

Die Europäische Zentralbank (EZB) führt derzeit eine Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie durch. Die letzte formelle Überprüfung fand im Jahr 2003 statt. Nun geht es darum, inwieweit diese Strategie in den vergangenen Jahren dazu beigetragen hat, das im EU-Vertrag festgelegte Mandat zu erfüllen und ob bestimmte Elemente angepasst werden müssen. Vor diesem Hintergrund untersucht der Kronberger Kreis, wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft, ob die geldpolitische Strategie der EZB weiterhin erfolgsversprechend ist, wie der Einsatz einzelner Instrumente zu bewerten ist und ob das Mandat der EZB neu ausgelegt werden sollte.

In seiner Analyse berücksichtigt der Kronberger Kreis die Erfahrungen aus der Finanzkrise, der Euroschuldenkrise sowie der Corona-Krise und plädiert dafür, Nebenwirkungen und Verhältnismäßigkeit der geldpolitischen Maßnahmen stärker in den Blick zu nehmen. Die Notenbanken des Eurosystems sind inzwischen die größten Gläubiger der Mitgliedstaaten. Es sollte vermieden werden, dass die Geldpolitik fiskalisch dominiert wird. Das hierarchische Mandat der EZB mit Priorität für Preisstabilität sollte nicht in Frage gestellt werden. Das numerische Ziel für die Verbraucherpreisinflation von nahe, aber unter zwei Prozent, das die EZB im Rahmen der Strategie festgelegt hat, ist weiterhin sinnvoll. Allerdings sollte die EZB weitere Inflationsmaße für ihre Entscheidungen und deren Kommunikation hinzuziehen. Außerdem sollte sich die EZB stärker an quantitativen Referenzwerten (Zinsregeln, Geldmengenwachstum) orientieren. Die Transparenz der Geldpolitik könnte deutlich erhöht werden, etwa durch Veröffentlichungen von Umfragen und Prognosen des EZB-Rates. Grundsätzlich gilt es bei allen Maßnahmen zu berücksichtigen, dass die Unabhängigkeit der EZB und die Stabilität der Währungsunion gestärkt werden.

„Mehr Mut zum Markt“ lautet die Devise des Kronberger Kreises, wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft. Der 1982 gegründete Kronberger Kreis entwickelt ordnungspolitische Reformkonzepte, mit dem Ziel, die freiheitliche Ordnung in Deutschland und Europa weiterzuentwickeln. Den Staat sieht er als Regelsetzer und Schiedsrichter, nicht als Mitspieler und „Übervater“. Mit seinen Konzepten prägt der Kronberger Kreis seitdem die wirtschaftspolitische Diskussion mit.



ISBN 3-89015-128-0

67

## Die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank: Was geändert werden sollte und was nicht



### Kronberger Kreis

Lars P. Feld, Clemens Fuest, Justus Haucap,  
Heike Schweitzer, Volker Wieland, Berthold U. Wigger

**Die geldpolitische Strategie  
der Europäischen Zentralbank:  
Was geändert werden sollte und was nicht**

**Kronberger Kreis**

Lars P. Feld, Clemens Fuest, Justus Haucap,  
Heike Schweitzer, Volker Wieland, Berthold U. Wigger

Gefördert durch die informedia-Stiftung  
Gemeinnützige Stiftung für Gesellschaftswissenschaften  
und Publizistik, Köln

Bibliographische Information der Deutschen Bibliothek  
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische  
Daten sind im Internet über <http://ddb.de> abrufbar.

