkten begleitet. Mehr als ein Jahr lang blieben die Leitzinsen dann trotz der extrem hohen Geldmengenwachstumsraten und trotz leichter, aber ansteigender Überschreitungen des vorrangigen Ziels der Preisniveaustabilität unverändert. Erst als die Inflationsraten im Euro-Währungsraum im Juni und Juli 2008 auf jeweils 4 Prozent anstiegen, reagierte die EZB Anfang Juli 2008 mit einer einmaligen, nur kurz dauernden Anhebung der Leitzinsen um 25 Basispunkte. Insgesamt zeigt dies, dass der Geldmengenentwicklung spätestens nach dem Säulentauch im Rahmen der

praktizierten geldpolitischen Steuerung im Grunde kein zentraler Stellenwert mehr zugewiesen wurde.

An die Stelle der Geldmengenorientierung der Geldpolitik trat spätestens Ende 2004 eine Zinsorientierung. So verfolgt die EZB seit Ende 2004 im Rahmen ihrer Geldmarktsteuerung die Absicht, die kurzfristigen Geldmarktzinsen so zu steuern, dass sich diese ganz eng an der Höhe des zentralen Leitzinses der europäischen Geldpolitik, dem Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, orientieren: „Die Geldmarktsteuerung des Eurosystems ermöglicht der Kreditinstituten in der EWU die reibungslose Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht, indem sie über geeignete geldpolitische Geschäfte Zentralbankliquidität bereitstellt oder abschöpft. Ziel ist es dabei, dass sich am Interbanken-Geldmarkt ein Tagesgeldsatz gemessen am gewichteten Durchschnitt EONIA einstellt, der nahe am zentralen Leitzins des Eurosystems, dem ..(S)atz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, liegt. Damit wird gewährleistet, dass sich die geldpolitische Ausrichtung des EZB-Rats am Tagesgeldmarkt unverzerrt widerspiegelt.“ (Deutsche Bundesbank 2007, S. 35). Den dafür erforderlichen Bedarf an Zentralbankgeld schätzt die EZB mit der sogenannten Benchmark-Zuteilung. „Die Benchmark-Zuteilung ist der Betrag, der auf der Grundlage aller Liquiditätsschätzungen der EZB normalerweise erforderlich ist, um am kurzfristigen Geldmarkt ausgeglichene Bedingungen herzustellen. Bei ausgeglichener Liquidität sollte der Tagesgeldsatz normalerweise in der Nähe des Mindestbietungssatzes (allgemein: Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG), Anm. d.Verf.) liegen. (...) Unter Umständen kann die EZB jedoch vom Benchmark-Betrag abweichen, um beispielsweise einer Divergenz der kurzfristigen Geldmarktsätze vom ..(S)atz des HRG zu begegnen...“ (EZB 2004, S. 20/21).

Das heißt, die EZB strebt an, den sogenannten EONIA-Spread, also die Abweichungen des Tagesgeldsatzes (Euro Overnight Index Average) von dem zentralen Leitzins zu minimieren. Die im Rahmen des geldpolitischen Instrumentenkastens der EZB zur Begrenzung von kurzfristigen Zinsschwankungen am Tagesgeldmarkt vorgesehenen Ständigen Fazilitäten, durch die eine wirksame Zinsobergrenze (Satz der Spitzenrefinanzierungsfazilität) und eine definitive Zinsuntergrenze (Satz der Einlagenfazilität) und damit ein bestimmbarer Zinskorridor für die Bewegungen des Tagesgeldzins EONIA vorgegeben sind, versucht die EZB mit ihrer seit Ende 2004 praktizierten Zinssteuerungspolitik nicht relevant werden zu lassen. Dahinter verbirgt sich offenkundig die Vorstellung der EZB, dass selbst geringfügige Schwankungen der kurzfristigen Geldmarktzinsen im Rahmen des Zinskorridors zu Unsicherheiten bei den Marktteilnehmern über den verfolgten zinspolitischen Kurs der EZB führen können. Solche Unsicherheiten würden letztlich den von der EZB verfolgten und für wichtig erachteten Prinzipien der Transparenz, der Berechenbarkeit und der Glaubwürdigkeit in der Geldpolitik widersprechen (vgl. Rohde 2006, S. 189 ff).

Konsequenz einer derartigen Zinsstabilisierungspolitik am kurzfristigen Geldmarkt ist, dass die von der EZB bereitgestellte Bankenliquidität (Zentralbankgeldmenge) und damit letztlich auch die Geldmenge zu endogenen Größen werden. Beide Größen treten damit in ihrer Bedeutung für die Geldpolitik in den Hintergrund. Das

heißt, sie verlieren als geldpolitische Indikatoren an Aussagekraft. Es gilt vielmehr die Leitzinsen so zu setzen und über die bereitzustellenden Liquiditätsmengen die Geldmarktzinsen so zu steuern oder zu fixieren, dass ihre praktisch identischen Höhen, über eine dann unverzerrte Ausstrahlung auf die restlichen Zinsen der Volkswirtschaft, letztlich mit dem vorrangigen Ziel der Preisniveaustabilität vereinbar sind.

