

GELDPOLITIK: DIE EZB ALS „KRISENFEUERWEHR“?

SEIT ETWA FÜNFZEHN JAHREN IST DIE EUROPÄISCHE ZENTRALBANK VERANTWORTLICH FÜR DIE GELDPOLITIK IM EURORAUM. DAMALS LIESSEN SICH AKTUELLE HERAUSFORDERUNGEN, WIE DIE INSTABILITÄT DES FINANZSEKTORS, DIE REFINANZIERUNGSPROBLEME DER STAATEN UND DIE GEFAHR EINER DEFLATION ALS FOLGE DER AUSTERITÄTSPOLITIK KAUM ABSCHÄTZEN.

Seit 1999 ist die Europäische Zentralbank (EZB) für die Durchführung der Geldpolitik im Euroraum verantwortlich. Im Gegensatz zu anderen Zentralbanken, wie etwa der amerikanischen Federal Reserve Bank oder der Bank of England richtet sich das vorrangige Ziel der EZB einzig darauf „die Preisstabilität zu gewährleisten.“¹ Die „allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, d.h. ein hohes Be-

scheidend zur Verhinderung einer weiteren Eskalation der Krise bei.

Während dessen hat sich die wirtschaftliche Entwicklung in Europa – nicht zuletzt aufgrund der Austeritätspolitik – stark eingetrübt. Für die EZB speziell alarmierend dürfte vor allem die drohende Deflation sein, denn diese gefährdet auch ihr primäres Ziel, die Preisstabilität. Ein Umstand, der bei jenen, die diesbezüglich vor allem

Geschäftsbanken von den nationalen Zentralbanken übernommen wird, fallen dort auch die Zinsgewinne bzw. die Haupteinnahmen an, die entsprechend dem nationalen Kapitalanteil am Euro-System umverteilt werden. Weitere Aktivitäten sind der direkte langfristige Kauf oder Verkauf von Wertpapieren (Variation der Geldmenge) und die Bewirtschaftung und Bewertung der Gold-

„Negatives Eigenkapital“ würde bei einem normalen Unternehmen eine sofortige Insolvenz verursachen, denn es wäre zahlungsunfähig. Für die Zentralbank gilt dies jedoch nicht!

schäftigungsniveau und ein beständiges, nichtinflationäres Wachstum“ soll ebenfalls unterstützt werden, aber nur „soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist“.²

Im Mai 2010 wurde nahe an der Eskalation der Krise beschlossen, dass die EZB Staatsanleihen in nicht genannter Höhe kaufen würde, was einer historischen Kehrtwende gleichkam. Im Juli 2012 flammte die Krise erneut auf. Es wurde über den Austritt Griechenlands aus der Eurozone spekuliert und die „Ansteckung“ anderer Staaten und Banken stand im Raum. Mit einem Finanzkollaps Italiens wäre der „Euro-Rettungsschirm“ überfordert gewesen. In dieser Situation kündigte EZB-Präsident Mario Draghi an, die EZB werde „alles Notwendige tun“, um den Euro zu erhalten, „(...) und glauben sie mir, es wird genug sein.“ Von da an wird davon ausgegangen, dass die EZB notfalls „unbegrenzt“ Staatsanleihen kauft. Alleine aufgrund dieser Ankündigung sanken sämtliche Risikoaufschläge auf Staatsanleihen und die Lage entspannte sich.³ Das sogenannte Outright-Monetary-Transactions-Programm (OMT-Programme) führte aber auch zu schweren inhaltlichen Kontroversen, und seine Zulässigkeit wird aktuell vom EuGH geprüft.⁴ Zusätzlich trug die EZB mittels Versorgung der Banken mit Liquidität ent-

Inflationsgefahren im Kopf haben, ein Umdenken erfordern mag. Somit griff die EZB jüngst zu einem Bündel von Maßnahmen, nämlich einer Senkung des Leitzinses und einer Verdoppelung des Strafzinses für von Banken bei der EZB „geparktes“ Geld. Umstritten ist der Ankauf von forderungsbesicherten Wertpapieren bzw. Asset Backed Securities (ABS).

und Devisenreserven. Kommt es in einem Teilbereich zu Verlusten, können diese ausgeglichen werden durch einen Rückgriff auf die Rücklagen („Reservefonds“), die Gegenverrechnung aus Überschüssen aus anderen Bereichen, durch die Einbehaltung der Ausschüttungen an die nationalen Zentralbanken (die „Aktionäre“ der EZB) oder eine

Bei gleichzeitig restriktiver Geld- und Fiskalpolitik kommen Staaten unter erheblichen Druck in Richtung Kürzung sozialer Ausgaben, Privatisierungen und „Strukturreformen“.