© 2021

Stiftung Marktwirtschaft (Hrsg.)  
Charlottenstraße 60  
10117 Berlin  
Telefon: +49 (0)30 206057-0  
Telefax: +49 (0)30 206057-57  
[info@stiftung-marktwirtschaft.de](mailto:info@stiftung-marktwirtschaft.de)  
[www.stiftung-marktwirtschaft.de](http://www.stiftung-marktwirtschaft.de)

ISBN: 3-89015-128-0

Titelfoto: © William W. Potter (Adobe Stock) / Montage

Executive Summary	5
I Die Strategy Review der Europäischen Zentralbank	9
II Geldpolitische Entwicklungen: Von der globalen Finanzkrise zur Corona-Krise	13
2.1 Geldpolitische Maßnahmen: Von der Zinspolitik zur quantitativen Lockerung	13
2.2 Die besonderen Herausforderungen der EZB	18
2.3 Geldpolitik in der Corona-Krise	22
III Was folgt aus dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts?	27
3.1 Unabhängigkeit der EZB und Primat der Preisstabilität sicherstellen	27
3.2 Die Verhältnismäßigkeit der geldpolitischen Maßnahmen überprüfen	29
3.3 Verhältnismäßigkeitsprüfung mit Zinsregeln operationalisieren	31
IV Ist die neue Strategie der Fed ein Vorbild für die EZB?	37
4.1 Die Strategy Review der Fed	37
4.2 Hierarchie der Ziele bei der EZB im Gegensatz zum Mandat der Fed	40
V Was sollte der EZB-Rat ändern und was nicht?	43
5.1 Auslegung des Mandats	43
5.2 Bewährte und neue Elemente für die Strategie	46
5.3 Der Instrumenteneinsatz: Wirksamkeit und Nebenwirkungen	52
VI Schlussfolgerungen	57
Literaturverzeichnis	61

## Executive Summary

Seit Anfang 2020 führt die Europäische Zentralbank (EZB) eine Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie durch, die im Laufe des Jahres 2021 abgeschlossen sein soll. Zuletzt hat sie die Strategie im Jahr 2003 überprüft. Nun geht es insbesondere um die Frage, wie effektiv die geldpolitische Strategie in den vergangenen Jahren dazu beigetragen hat, die in den EU-Verträgen festgelegten Ziele zu erfüllen, und ob Strategieelemente angepasst werden müssen. Ein Schwerpunkt liegt auf der quantitativen Definition von Preisstabilität. Zudem soll überprüft werden, wie andere Ziele der Europäischen Union (EU), beispielsweise Vollbeschäftigung oder ökologische Nachhaltigkeit, von der EZB bei der Erfüllung ihres Mandats berücksichtigt werden sollten.

In dieser Studie untersucht der Kronberger Kreis, wissenschaftlicher Beirat der Stiftung Marktwirtschaft, ob das Mandat der EZB neu ausgelegt, die Strategie überholt oder neue Instrumente eingeführt werden sollten und wie der Einsatz der geldpolitischen Instrumente zu bewerten ist. Dabei werden die Erfahrungen aus der Finanzkrise, der Euroschuldenkrise sowie der Corona-Krise berücksichtigt.

Die EZB befindet sich in einer Sondersituation: Der europäische Währungsraum besteht aus souveränen Mitgliedstaaten, die in der Wirtschafts- und Fiskalpolitik große nationale Entscheidungsspielräume besitzen. Dies kann dazu führen, dass im Vertrauen auf ausreichende Solidarität der anderen Mitgliedstaaten die Staatsfinanzen in guten Zeiten zu wenig konsolidiert und in schlechten Zeiten die Währungsgemeinschaft oder deren Institutionen implizit dazu gedrängt werden, die Tragfähigkeit der Staatsschulden zu sichern.

Geldpolitische Maßnahmen haben eine teilweise beabsichtigte direkte oder zumindest indirekte fiskalische Wirkung. Zinssenkungen und Anleihekäufe können die Kosten der staatlichen Schuldenfinanzierung senken und es erlauben, eine Konsolidierung der Staatsfinanzen aufzuschieben. In einer Krisensituation kann das temporär sinnvoll sein. Damit verbundene Nebenwirkungen sollten jedoch stets berücksichtigt werden – vor allem dann, wenn die Unabhängigkeit der EZB und die Stabilität der Währungsunion de facto gefährdet werden könnten. Ähnliches gilt für mögliche Nebenwirkungen hinsichtlich der Stabilität des Finanzsystems.