Eine Zinsstabilisierungspolitik am Geldmarkt führt aber unmittelbar dazu, dass die Knappheitsindikatorfunktion des kurzfristigen Geldmarktzinses außer Kraft gesetzt wird. So müssen Verknappungen am Geldmarkt, die c.p. zu steigenden Geldmarktzinsen führen, von der EZB durch Liquiditätsbereitstellungen zeitnah kompensiert werden. Verflüssigungen am Geldmarkt, die c.p. zu sinkenden Geldmarktzinsen führen, müssen von der EZB durch Liquiditätsabschöpfungen ausgeglichen werden. Die geldpolitischen Möglichkeiten, mit denen die EZB derartige Liquiditätsschwankungen am kurzfristigen Geldmarkt flexibel kompensieren kann, sind zum einen die Benchmark-Zuteilungen bzw. die Abweichungen von den Benchmark-Beträgen im Rahmen der wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie der flexible Einsatz der sogenannten Feinsteuerooperationen. In der Tat lässt sich feststellen, dass zum einen seit November 2004 Abweichungen von den Benchmark-Beträgen nach oben eher zur Regel statt zur Ausnahme geworden sind, und zum anderen, dass die EZB seit November 2004 fast regelmäßig am Ende der Mindestreserveerfüllungsperioden Feinsteuerooperationen eingesetzt hat. Da die Geschäftsbanken verpflichtet sind, ihre Mindestreserveguthaben nur im Durchschnitt der Tage der Mindestreserveerfüllungsperioden zu halten, fungiert die Mindestreservepolitik normalerweise als ein Liquiditätspuffer gegen kurzfristige Liquiditätsschwankungen am Geldmarkt und stabilisiert so die kurzfristigen Geldmarktzinsen. Am jeweils letzten Tag der Mindestreserveperioden jedoch, wenn die genaue Höhe der Durchschnittsguthaben der Geschäftsbanken endgültig feststeht, lassen sich Liquiditätsdefizite oder Liquiditätsüberschüsse des Bankensystems nur über den Geldmarkt ausgleichen. Das bedeutet, entweder stellt die EZB die fehlende Liquidität über Feinsteuerooperationen kurzfristig bereit oder sie schöpft die Liquiditätsüberschüsse über Feinsteuerooperationen kurzfristig ab. Andernfalls käme es zum Anstieg oder zur Senkung der kurzfristigen Geldmarktzinsen, mit der Folge des Entstehens ungewünschter EONIA-Spreads. Erst im Zuge der massiven Liquiditätsbereitstellungen im Rahmen der Krisenbekämpfung hat die EZB die regelmäßigen Feinsteuerooperationen am letzten Tag der Mindestreserveerfüllungsperioden eingestellt, da sich der EONIA, aufgrund der großen Mengen an bereitgestelltem Zentralbankgeld, seitdem ohnehin mehr an seiner Untergrenze, dem Satz der Einlagenfazilität, orientiert hat.

Vermeidung von Zinsbewegungen am Geldmarkt und damit von EONIA-Spreads erfordern also flexible Reaktionen der EZB mit den Liquiditätsmengen. Auch das verdeutlicht, dass die Liquiditätsmengen, die ja zudem die Basis der daran geknüpften Geldmengenentwicklung sind, im Rahmen der zinsorientierten Geldpolitik der EZB zu endogenen Größen geworden sind.

3. Die Transmission zinspolitischer Impulse und die Rolle von Anleihekäufen

Da eine solche Zinsorientierung der Geldpolitik sehr viel stärker als das im Rahmen einer Geldmengenorientierung geschieht, auf eine Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit auf eine Konjunktursteuerung abzielt, ist der EZB daran gelegen, dass sich ihre am Geldmarkt auf den Weg gebrachten Zinsimpulse möglichst umgehend und unverzerrt bzw. gleichgerichtet in den übrigen Zinssätzen der finanziellen Märkte, bis hin zu den längerfristigen Kapitalmarktzinsen, niederschlagen und widerspiegeln. Denn es sind überwiegend die längerfristigen Zinssätze, die relevant für die reale Wirtschaftsaktivität sind. Neben der Minimierung des EONIA-Spreads ist also der unverzügliche und unverzerrte Niederschlag der Zinsimpulse an sämtlichen monetären Märkten eine weitere Voraussetzung, um die Durchschlagskraft einer zinsorientierten Geldpolitik zu sichern sowie die Prinzipien der Transparenz, der Berechenbarkeit und der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik der EZB auch gegenüber der Öffentlichkeit zu gewährleisten.

