

Zehn Argumente gegen Quantitative Easing und den Ankauf von Staatsanleihen durch das Eurosystem¹

19

Thomas Jost* und Franz Seitz**

Am 22. Januar 2015 hat der EZB-Rat ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten, das sogenannte »Quantitative Easing«, beschlossen. Thomas Jost und Franz Seitz kommentieren diese Entscheidung und ihre Konsequenzen.

Der EZB-Rat hat am 22. Januar 2015 ein erweitertes Programm zum Ankauf von Vermögenswerten, das sogenannte »Quantitative Easing«, im Umfang von mehr als einer Billion Euro beschlossen. Es beinhaltet den Kauf von Staatsanleihen durch die EZB und die nationalen Notenbanken, letzteres koordiniert über die EZB, bis zu einem Maximalwert von 33% der ausstehenden Staatsschuld eines Mitglieds der Währungsunion. Das Programm kann noch ausgeweitet werden und hat kein definitives Ende. Viele Gründe sprechen gegen dieses währungspolitische Experiment, das mit hohen Risiken und falschen Anreizen verbunden ist.

(1) Ein Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB oder die nationalen Notenbanken des Eurosystems ist nicht Geldpolitik, sondern Staatsfinanzierung, auch wenn die Anleihen nicht direkt von den emittierenden Staaten übernommen werden. Den nationalen Schatzämtern dürfte es im Allgemeinen nicht schwer fallen, Banken Staatsanleihen für eine begrenzte Alibiperiode zu verkaufen, die diese dann sicher an ihre Notenbanken weiterreichen können.

(2) Die EZB nimmt durch dieses Programm Reformdruck von den Ländern des Euroraums. Es passt in das Bild, das in den letzten Wochen der Stabilitäts- und Wachstumspakt erneut gelockert und »flexibilisiert« wurde.

(3) Das Programm entfaltet damit falsche Anreize und fördert ein substanzielles Moral-Hazard-Verhalten. Für Länder, die ihre Finanz-, Güter- und Arbeitsmärkte nur unzureichend reformieren oder gar von Reformen abrücken wollen, bietet es eine willkommene Hilfe. Für Länder hingegen, die die Anpassungsprogramme

der Troika weitgehend umgesetzt haben, ist es eher ein Schlag ins Gesicht. Die Botschaft an zukünftige Problemländer ist nur allzu klar.

(4) Durch den Ankauf von Staatsanleihen nehmen die Notenbanken unkalkulierbare Risiken in ihre Bilanzen, die im Fall von Kursverlusten oder eines Schuldenschnitts letztlich von den Steuerzahlern getragen werden müssen. Auch wenn die nationalen Notenbanken nur nationale Staatsschuldtitel ankaufen, könnten dennoch auch in Deutschland massive Verluste drohen, da es im Fall einer Kapitalflucht aus einem Krisenstaat zu einem Abfluss des geschaffenen Zentralbankgelds der dortigen Banken in das Ausland kommt, wodurch die Target-Forderungen der Deutschen Bundesbank wieder ansteigen werden. Diese sind dann wertlose Auslandsforderungen Deutschlands, da sie bei einem möglichen Austritt eines Krisenlandes aus dem Euro wahrscheinlich nicht mehr getilgt werden. Zudem erscheint es wenig glaubwürdig, dass im Krisenfall nicht einzelne Staaten von den übrigen Unionsländern unterstützt werden. Da die Anleihekäufe entsprechend der Kapitalanteile der Mitgliedsländer stattfinden sollen, muss die Bundesbank nach den Beschlüssen entsprechend ihrem hohen Kapitalanteil die umfangreichsten Staatsanleihekäufe tätigen. Dennoch erscheint im Fall einer Krise eine asymmetrische Verteilung nicht ausgeschlossen, wodurch es in Kombination mit den ELA-Krediten zu einer Renationalisierung der Geldpolitik kommt – eine für eine Währungsunion groteske Situation. Käufe von Bundesanleihen durch die Deutsche Bundesbank, deren Präsident gegen das beschlossene Programm ist, sind zudem ökonomisch und rechtlich bedenklich. Das Bundesverfassungsgericht wird sich sicherlich mit Klagen gegen eine indirekte Staatsfinanzierung beschäftigen müssen.

(5) Das Aufkaufprogramm bedeutet eine Subventionierung von staatlichen Schuld-

¹ Der Beitrag ist auch erschienen in *Ökonomenstimme*, 28. Januar 2015.

* Prof. Dr. Thomas Jost ist Professor an der Hochschule Aschaffenburg.

** Prof. Dr. Franz Seitz ist Professor an der Ostbayerischen Technischen Hochschule Weiden.

nern und kriselnden Banken, also der unproduktivsten Sektoren in der Volkswirtschaft. Die private Realwirtschaft, die als einzige zur Schaffung von Arbeitsplätzen und Wirtschaftswachstum in größerem Umfang fähig ist, wird dadurch nicht erkennbar profitieren.

(6) Durch den Ankauf von Staatsanleihen soll die konsolidierte Bilanz des Eurosystems um mehr als eine Billion Euro wachsen. Die Zentralbankgeldeinlagen des Bankensystems, von dem die Notenbanken die Staatspapiere erwerben müssen, werden im gleichen Umfang zunehmen. Gesunde Banken haben im letzten Jahr ihre Guthaben bei der Zentralbank deutlich zurückgeführt, für die sie praktisch keine Zinsen bekommen bzw. im Fall von Überschussreserven sogar Zinsen zahlen müssen. Es ist zu erwarten, dass das zusätzliche Zentralbankgeld »wie eine heiße Kartoffel« im Bankensystem weitergereicht wird. Dadurch entsteht kein zusätzliches Geld in der Wirtschaft, wie der Öffentlichkeit oder auch den Medien suggeriert wird (»die EZB pumpt Geld in die Wirtschaft« – diese Aussage ist falsch). Insbesondere die Banken in den Problemländern dürften keine Anreize haben, zusätzliche Kredite zu vergeben.