Das Urteil des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) vom 5. Mai 2020 zur Verhältnismäßigkeit der PSPP-Anleihekäufe ist ein Ausdruck solcher Befürchtungen. Es verdeutlicht die Sorge vor einer fiskalischen Dominanz der Geldpolitik. So gesehen hat das BVerfG mit seinem Verweis auf die fiskalischen Nebenwirkungen und die nicht nachvollziehbare Verhältnismäßigkeitsüberprüfung der Anleihekäufe versucht, die Unabhängigkeit der EZB zu stärken.

Schon im eigenen Interesse sollte der EZB-Rat regelmäßig eine Prüfung der Verhältnismäßigkeit der geldpolitischen Maßnahmen vornehmen. Werden dabei konkrete, quantitative Referenzwerte und Kosten-Nutzen-Kalküle einbezogen, trägt dies zu einer effektiven und objektiven Prüfung bei. Ein „Proportionality check“ könnte Teil der Strategie und der regelmäßigen Beschlüsse sein. Wenn eine Verhältnismäßigkeitsprüfung dazu führt, Risiken und Nebenwirkungen der geldpolitischen Maßnahmen stärker in den Blick zu nehmen, ist dies ein wichtiger Ansatz, um eine angemessene Geldpolitik sicherzustellen – sozusagen Beipackzettel und Verschreibungspflicht.

Der Kronberger Kreis fasst diese und weitere Schlussfolgerungen seiner Analyse in zehn Kernbotschaften zusammen:

1. Das hierarchische Mandat der EZB mit Priorität für Preisstabilität hat sich bewährt. Die große Unabhängigkeit für das Beamtengremium EZB-Rat erfordert ein eng definiertes Mandat und die Möglichkeit gerichtlicher Überprüfung. Die nachgeordnete Aufgabe, die allgemeine Wirtschaftspolitik und Ziele der EU zu unterstützen, ist nicht als Mandat zu einer eigenständigen Wirtschaftspolitik zu verstehen, sondern als Pflicht, die Nebenwirkungen der Geldpolitik zu berücksichtigen.
2. Die vorgesehene Trennung von Geld- und Fiskalpolitik sowie das Verbot der monetären Staatsfinanzierung sollten eingehalten werden, denn die EZB kann nicht alle Probleme der Mitgliedstaaten lösen. Eine fiskalische Dominanz der Geldpolitik muss vermieden werden. Deshalb muss die EZB erklären, wie sie die hohen Staatsanleihebestände auf ihrer Bilanz längerfristig wieder reduziert.
3. Naheliegender ist, dass die EZB die Wirkungen und Nebenwirkungen ihrer Geldpolitik auf den Konjunkturzyklus berücksichtigt. Unter anderem deshalb hat sie ihr Mandat so interpretiert, dass sie Preisstabilität in der

mittleren Frist statt jederzeit umgehend sicherstellen will. Gleiches gilt für die Finanzstabilität. Hier gilt es zu vermeiden, dass die Geldpolitik zur Instabilität und zum Aufbau von Risiken für Banken und Vermögenspreisentwicklungen beiträgt.