Voneinander abweichende Zinsentwicklungen an den Finanzmärkten in den Mitgliedsländern der Europäischen Währungsunion stören damit auf den ersten Blick die angestrebte zinspolitische Transmission und gefährden die Durchschlagskraft und die Prinzipien einer zinsorientierten Geldpolitik. Daraus lässt sich dann eine Rechtfertigung für die Geldpolitik ableiten, solchen Abweichungen, z.B. in den Entwicklungen der längerfristigen Anleihezinsen, mit Anleihekäufen durch die Zentralbank, wie im Rahmen des von der EZB im Mai 2010 initiierten Programms für die Wertpapiermärkte, entgegenzuwirken. In diesem Zusammenhang ist es interessant, dass die EZB Anfang 2010 Zinssteigerungen bei Anleihen bestimmter Mitgliedsländer der Euro-Zone, die nach eigener Einschätzung „...vor allem auf wachsende Bedenken der Marktteilnehmer bezüglich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen angesichts steigender Haushaltsdefizite und Staatsschulden in diesen Ländern zurückzuführen war(en)“ (EZB 2011, S. 20), und damit also als Ausdruck differenzierter Risikoeinschätzungen der Marktteilnehmer zu werten waren, als Störungen in bestimmten Marktsegmenten eingestuft hat, denen es geldpolitisch mit einem Ankaufprogramm für Anleihen zu begegnen galt. (vgl. ebd.).

Problematisch an solchen Anleihekäufen der EZB ist weniger die Befürchtung, dass die Geldpolitik damit gegen das bestehende Verbot der Kreditgewährung an die öffentliche Hand gemäß Art. 123 AEUV (Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union) verstößt und somit den ihr gesetzlich im Art. 130 AEUV garantierten Autonomiestatus untergräbt. Denn solange solche Anleihekäufe der Zentralbank über den Sekundärmarkt laufen und nicht direkt vom Emittenten erworben werden und soweit das mit den Käufen der Anleihen bereitgestellte Zentralbankgeld von der Zentralbank zeitnah wieder eingesammelt, d.h. sterilisiert wird, sind solche Bedenken rechtlich unbegründet. Zumal es ja durchaus eine Option für Zentralbanken sein könnte, einen bestimmten Grundbedarf an Zentralbankgeld durch Offenmarktgeschäfte am Kapitalmarkt, also durch den Kauf von Anleihen, auf Dauer zu decken. Ein Vorschlag im Übrigen, der in viel

schärferer Form, nämlich für die Deckung des gesamten Zentralbankgeldbedarfs im Bankensystem, selbst von Milton Friedman für die monetaristische Mengensteuerung propagiert wurde (vgl. Friedman (1982, S. 17 und Rohde 1985, S. 37 ff). Schließlich lassen sich Käufe von Staatsanleihen durch die Zentralbank auch mit dem Argument einer gewissen Kurspflege am Kapitalmarkt rechtfertigen, das heißt zur Vermeidung oder Glättung sogenannter erratischer Kurs- und Renditebewegungen.

Problematisch werden Anleihekäufe allerdings, wenn damit ein bestimmtes Zinsziel bei bestimmten Staatsanleihen verfolgt wird oder aber wenn die Käufe dem Schutz vor abwärts gerichteten Trends einzelner Anleihekurse dienen sollen. Das heißt, wenn sich Zentralbanken gegen Zinsdifferenzen innerhalb eines Währungsraumes zu stemmen versuchen, die die Folge von ökonomisch begründeten Markteinschätzungen sind. Die Gewährleistung konkreter Zinsziele in bestimmten Ländern oder das Gegensteuern gegen sinkende Markttrends in einzelnen Ländern erfordert praktisch eine unbegrenzte Kaufbereitschaft der Zentralbank für die betroffenen Anleihen, nicht zuletzt auch, um die in solchen Fällen oft herausgeforderte Spekulation jederzeit im Zaum halten zu können.

Mit einer etwaigen Kopplung der Anleihekäufe an die verbindliche Einhaltung von Reform- oder Sparprogrammen in den betroffenen Ländern (Konditionalität), so wie es von der EZB im Rahmen der Ausweitung des bestehenden Programms für die Wertpapiermärkte, konkret bei der im September 2012 vom EZB-Rat beschlossenen Durchführung von geldpolitischen Outright-Geschäften an den Sekundärmärkten für Staatsanleihen (Outright Monetary Transactions, OMTs), ins Spiel gebracht wurde (vgl. EZB 2012 a, EZB 2012 b), würde eine Zentralbank mit ihren Maßnahmen dann endgültig das Feld der Geldpolitik verlassen und gemeinsam mit der Fiskalpolitik zum Sachwalter oder zum Kontrolleur der Einhaltung staatlich auferlegter Reformschritte werden. Selbst wenn die Zentralbank sich formal vorbehält, bei Verstößen gegen die Konditionalität die Käufe von Staatsanleihen bestimmter Länder einzustellen, so wird dies faktisch an den durch eine solche Entscheidung ausgelösten gravierenden Folgen für das betroffene Land und deren Ausstrahlung auf die gesamte Währungsunion scheitern. Unter solchen Bedingungen läuft die Geldpolitik somit Gefahr, immer stärker in die Dienste der Fiskalpolitik zu geraten.

