

Geldpolitik, fiskalische und finanzielle Dominanz

Exklusiver Bericht für ACATIS Investment: Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld, Universität Freiburg und Walter Eucken Institut

Vor wenigen Tagen, am 6. Juni, hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Leitzinsen um 25 Basispunkte gesenkt – den Hauptrefinanzierungssatz auf 4,25%, den Einlagensatz auf 3,75%. Angesichts des steilen Rückgangs der Inflationsrate im Vergleich zum jeweiligen Vorjahresmonat fürchtet die EZB, die restriktive Wirkung ihrer Geldpolitik zu überziehen und – mit der üblichen Zeitverzögerung – eine zu starke Disinflation zu verursachen. Obwohl die Inflationsraten im Euro-Raum zuletzt wieder etwas angezogen hatten, die EZB sich sehr bewusst ist, dass der Weg zur Rückkehr zum Inflationsziel – die „letzte Meile“ – holprig sein könnte, und die EZB selbst ihre Inflationsprognose für das Jahr 2025 angehoben hat, ist dieser Zinsschritt vertretbar. Die EZB will es vermeiden, die Eurozone insgesamt in eine Rezession zu prügeln. Sie versucht, eine sanfte Landung zu erreichen, und muss daher ihre Entscheidungen datenbasiert und mit Vorsicht für eine wirtschaftliche Situation treffen, die vermutlich erst in 2-4 Quartalen auftreten wird.

Inwiefern, also ob, wie häufig und in welchen Schritten, weitere Zinssenkungen in diesem Jahr folgen, lässt die EZB offen – wiederum zu Recht. Die Kapitalmärkte hatten noch im Januar dieses Jahres insgesamt 6 Zinsschritte für das Jahr 2024 erwartet und entsprechend in den langfristigen Zinsen eingepreist. Es spricht aktuell sehr viel dafür, dass die Märkte zu optimistisch waren. Die EZB wird in aller Ruhe abwarten und erst im September wiederum abwägen, ob die aktuellen Preisentwicklungen und Prognosen den nächsten Zinsschritt erlauben. Vielleicht resultieren aus dieser Analyse ein oder zwei Zinsschritte, vielleicht keiner.

So weit, so gut. Vor dem Hintergrund der Geldpolitik der vergangenen Jahre muss sich die EZB gleichwohl einer Reihe von Fragen stellen. Sie hat schon längst anerkannt, dass sie zu spät auf den Inflationsdruck reagiert hat. Sie befand sich zwar in guter Gesellschaft, muss daraus aber Konsequenzen ziehen. Insbesondere hat sie wohl unterschätzt, wie bedeutsam die stark expansive Fiskalpolitik für den Inflationsprozess war.

Nicht nur deshalb, sondern insbesondere angesichts der vor dem Bundesverfassungsgericht ausgetragenen Zweifel, ob ihre Anleihekaufprogramme nicht doch die Grenze zur Fiskalpolitik überschritten hätten, sieht sich die EZB der Frage nach der fiskalischen Dominanz ihrer Geldpolitik ausgesetzt: Verschafft die EZB den hoch verschuldeten Mitgliedstaaten der Eurozone günstigere Refinanzierungsbedingungen und unterläuft damit die Disziplinierungswirkung von Risikoaufschlägen für die nationale Finanzpolitik?

Am 7. Juni befasste sich eine Konferenz der Stiftung Geld und Währung mit der Interaktion zwischen Geld- und Finanzpolitik. EZB-Ratsmitglied Isabel Schnabel wies die fiskalische Dominanz der Geldpolitik der EZB weit

von sich. Mit einer beispiellosen Anhebung des Zinsniveaus in kürzester Zeit habe die EZB demonstriert, dass sie keinerlei Rücksichten auf die fiskalischen Befindlichkeiten der Mitgliedstaaten nehme. Die EZB baue zudem ihre Anleihebestände ab und setze damit einen zusätzlichen restriktiven Impuls. Der flexible Einsatz von Anleihekäufen im Rahmen des Pandemic Emergency Purchase Program (PEPP) führe allenfalls zu temporären Überrepräsentationen einzelner Mitgliedstaaten im Portfolio der EZB im Vergleich zu ihrem Kapitalschlüssel, löse sich aber über das gesamte Jahr betrachtet auf. Moritz Schularick sekundierte zudem, dass Notenbanken angesichts der heute größeren Bedeutung der Finanzmärkte einen gewissen Anteil von Staatsanleihen in ihrem heute größeren Portfolio halten müssten.

Gar so einfach ist es jedoch nicht. Denn Frau Schnabel verdeutlichte die Bedeutung des Transmission Protection Instrument (TPI), das die EZB zu Beginn des Zins-erhöhungszyklus beschloss, um differenzierend die Anleihen einzelner Mitgliedstaaten zu stützen, wenn ihre Staatsanleihen auf den Märkten unter Druck geraten würden. Dies ist ähnlich wie die Outright Monetary Transactions (OMT), nur ohne die Auflage eine makroökonomischen Anpassungsprogramms, aber mit der gleichen Botschaft an die Kapitalmärkte: Spekuliere nicht gegen die EZB; es wird Dich teuer zu stehen kommen.

Dass die EZB die Notwendigkeit eines solchen Programms von Anfang an sah, kann man als Alarmsignal begreifen, so Peter Huber, ehemaliger Bundesverfassungsrichter. Was dieses Vorgehen aber jedenfalls zeigt, ist die enge Verbindung zwischen der Geldpolitik und dem Ziel der finanziellen Stabilität. Die Stabilität der Anleihemärkte wird dann zum Einfallstor für fiskalpolitische Interessen. Es ist daher fraglich, ob die darin möglicherweise zum Ausdruck kommende finanzielle Dominanz nicht ein mindestens genauso großes Problem darstellt.

Die EZB befindet sich wohl in einem Dilemma, wenn sie zugleich Finanzstabilität erreichen und finanzielle Dominanz vermeiden will. Die Vermeidung fiskalpolitischer Dominanz muss sich nicht zuletzt daran messen lassen, ob die Staatsschuldenquoten im Euro-Raum sinken.

Mit freundlichen Grüßen



Prof. Dr. Dr. h.c. Lars P. Feld