4. Selbstverständlich gehören zu den Risiken für Finanzstabilität, die zu berücksichtigen sind, solche, die sich aus dem Klimawandel oder der Klimapolitik ergeben. Es ist jedoch davon abzuraten, das Mandat so weit auszulegen, dass es rechtfertigt, die Bilanz der Notenbank zur Finanzierung und Subvention von Klimaschutzprojekten einzusetzen. Sogenannte „grüne“ Wertpapierkäufe, mit denen solch ein zusätzliches Ziel verfolgt werden könnte, greifen tief in den politischen Bereich ein, für den die Mitgliedstaaten zuständig sind. Sie haben bereits andere angemessene und effektive Instrumente wie etwa den CO<sub>2</sub>-Preis.
5. Die im Jahr 1998 entwickelte und im Jahr 2003 überprüfte geldpolitische Strategie der EZB hat sich grundsätzlich als effektiv erwiesen. Das gilt nicht zuletzt für die Zieldefinition eines unter, aber nahe 2-Prozent-Anstiegs des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in der mittleren Frist. Eine deutliche Erhöhung dieses Ziels wäre nicht mehr mit dem Preisstabilitätsmandat vereinbar.
6. Hilfreich wäre es jedoch, in den EZB-Rat-Statements nicht nur den HVPI, sondern auch andere Inflationsmaße zu berücksichtigen. Dazu gehört die Entwicklung der Preise für Güter und Dienstleistungen, die im Euro-Raum produziert werden. Der HVPI ist stärker abhängig von Importpreisen, die in den vergangenen Jahren immer wieder stark gefallen sind. Außerdem deckt der HVPI Wohnkosten nur unzureichend ab. Die Kosten für neu erstellten, selbstgenutzten Wohnraum sind seit dem Jahr 2015 stark gestiegen.
7. Die monetäre Säule der EZB-Strategie ist nicht nur zur Einschätzung von längerfristigen Inflationstrends, sondern auch von Risiken für die Finanzstabilität durch übermäßiges Kreditwachstum von Nutzen. Die EZB sollte darauf keinesfalls verzichten, wie von mancher Seite gefordert. Im Gegensatz dazu sollte sie sich mehr an quantitativen Referenzwerten orientieren. Dazu gehören ebenso Zinsregeln, wie die Taylor-Regel, die vor der Finanzkrise klare Signale für eine problematische Entwicklung gesendet haben.

8. Die Transparenz der Geldpolitik kann noch deutlich verbessert werden. Sinnvoll und leicht umzusetzen wäre etwa eine Umfrage unter Ratsmitgliedern zur Inflations-, Wachstums- und Zinsentwicklung ähnlich wie es die Federal Reserve in den USA seit Jahren praktiziert. Ebenso sollte eine Prognose zur Bilanzentwicklung abgegeben und eine Strategie für ihre längerfristige Normalisierung veröffentlicht werden.
9. Wertpapierkäufe sind ein normales Instrument der Geldpolitik und insbesondere bei einem nominalen Zins von nahe oder bereits unter 0 Prozent von großer Bedeutung. Allerdings sind Staatsanleihekäufe in einer Währungsunion mit fiskalisch weitgehend souveränen Mitgliedstaaten anders zu bewerten als in den USA. Die Notenbanken des Eurosystems sind inzwischen die größten Gläubiger der Mitgliedstaaten. Es besteht das Risiko einer fiskalischen Dominanz. Deshalb sollten die Staatsanleihekäufe ein Mittel für Krisensituationen bleiben.
10. Mit den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften sowie den Käufen anderer, privater Wertpapiere hat die EZB weitere Instrumente in ihrer Toolbox, die sie einsetzen kann, wenn sie den Leitzins nicht weiter senken möchte oder dies nicht möglich ist. Abzulehnen sind jedoch direkte monetäre Transfers der Notenbank an die Haushalte, das sogenannte Helikoptergeld. Das ist Fiskalpolitik und widerspricht dem monetären Finanzierungsverbot.