Dies gilt auch dann, wenn sich, wie in dem Programm für die geldpolitischen Outright-Geschäfte der EZB vorgesehen, die Käufe von Staatsanleihen auf das kürzere Ende der Zinsstrukturkurve konzentrieren, insbesondere also auf Staatsanleihen mit Laufzeiten von einem Jahr bis zu drei Jahren (vgl. EZB 2012 b), obwohl doch eigentlich die Divergenzen zwischen den nationalen langfristigen Zinsen als Störquelle der zinspolitischen Transmission von der EZB angesehen werden. Wenn nun durch die Käufe von kurz laufenden Staatsanleihen die Zinsstrukturkurve steiler wird, weil die kurzfristigen Kapitalmarktzinsen aufgrund der zunehmenden Nachfrage sinken und die längerfristigen Zinsen, infolge von Umschichtungen bzw. Verkäufen, steigen, dann vergrößern sich die Divergenzen der langfristigen Zinsen zwischen den Ländern der Eurozone. Mit einem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve und den deshalb zu erwartenden Anpassungen der

Laufzeiten der nationalen Staatsverschuldung an diese durch das Kaufprogramm der EZB gestützten kürzeren Fristen wird sich letztlich die Gesamtlaufzeit der Staatsverschuldung in den betroffenen Ländern entsprechend verkürzen. Als Folge werden diese Staaten im Falle von späteren Leitzinserhöhungen der Geldpolitik viel früher und insbesondere auch wesentlich stärker von Zinserhöhungen betroffen sein, verglichen mit Situationen, in denen die durchschnittliche Laufzeit der Staatsverschuldung länger ist.

Mit der Laufzeitverkürzung der Staatsverschuldung wird der politische Widerstand gegen Zinserhöhungen deshalb größer ausfallen, bzw. die Gefahr wächst, dass die Geldpolitik erforderliche Zinserhöhungen hinausschiebt, um die betroffenen Länder, die ja im Rahmen der Konditionalität ihre Spar- und Reformprogramme durchzuführen haben, nicht den höheren Zinsbelastungen auszusetzen. Auch damit droht die Gefahr, dass die Geldpolitik in das Fahrwasser der Fiskalpolitik oder unter eine sogenannte fiskalische Dominanz gerät, „... in der geldpolitische Entscheidungen nicht mehr ausschließlich dem Erhalt der Preisstabilität dienen, sondern fiskalischen Zwängen folgen“ (Worms 2012, S.19).

Deshalb sollten divergierende Zinsentwicklungen an den nationalen Kapitalmärkten kein Anlass für geldpolitische Maßnahmen sein. Zumindest sollten sie es dann nicht sein, wenn solche divergierenden Zinsentwicklungen auf plausiblen, ökonomischen Hintergründen basieren und eben nicht Ausdruck von irrationalem oder erratischem Verhalten sind.

Unterschiedliche Zinsentwicklungen an den nationalen Kapitalmärkten in einem einheitlichen Währungsraum lassen sich u. a. beispielsweise auch aus dem Zusammenwirken der folgenden drei Tatbestände durchaus rational erklären:

1. Erhöhtes Risikobewusstsein der Marktteilnehmer: Im Zuge der sich infolge einer verbreiteten Vernachlässigung adäquater Risikoeinschätzungen aus der sogenannten Subprime Krise entwickelten internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise wurde in der allgemeinen öffentlichen Diskussion von den Finanzmarktteilnehmern für ihre weitere Geschäftstätigkeit ein wesentlich stärkeres Risikobewusstsein eingefordert.

2. Zweifel an der Einhaltung der Fiskalkriterien: Durch die umfangreichen staatlichen Hilfs- und Rettungsprogramme zur Bekämpfung der Folgen der internationalen Finanz- und Wirtschaftskrise kam es in den Industrieländern zu einer signifikanten Ausweitung der Staatsverschuldungen. Dadurch wurden Zweifel an der Einhaltung der Fiskalkriterien des Stabilitäts- und Wachstumspaktes in den Staaten der Europäischen Währungsunion (EWU) genährt.

3. Haftungsausschlüsse innerhalb der EWU: Die Existenz der rechtlich in Art. 125 AEUV verankerten sogenannten No-Bail-Out-Klausel, durch die ein Mitgliedstaat der EWU nicht für die Verbindlichkeiten der anderen Mitgliedsstaaten haftet oder eintritt, bedeutet formal, dass jeder Mitgliedsstaat für seine Verschuldungslage und seinen Schuldendienst verantwortlich ist und nicht auf Unterstützungen der anderen Staaten hoffen darf.

Diese drei Tatbestände zusammen führten letztlich zu einer differenzierten Risikoeinschätzung der Finanzmarktteilnehmer gegenüber den einzelnen Teilnehmerstaaten der EWU, und sie fanden ihren rationalen Ausdruck in unterschiedlichen Entwicklungen der nationalen Kapitalmarktzinsen. Diese differenzierten Wertpapierkurs- und Wertpapierrenditeentwicklungen bildeten schließlich den Auslöser der europäischen Schuldenkrise, die zudem durch eine leichtfertige und vorschnelle Diskussion von Schuldenschnitten (Hair Cuts) und Staatsinsolvenzen in Politik und Wissenschaft angeheizt wurde. Dabei ist es durchaus als Ironie des Schicksals zu bezeichnen, dass die über eine stark zunehmende Staatsverschuldung einzelner Länder vor der Insolvenz geretteten Finanzmarktteilnehmer das von ihnen eingeforderte erhöhte Risikobewusstsein als Erstes gegenüber ihren Rettern angewendet haben und von ihnen höhere Risikoprämien bei Finanzgeschäften verlangt haben.