Folgende Fragen werden in der Debatte rund um Geldpolitik damit wieder aufgeworfen:

- 1) Was passiert, wenn die EZB Verluste macht?⁵
- Was passiert, wenn bei einem Ausfall von (möglicherweise) gekauften Wertpapieren Verluste bei der EZB entstehen? Grundsätzlich sind Verluste einer Zentralbank keineswegs selten, denn das finanzielle Ergebnis ergibt sich aus der Summe mehrerer Geschäftsaktivitäten. Da die Geldversorgung der

Reduktion des Kapitals. Nicht vorgesehen ist, dass Verluste an die „Aktionäre“ durchgereicht, geschweige denn von den nationalen Regierungen eingefordert werden. Bis jetzt konnte die EZB durchsetzen, dass Staatsanleihen im Besitz des Euro-Systems von Schuldenschnitten und Moratorien ausgenommen sind. Einzig die Zinsgewinne aus griechischen Staatsanleihen leiten die Euro-Staaten an Griechenland zurück.

- Was passiert aber zum Beispiel bei einem Schuldenschnitt mehrerer Euroländer, wenn damit Rückstellungen,

Rücklagen und das Kapital der EZB aufgezehrt wären? Wahrscheinlich würde die EZB ihren Reservefonds auflösen, Gewinne aus anderen Bereichen gegenrechnen und den Restbetrag zu Lasten des Kapitals buchen. Dies würde bei einem normalen Unternehmen eine sofortige Insolvenz herbeiführen, denn es wäre zahlungsunfähig. Für die Zentralbank gilt dies jedoch nicht! Da die Zentralbank über das Recht zur Schaffung von Geld verfügt, ist sie – quasi per Definition – stets zahlungsfähig, solange es sich um Zahlungsverpflichtungen in eigener Währung handelt. Es käme zwar zu einer entsprechend hohen Zahl mit negativen Vorzeichen in ihren Büchern, was aber im juristischen und geldtheoretischen Sinn kaum Konsequenzen hätte. Sehr wohl wäre aber mit einer starken Verunsicherung am Finanzsektor zu rechnen, was keineswegs unterschätzt werden sollte.

II) Droht eine Hyperinflation?

Oft wird gegen expansive Geldpolitik ein Treffen geführt, dass es durch die Ausweitung der Geldmenge zu (Hyper-)Inflation kommen würde. Auch wenn im Euroraum derzeit viel eher Deflation droht, hält sich diese Sichtweise hartnäckig. Tatsächlich braucht es aber für Inflation eine hohe Auslastung der Produktionskapazitäten und stark steigende Kosten, die die Unternehmen in Form höherer Preise weitergeben. Bedingungen, die derzeit mitnichten vorherrschen. Vielmehr ist die Verhandlungsmacht der ArbeitnehmerInnen aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit geschwächt, sodass es zu einer Dämpfung des Lohn- und Preisanstiegs kommt, was wiederum zu

Europas Wirtschaft befindet sich in einer schweren Krise, die nicht durch Geldpolitik alleine gelöst werden kann.

Nachfragemangel und Deflation führt. Besonders ungünstig ist dabei, dass die Schuldenlast dadurch „schwerer“ wird.⁶

Sollte die Krise derart eskalieren, dass bei der Zentralbank „negatives Eigenkapital“ entstünde, ginge dies mit einer schweren Rezession einher, sodass Inflationsrisiken das geringste Problem wären, im Gegenteil. Sollte sich die Wirtschaft später erholen und es zu einer relevanten Inflationsgefahr kommen, müsste die geschaffene Geldmenge wieder neutralisiert werden, zum Beispiel durch eine Erhöhung des Leitzinses.