(7) Die EZB beabsichtigt mit dem QE-Programm, die Kreditvergabe der Banken und die Investitionstätigkeit anzukurbeln. Sie hat für den Übertragungsweg, den geldpolitischen Transmissionsmechanismus des Staatsanleihekaufs auf die Investitionsentscheidungen von Unternehmen, keine überzeugende Begründung geliefert. Die Zinsen für Staatsanleihen im Euroraum sind auf Rekordtiefständen, die Banken können sich praktisch zum Nulltarif und unbegrenzt Zentralbankgeld beschaffen. Die Kreditzinsen der Banken und ihre Entscheidung, einem riskanten Schuldner Kredit zu gewähren, werden nicht mehr von Restriktionen und den Kosten einer Refinanzierung bei der Notenbank beeinflusst. Wie sollte dann die Übertragung auf die Privatwirtschaft funktionieren, wenn sie bisher schon zu einem Refinanzierungssatz von praktisch null nicht stattfand? Was die EZB allerdings schafft, ist eine weitere Abwertung des Euro, mit ihren negativen Wirkungen auf andere Länder (siehe z.B. die Schweiz) und deren eventuelle Reaktionen auf diese beggar-thy-neighbour policy. Zudem hat die EZB ein Kursfeuerwerk an den Aktien- und Anleihemärkten entfacht. An diesen Märkten entstehen Gewinne, zumindest auf dem Papier, die aber nicht zwangsläufig zu mehr Vertrauen und einem verbesserten Konsum- und Investitionsverhalten führen. Vielmehr wachsen die Gefahren von Vermögenspreisblasen und deren Platzen, wenn die politischen Entscheidungsträger im Umfeld der kommenden Wahlen in Europa »euphorisiert« von den Geldspritzen der Notenbanken den mühsam in Gang gekommenen Reformprozess verlassen.

(8) Die EZB begründet die Notwendigkeit des QE-Programms mit dem Risiko einer deflationären Entwicklung im Euroraum. Der Rückgang der Inflationsrate ist vor allem auf

die stark gefallen Ölpreise zurückzuführen, die von der Notenbank ohnehin nicht zu beeinflussen sind. Die Kerninflationsrate liegt im Euroraum stabil bei rund 0,8%, das ist keine Deflation. In der Vergangenheit hat die EZB bei ölpreisgetriebenen Preissteigerungsraten über 2% nicht reagiert, wieso jetzt im gegenteiligen Fall? Darüber hinaus wirken die Reformmaßnahmen in den Krisenländern endlich, wodurch diese über Preissenkungen wettbewerbsfähiger werden. In der Eurozone sind breit angelegte Lohnsenkungsrunden und eine Entkopplung der (langfristigen) Inflationserwartungen, die mit einer Deflation verbunden wären, nicht zu erkennen.

(9) Die sinkenden Öl- und Energiepreise kommen in der Eurozone allen Verbrauchern und Unternehmen zugute und wirken wie ein kostenloses Konjunkturprogramm. Der Effekt von QE auf die Inflationsrate im Euroraum wird nach Schätzungen der EZB nur sehr klein sein (man rechnet mit einem Anstieg der Inflationsrate von 0,2 bis 0,6 Prozentpunkten). Warum wendet man es aber an, wenn der Effekt gering und unsicher, die Risiken dagegen groß und manifest sind? Es ist eine Art »Verzweiflungstat«, die die Märkte gerade nicht wirklich beruhigt. Die Erwartungen der Banken an das Programm sind Befragungen zufolge sehr gering, obwohl sie angeblich begierig auf das Programm warten – auch eine gewisse Absurdität der gegenwärtigen Lage.

(10) Die Politik der EZB ist gefährlich. Sie suggeriert den Märkten und der Politik, dass sie die »einzige handlungsfähige Institution« im Euroraum ist (eine Aussage, die man auch bei vielen Vorträgen von EZB-Vertretern hört, insbesondere wenn man sich gegen Kritik von Professoren »aus dem Elfenbeinturm, die nichts entscheiden müssen«, verwahrt). Diese Haltung zeugt nur von Selbstüberschätzung, vor allem wenn man eine Geldpolitik an der 0%-Linie betreibt. Die Notenbank ist nicht, anders als es ihr Präsident vorgegeben hat, in der Lage, den Status quo der Eurozone zu garantieren. Ein professioneller, abwartender geldpolitischer Kurs, der die umfangreichen geldpolitischen Maßnahmen der letzten zwölf Monate wirken lässt und diese sodann kritisch evaluiert, könnte eine nachhaltige Wirkung auf die Finanzmärkte ausüben und den Fokus dorthin richten, wo gehandelt werden muss. Die Wirtschaftspolitik muss ihre Hausaufgaben endlich machen, damit die Eurozone stabiler und wettbewerbsfähiger wird. Eine einheitliche Geldpolitik in einer Währungsunion sollte erst gar nicht dem kostspieligen Irrtum nachlaufen und suggerieren, sie könne regionale, konjunkturelle oder gar strukturelle Probleme lösen.