Die von der EZB im Rahmen ihrer zinsorientierten Geldpolitik vorgenommene Stigmatisierung solcher divergierender nationaler Zinsentwicklung als Störungen in bestimmten Marktsegmenten des europäischen Finanzmarktes, durch die die zinspolitische Transmission nachhaltig beeinträchtigt sei, hat den ohnehin verbreiteten Vorbehalten im allgemeinen politischen Raum und in der Gesellschaft gegen unpopuläre Zinssteigerungen, zumal in Phasen sich stark abschwächender Wirtschaftleistungen, einen enormen Auftrieb verliehen. Damit gelangt man zum Kernproblem einer zinsorientierten Geldpolitik. Dieses Kernproblem besteht darin, dass man die vorrangige Aufgabe der Geldpolitik zu sehr in der Konjunktursteuerung sieht (vgl. Rohde 1985, S. 75 ff.).

4. Implikationen einer zinsorientierten Geldpolitik

Im Zuge der zinsorientierten Geldpolitik ist es mittlerweile normal bzw. selbstverständlich geworden, dass die Geldpolitik bei Wirtschaftskrisen bzw. bei Konjunkturrückgängen mit einer drastischen Niedrigstzinspolitik zu reagieren hat. Nullzinspolitik bzw. Leitzinsen nahe Null, ggf. noch ergänzt um ein sogenanntes Quantitative Easing, also einer massiven Liquiditätsbereitstellung durch die Zentralbanken, gehören heute durchweg zum Normalprogramm der zinsorientierten Geldpolitik in den Industrieländern. Dies wurde erstmals im Zuge der sogenannten Japan-Krise im Laufe der 1990er Jahre in einem Land, danach aber auch in mehreren Industrieländern gleichzeitig unter Beweis gestellt. So z.B. im Anschluss an die „Dotcom-Krise“ Anfang der 2000er Jahre, als Reaktionen auf die Subprime-Krise 2007 und auf die sich daraus entwickelnde internationale Finanz- und Wirtschaftskrise ab 2008 und insbesondere auch als Reaktion auf die europäische Schuldenkrise ab 2010. In diese Richtung zielt auch die Anfang 2012 gegebene Zusicherung der amerikanischen Zentralbank (Federal Reserve System) ihre faktische Nullzinspolitik mit einem Leitzins von null bis 0,25 Prozent bis Ende 2014 beizubehalten. Eine Zusicherung, die mit den Entscheidungen des Offenmarktausschusses vom 13.09.2012 sogar bis mindestens Mitte 2015 verlängert wurde (vgl. FAZ 2012).

Zur Normalität einer Niedrigzinspolitik gehören aber nicht nur niedrigste, also nahe bei Null liegende Leitzinsen, sondern auch ein generell niedriges Zinsniveau. Das heißt, die Zinsen an allen Finanzmärkten sollen letztlich die Entwicklung der Leitzinsen zumindest tendenziell nachvollziehen. Niedrigste Leitzinsen erfordern somit, dass die Zinsen für alle Finanzgeschäfte bzw. in allen Finanzmarktsegmenten möglichst niedrig sein müssen, um die angestrebten expansiven Wirkungen auf die Realwirtschaft zu gewährleisten. Zinssteigerungen in einzelnen Marktsegmenten, und damit Abweichungen von der durch die niedrigen Leitzinsen vorgegebenen zinspolitischen Linie bilden einen Störfaktor für die Zinspolitik, und sie dienen deshalb als Rechtfertigung für geldpolitische Gegenmaßnahmen. Im Kontext einer solchen undifferenzierten Bewertung von Zinssteigerungen wird in der Öffentlichkeit der Eindruck vermittelt, dass Zinserhöhungen generell schädlich für die Wirtschaftsentwicklung seien. In so einem Umfeld gedeihen schließlich auch Einschätzungen, dass Zinssteigerungen am Kapitalmarkt grundsätzlich als eine Gefahr für die Schuldendienstfähigkeit verschuldeter Länder anzusehen sind, was dann zur öffentlichen Rechtfertigung umstrittener geldpolitischen Gegenmaßnahmen von der Geldpolitik wider besseres Wissen auch nicht dementiert wird.