Die Rolle der Geldpolitik im Rahmen neoliberaler Wirtschaftspolitik. Darüber hinaus ist die Geldpolitik eng mit der „Realwirtschaft“ verknüpft. Vor allem jene, die den Einfluss der öffentlichen Hand so weit wie möglich zurückdrängen möchten, plädieren für eine restriktive Geld- und Fiskalpolitik bei weitgehend liberalisierten und deregulierten Märkten. Damit geraten Staaten unter erheblichen Druck, soziale Ausgaben zu kürzen, Privatisierungen und „Strukturre-

formen“ durchzuführen. Wobei sich hinter dem Begriff „Strukturreformen“ weniger fortschrittliche Reform sondern vor allem ein Rückbau von Standards im Sozialbereich und der Arbeitswelt und ein erhöhter Druck auf Löhne verbirgt. Aber auch im Rahmen des OMT-Programms wird nur Unterstützung gewährt, wenn strenge Auflagen zur Durchführung von „Strukturreformen“ eingehalten werden.⁷ Mancherorts sind aber jegliche „Eingriffe in den Markt“ vom Grundsatz her unerwünscht. So meint Othmar Issing, ehemals Mitglied des EZB-Direktoriums und Chefvolkswirt der deutschen Notenbank: „Länder führen offenkundig nur dann Reformen durch, wenn die Märkte schlechte Politik bestrafen.“⁸ Auch jüngst kam es zur Kontroverse zwischen Mario Draghi und Angela Merkel, nachdem die EZB für Investitionsprogramme plädierte, und Draghi die Regierungen der Euro-Zone „ermuntert“ haben soll, ihren Volkswirtschaften mit „unterstützender Fiskalpolitik“ Schub zu verleihen.⁹

Wie eisern an der „Markt-Ideologie“ und dem damit einhergehenden Druck auf Staaten festgehalten wird, zeigt sich im Umstand, dass es sich bei den aktuellen Maßnahmen der EZB nicht um einen Kauf von Staatsanleihen handelt, sondern um einen Ankauf von umstrittenen privaten Finanzprodukten, also von ABS.¹⁰ Das Kalkül dahinter: Banken verbriefen ihre Kredite gegenüber Unternehmen und verkaufen diese so an die EZB, sodass sie ihre eigenen Bilanzen bereinigen, und wiederum Kredite vergeben. Doch dies ist alles andere als risikolos. Einerseits spielten ABS-Papiere

eine fatale Rolle bei der Finanzmarktkrise, zumal sich damit Risiken nicht nur streuen, sondern auch verstecken lassen. Andererseits dürfte es auch darum gehen, den ABS Markt, der sich in Europa bis heute nicht „erholt“ hat, wieder zu beleben. Interessant ist, dass die EZB den weltweit größten Vermögensverwalter Blackrock für die Entwicklung des Kaufprogramms engagiert hat.¹¹ Abgesehen davon kann diese Aktion auch ein Hinweis darauf sein, dass es nicht

nur um die Bekämpfung von Deflation geht, sondern auch um die Stabilisierung des Finanzsektors, der so seine Bilanzen „entlasten“ kann.

Schlussfolgerungen. Die EZB und die nationalen Zentralbanken könnten auch bei einem extrem negativen Szenario grundsätzlich weiterbestehen, da sie immer „zahlungsfähig“ sind, und sie zur Erfüllung ihrer geldpolitischen Funktion grundsätzlich kein positives Eigenkapital brauchen. Dennoch sollten derartig hohe Verluste dringend vermieden werden, da diese – vor allem ohne vorbereitende Diskussion – zu einer tiefen Verunsicherung führen würden. Dabei dürfen sämtliche Maßnahmen aber nicht nur entlang der damit verbundenen Risiken bewertet werden, sondern auch im Hinblick auf vermiedene Gefahren. So ist eine „Verlagerung“ großer wirtschaftlicher Schäden in die Bilanz der EZB wohl ein geringeres Übel als die Folgen einer Deflation, eines Zusammenbruchs der Währungsunion oder eines Verlusts der Finanzstabilität. Dabei ist ein Ankauf von Staatsanleihen viel eher zu befürworten als der Ankauf äußerst umstrittener Finanzprodukte von privaten Banken.