Dies ist besonders gut anhand der europäischen Schuldenkrise zu erkennen. Sobald die Zinsen für ein Land der Eurozone bei der erforderlichen Refinanzierung seiner fällig werden Staatsschulden eine Höhe von 6% bis 7% erreichten, und damit von der durchschnittlichen Zinshöhe aller EWU-Staaten nach oben abgewichen sind, wurde die Tragfähigkeit des damit für das Land verbundenen Schuldendienstes praktisch ohne nähere substanzielle Begründung in Frage gestellt. Zinsen in Höhe von 7% wurden und werden mittlerweile allgemein als ein Indiz für die Verweigerung der Kapitalgeber gegenüber diesem Land gewertet. In den Medien wird in diesem Zusammenhang sogar von Todeszinsen für ein Land gesprochen, die es dem Land unmöglich machen, seine Schuldensituation allein in den Griff zu bekommen (vgl. Scherf 2011). Kritik an dieser Sichtweise findet sich nur vereinzelt (vgl. z.B. Bernau 2012).

Das Ziehen von solchen Ländern unter einen Rettungsschirm sowie gezielte Hilfsmaßnahmen der EZB, etwa durch Anleihekäufe den Zinserhöhungen entgegenzuwirken, erscheinen zwingend geboten. Als weitere erforderliche Stützungsmaßnahmen werden vorschnell und leichtfertig umfangreiche Schuldenschnitte für so ein Land als unausweichlich angesehen.

Eine solche Sichtweise verkennt allerdings völlig, wie hoch die Zinsen und damit auch die Tragfähigkeit von Zinszahlungen der europäischen Länder in der Vergangenheit waren. In einer Zeit, als die Geldpolitiken noch verstärkt auf die Entwicklung monetärer Mengenaggregate konzentriert waren und Zinsen, insbesondere jedoch die Zinsniveaus, von weitaus geringerem Interesse für die geldpolitische Analyse waren, als das heute der Fall ist. So betrug die durchschnittliche Emissionsrendite festverzinslicher Wertpapiere nach Daten aus dem Monatsberichten der Deutschen Bundesbank in Deutschland von 1970 bis 1979 immerhin 8.15%. Im Zeitraum 1980 bis 1989 belief sich der durchschnittliche

Kapitalmarktzins in Deutschland auf 7,41% und im Zeitraum von 1970 bis 1999 betrug der Durchschnittszins 7,35%. Im Durchschnitt erzielten Staatsanleihen in Italien zwischen 1984 und 1996 eine Rendite in Höhe von 11,57% (vgl. IMF 2001, S. 115). Der entsprechende Durchschnittswert von 1984 bis 1996 für Spanien ergab sich in Höhe von 12,14% (vgl. IMF 2001, S.115). Der Durchschnittszins für 10-jährige Anleihen in Griechenland erreichte nach Angaben des Europäischen Währungsinstituts (EWI), der Vorläuferinstitution der EZB, von 1989 bis 1995 die Höhe von 19,6%. Dabei ergab sich 1992 ein Spitzenwert von 24,5%. Die Zinszahlungen, gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) betragen grob berechnet von 1991 bis 1995 in Griechenland mehr als 20 Prozent und in Italien mehr als 12 Prozent.

Vor dem Hintergrund dieser Zahlen, erscheint es nicht gerechtfertigt, die Schuldendienstfähigkeit von Ländern bereits bei Erreichen von Zinshöhen um die 7% pauschal in Frage zu stellen und immer größere Rettungsschirme aufzuspannen. Zumal man berücksichtigen muss, dass von Zinssteigerungen nicht der gesamte Schuldenstand eines Landes sofort betroffen ist, sondern immer nur ein Teil. Je langfristiger die Staatsverschuldung ist, umso geringer ist der Teil der Verschuldung, der jeweils vor der Fälligkeit steht und der dann zu einem aktuell höheren Zins refinanziert werden muss.

Die bislang wenig erfolgreichen Versuche der zinsorientierten Geldpolitik, mit lang anhaltenden Phasen einer Niedrigstzinspolitik, in der Regel noch ergänzt um massive Liquiditätsbereitstellungen, wirtschaftliche Krisen zu bekämpfen, haben letztlich dazu geführt, dass niedrigste Zinsen praktisch als ein Normalzustand aufgefasst werden, an die man sich schnell gewöhnt hat. Abweichungen von dieser Normalität werden als Störungen bzw. als Gefahr wahrgenommen. „Schlagartig werden in Europas Schuldenkrise Zinssätze als gefährlich wahrgenommen, die vor einigen Jahren noch vollkommen normal waren, Das ist ein typisches Blasenphänomen: Die Menschen gehen davon aus, dass ein paradiesischer Zustand ewig hält. (...) Plötzlich hält jeder das höhere Zinsniveau für ungerechtfertigt...“ (Bernau 2012). Deshalb lässt sich die These aufstellen, dass der Paradigmawechsel in der Geldpolitik von der Geldmengenzielorientierung hin zur Zinsorientierung, mit einer viel stärkeren Ausrichtung auf die Konjunktursteuerung und mit ihren deshalb lang anhaltenden Phasen niedrigster Zinsen, die Ausweitung der europäischen Schuldenkrise zumindest begünstigt hat. „Sieben Prozent Zinsen sind also nur dann eine Krise, wenn sie dazu definiert werden. Heute ist das so...“ (Bernau 2012).

5. Zusammenfassung

Der Wandel in der Geldpolitik von einer Strategie der Geldmengenzielorientierung zu einer Strategie der Zinsorientierung hat zu einem Wandel in der Bedeutung monetärer Größen für die geldpolitische Analyse geführt. Während im Rahmen einer Geldmengenzielorientierung monetäre Mengenaggregate im Zentrum der Beobachtung standen und Zinsen bzw. Zinshöhen als praktisch endogene Größen allenfalls von sekundärem Interesse waren, konzentriert sich die Geldpolitik heute primär auf die Steuerung der Zinsen. Die Entwicklung der monetären

Mengenaggregate, als nunmehr endogene Größen, haben ihre Bedeutung für die geldpolitische Analyse praktisch verloren. Massive Liquiditätsbereitstellungen der Zentralbanken zur Umsetzung oder Unterstützung der zinspolitischen Vorstellungen stellen heute nach Auffassung der führenden Zentralbanken keine Gefahr für die Durchführung und den Erfolg der Geldpolitik dar.

Dieser Einstellungswandel lässt sich auch anhand der Geldpolitik der EZB aufzeigen. Der EZB ist heute sehr daran gelegen, dass sich ihre am Geldmarkt auf den Weg gebrachten Zinsvorstellungen möglichst umgehend und unverzerrt in den Zinssätzen der übrigen monetären Märkte widerspiegeln. Dazu sind Zinsschwankungen am kurzfristigen Geldmarkt gegebenenfalls auch durch übermäßige Liquiditätsbereitstellungen (Über-Benchmark-Zuteilungen) zu minimieren. Abweichungen zwischen den langfristigen Zinssätzen in den Ländern der EWU betrachtet die EZB als Störungen der zinspolitischen Transmission, denen es notfalls mit Interventionen der Zentralbank an den Staatsanleihemärkten zu begegnen gilt. Allerdings lässt sich zeigen, dass unterschiedliche nationale Kapitalmarktzensentwicklungen in Ländern einer Währungsunion durchaus auf ökonomisch rationalen Gründen basieren können.

Im Zuge der Zinsorientierung der Geldpolitik sind Leitzinsen nahe Null praktisch zur Normalität in der Reaktion auf Wirtschaftskrisen geworden. Das geldpolitische Interesse an möglichst niedrigen Zinsen sowie die Einstufung von Zinserhöhungen in den langfristigen Marktsegmenten als Störungen der zinspolitischen Transmission und damit als schädlich für die Geldpolitik haben letztlich zu einer generellen Fehleinschätzung von Zinssteigerungen in der Öffentlichkeit und zu gravierenden Fehleinschätzung der Schuldendienstfähigkeit verschiedener Länder durch die allgemeine Politik geführt. In der Folge davon werden Länder zu früh oder vorschnell als rettungsbedürftig eingeschätzt und unter Rettungsschirme gezogen. Insofern hat der Übergang zur zinsorientierten Geldpolitik die Ausweitung der europäischen Schuldenkrise begünstigt.

Literaturverzeichnis

1. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ 2001), 71. Jahresbericht, Basel, Juni 2001.
2. **Bernau, Patrick** (2012), Schuldenkrise: Die bösen sieben Prozent, in FAZ.net: www.faz.net/aktuell/wirtschaft/europas-schuldenkrise/schuldenkrise-die-boesen-sieben-prozent-zins-11842991.html, Frankfurt am Main, 03.08.2012.
3. Deutsche Bundesbank (2007), Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf, in Geschäftsbericht 2007, S. 35-37.
4. Europäische Zentralbank (2000), Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB, in: Monatsbericht November 2000, S. 41-53.
5. Europäische Zentralbank (2003), Ergebnis der von der EZB durchgeführten Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, in: Monatsbericht Juni 2003, S. 87-102.
6. Europäische Zentralbank (2004), Veröffentlichung der Benchmark-Zuteilung bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, in: Monatsbericht April 2004, S. 20-23.

7. Europäische Zentralbank (2008), Monetäre und finanzielle Entwicklung, 2.1 Geldmenge und MFI-Kredite, in: Monatsbericht Juni 2008, S. 20-28.
8. Europäische Zentralbank (2011) Jahresbericht 2010, Frankfurt am Main 2011.
9. Europäische Zentralbank (2012 a), Pressekonferenz, Einleitende Bemerkungen, Frankfurt, 6. September 2012.
10. Europäische Zentralbank (2012 b) Technische Merkmale der geldpolitischen Outright-Geschäfte, Pressemitteilung, 6. September 2012.
11. Frankfurter Allgemeine Zeitung (FAZ 2012), Neue Runde der quantitativen Lockerung, in: FAZ vom 14.09.2012, Nr. 215, S. 23.
12. **Friedman, Milton** (1982), Monetary Policy. Theory and Practice, in Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 14, No. 1, February 1982, S. 98-118.
13. Internationaler Währungsfonds (IMF 2001), International Financial Statistics – Yearbook 2001, Washington 2001.
14. **Papademos, Lucas** (2006), The Role of Money in the Conduct of Monetary Policy, in European Central Bank (Ed.), The Role of Money – Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century, Fourth ECB Central Banking Conference 9.-10- November 2006, S. 194-205.
15. **Rohde, Armin** (1985), Mengensteuerung und Zinssteuerung. Eine Analyse monetärer Steuerungsstrategien, Berlin 1985.
16. **Rohde, Armin** (2006), Transparency, Predictability and Credibility as Principles of the Eurosystem's Monetary Policy, in Faculty of Economics and Management, University of Szczecin (Ed.), Baltic Business Development, Finance and Currency, Szczecin 2006, S. 189-202.
17. **Scherf, Dyrk** (2011), Europa im Bann der Todeszinsen, in FAZ.net: www.faz.net/aktuell/finanzen/anleihen-zinsen/geldanlage-europa-im-bann-der-todeszinsen-11519108.html, Frankfurt am Main, 10.11.2011.
18. **Stark, Jürgen** (2006), The Role of Money, in European Central Bank (Ed.), The Role of Money – Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century, Fourth ECB Central Banking Conference 9.-10- November 2006, S. 16-24.
19. **Worms, Andreas** (2012), Die Geldpolitik des Eurosystems in der Krise, Handout zum Vortrag auf der Veranstaltung „Bundesbank im Dialog“, Neubrandenburg, 12. September 2012.