Mehrere Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise befindet sich Europas Wirtschaft noch immer in einem „Tal“, aus dem es mit Hilfe von Geldpolitik alleine keinen Ausweg gibt. Denn die strikte Kürzungspolitik brachte eine wirtschaftliche Flaute, hohe Arbeitslosigkeit und erhöhte die Instabilität. Bei negativen Aussichten werden keine Investitionen getätigt und Kredite nachgefragt, auch wenn die Zinsen noch so niedrig sind. Zusätzlich trägt die tiefe Kluft in der Einkommens- und Vermögensverteilung zur schwierigen Lage bei. Demgegenüber wür-

Sämtliche Maßnahmen dürfen aber nicht nur entlang der damit verbundenen Risiken bewertet werden, sondern auch im Hinblick auf vermiedene Gefahren.

de eine angemessene Besteuerung hoher Vermögen zu stabilen öffentlichen Haushalten beitragen und etwa öffentliche Investitionsprogramme ermöglichen, unabhängig von „Notprogrammen“ durch die EZB. Aber auch durch eine effiziente Regulierung des Finanzsektors würde die Rolle der EZB als „Krisenfeuerwehr“ letztlich obsolet.

Judith Vorbach, AK Oberösterreich,
Abteilung für Wirtschafts-, Sozial- und Gesellschaftspolitik.

- 6) Falter Ökonomie Nr. 34a/2014, Die Krise verstehen, Gegensatzpaare der Krise I, Hyperinflation oder Deflationsgefahr?, S. 25
- 7) Foliensatz Lukas Oberdorfer „Vorabentscheidungsverfahren gegen den Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB“
- 8) Handelsblatt 15.7.2013, Othmar Issing „Wir brauchen die Kontrolle durch die Märkte“
- 9) Der Spiegel 36/2014, Eine Frage des Glaubens, S. 25f.
- 10) Spiecker F., Geldpolitik am Ende oder Neuanfang? <http://www.flassbeck-economics.de/geldpolitik-am-ende-oder-am-neuanfang/>.
- 11) Handelsblatt 2.9.2014, Draghis Plan B

- 1) Artikel 127 Absatz 1 des AEU-Vertrags
- 2) Bischoff J., Detje R., Die große Krise der Euro-Zone. Konstruktion – Fehlsteuerung – Alternativen, in: Europa im Schlepptau der Finanzmärkte, Joachim Bischoff et. al, Hamburg 2011, S. 83
- 3) FAZ, „Whatever it takes“ Mit drei magischen Worten in die neue Eurowelt, 25.7.2014
- 4) Zeit online, Verfassungsgericht lässt EZB-Anleihekäufe vom EuGH prüfen, 7.2.2014
- 5) Vgl. dazu Troost A., Hersel P., Was passiert, wenn die EZB Verluste macht? Die Gefahren für die SteuerzahlerInnen und Inflation sind erfreulich begrenzt

EU-Infobrief: Europa und Internationales in kritischer und sozialer Perspektive – kostenlos beziehen

Bestellen!

Unter <http://wien.arbeiterkammer.at/infobrief-bestellen> können Sie den EU-Infobrief kostenlos bestellen.



Der EU-Infobrief erscheint 5x jährlich im digitalen Format und liefert eine kritische Analyse der Entwicklungen auf europäischer und internationaler Ebene. Die Zeitschrift der Abteilung EU & Internationales der AK-Wien fokussiert dabei Themen an der Schnittstelle von Politik, Recht und Ökonomie. Anspruch ist nicht nur die Prozesse in den europäischen Institutionen zu beschreiben, sondern auch Alternativen zur Hegemonie des Neoliberalismus zu entwickeln. Kurze Artikel informieren in prägnanter Form über aktuelle Themen. Langbeiträge geben den Raum für grundlegende Analysen, Buchbesprechungen bieten eine kritische Übersicht einschlägiger Publikationen.