CHANGE IN MONETARY POLICY AND ENLARGING EFFECTS ON THE EUROPEAN DEBT CRISIS

Armin Rohde
Ernst-Moritz-Arndt-Universität Greifswald

Fundamental changes with enormous consequences took place in monetary policy strategy during the last 10 to 15 years especially in leading industrialized countries. You can describe this change from concentrating monetary policy on developments of the quantity of money, based on monetarism thinking, in the times before to focusing strictly on developments of interest rates and interest rate levels, based on Neo-Keynesian thinking, nowadays. This change in monetary policy can be analysed in the case of the European Central Bank (ECB) too. In the middle of the year 2003 the ECB changed the two pillars of its monetary policy strategy and banished the role of quantity of money as the up to then most important indicator of inflation pressure into the second pillar, which means, that developments of the quantity of money would have only minor importance for predicting inflation dangers. It can be shown too that since the end of the year 2004 the ECB concentrated its monetary policy on stabilizing short term money market interest rates, i.e. minimizing the so called EONIA-Spread (that means the deviations of the short term money market interest rate, the euro overnight index average, from the key interest rate of the ECB, the rate of the main refinancing operations). In doing so, the quantity of central bank money the ECB has to provide has become an endogenous variable. This shows that the ECB's monetary policy is concentrated on steering interest rates and not on steering quantity of money anymore.

This change in monetary policy is one important reason for expansions of the European debt crisis since 2010. Within this new monetary policy regime, interest rate levels on the one hand and the transmission of interest rate policy measures to the interest rates of the other financial markets on the other hand, have become a very important role in central banking policies of today. For example rising long term interest rates in one or two countries of the European monetary union, while holding the key interest rate on a low level, are in the sense of the ECB disturbances of the interest rate transmission process which needs to meet if necessary by unconventional measures. On the other hand, to guarantee a sure and strict transmission of interest rate policy measures, which have its starting point on the short-term money market, and which should radiate to long-term interest rates on the capital market the ECB, if necessary, uses outright monetary transactions in secondary markets for sovereign bonds in the euro area. The main reason for acting in that manner is to avoid rising of long-term interest rates and to guarantee low levels of interest rate in the sovereign bonds markets.

Under such circumstances rising interest rates, especially rising of the long term interest rates, are viewed as harmful not only for monetary policy but also for the general economic development. For the general policy rising long term interest rates are harmful because the indebted countries get difficulties to bear their debt services. So it is not surprising that in the case of rising long term interest rates

monetary policy as well as general policy actors are calling for countermeasures. It is interesting to see, that today in the Euro currency area interest rate levels of 6% to 7% are viewed as absolutely intolerable or as no longer financially viable for indebted countries.

But this view is neglecting how high interest rates had been in the past, without disturbing the economic development of the European problem countries of today. In comparison: In Germany the average yield of capital market bonds amounted 7.35% from 1970-1999. The average yield of government bonds in Italy amounted 11.57% from 1984 – 1996 and 12.4% during that period in Spain. The average yield of bonds with ten years of maturity in Greece amounted 19.6% from 1989-1995. It is worth to mention that these high interest rate levels took place at the background of monetary policy strategies of that time, which are quite different than monetary policy strategies of today

But independent of the monetary policy strategies: At the background of this data it is not justified to see interest rate levels of 6% to 7% as an unmitigable proof of severe debt service problems of indebted countries. In the paper it is argued that a change of mind in judging or in underestimating the bearability of debt services of indebted countries can be put down to the fact that monetary policy changes its strategy from not concentrating on developments of the quantity of money anymore to the focus of steering interest rates within the whole spectrum of financial markets. And as that kind of monetary policy strategy is concentrating on low interest rate levels especially to overcome economic crisis situations a new assessment of interest rate levels among economists and politicians came into force. In so far one main reason for enlarging effects on the European debt crisis can be found in changes of monetary policy strategy.