## I Die Strategy Review der Europäischen Zentralbank

1. Seit Ausbruch der globalen Finanzkrise haben die Notenbanken der führenden Industrienationen eine geldpolitische Lockerung ohne Gleichen umgesetzt. Weltweit waren die Volkswirtschaften im Zeitraum 2008-2009 von einer großen, globalen Rezession betroffen. Der Euro-Raum stürzte ab dem Jahr 2010 zudem in eine Staatsschuldenkrise, die eine weitere Rezession in Teilen des Euro-Raums nach sich zog. Die Weltwirtschaft erholte sich wieder und es folgte ein anhaltender Aufschwung, der auch den Euro-Raum umfasste. Allerdings gelang es nur wenigen Notenbanken, aus der Krisenpolitik auszustiegen und die Geldpolitik zu straffen. Die Europäische Zentralbank (EZB) führte ihre Negativzinspolitik und quantitative Lockerung bis zum Jahr 2019 fort.
2. Im ersten Halbjahr 2020 wurde die Weltwirtschaft von der Corona-Pandemie erfasst. Die Lockdown-Maßnahmen, die ergriffen wurden, um die Pandemie einzudämmen, und die Verhaltensänderungen von Haushalten und Unternehmen, die auf eine Reduktion des Ansteckungsrisikos abzielen, stürzten die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession. Regierungen und Notenbanken haben deshalb umfangreiche Notfall- und Stützungsmaßnahmen ergriffen. Auf das Abklingen der ersten Pandemiewelle folgte zwar eine deutliche Erholung im dritten Quartal 2020. Eine zweite Welle zog jedoch erneut Lockdown-Maßnahmen nach sich und bremste das Wachstum der Wirtschaft in Europa und in Deutschland wieder aus. Die deutsche Wirtschaft stagnierte im vierten Quartal 2020. Die Verfügbarkeit effektiver Impfstoffe gibt allerdings Hoffnung, dass die Pandemie im Laufe des Jahres 2021 überwunden werden kann, so dass die wirtschaftliche Erholung wieder Fahrt aufnimmt und sich verfestigt.
3. Vor dem Hintergrund der Entwicklungen seit der Finanzkrise wird bereits seit einiger Zeit diskutiert, wie die Geldpolitik der Zukunft aussehen sollte. An der Federal Reserve (Fed) haben Fed-Chairman Powell und Vize-Chairman Clarida bereits im Jahr 2019 eine Überprüfung der geldpolitischen Strategie eingeleitet. Im August 2020 wurde das Ergebnis bekannt gegeben. Die Fed hat angekündigt, dass auf eine lange Phase mit Inflation unter Ziel ein moderates Überschießen des Ziels folgen soll. Außerdem will sie nicht mehr auf einen Rückgang der Arbeitslosenquote unter den Wert, der voraussichtlich mit stabiler Inflation einhergeht, reagieren, um den daraus resultierenden Inflationsrisiken vorzubeugen.

4. Bei der EZB findet derzeit ebenfalls eine Überprüfung der Strategie statt. Zuletzt hat die EZB eine „Midterm Review“ im Jahr 2003 noch unter Leitung des damaligen Chef-Ökonomen Otmar Issing durchgeführt. EZB-Präsidentin Lagarde hat das Ziel der erneuten „Strategy Review“ im Zuge ihrer ersten EZB-Pressekonferenz am 12. Dezember 2019 folgendermaßen erläutert:

*It is the point of every strategic review of central banks ... to look at their objective, how they define their medium-term objective, how they give content to price stability, ... and it is the only objective that we have in our mandate ourselves. ... it will also address the major changes that have taken place over the course of the last 16 years, ... the massive technological change that our societies are facing ... the immense challenge that climate change is addressing to each and everyone of us ... It will include aspects of inequality that are certainly rising in our economies, and all of those will be addressed with a view to exploring each and every corner of the business that we conduct as a central bank to see how those businesses are affected and how we can take them into account to better respond to the mission that we have, and to deliver on our mandate: serving the euro area citizens, and delivering on the mandate of price stability. (Lagarde 2019)*

5. Die Strategy Review der EZB wurde aufgrund der Corona-Pandemie vorübergehend ausgesetzt, aber in der zweiten Jahreshälfte 2020 wieder aufgenommen. Präsidentin Lagarde hat betont, dass die Review sehr umfassend sein wird und im Laufe des Jahres 2021 abgeschlossen sein soll. Viele Zielgruppen sollen befragt werden, darunter nationale Parlamente, das Europäische Parlament, Wissenschaftlerinnen und Wissenschaftler sowie Vertreter der Zivilgesellschaft.

6. Die geldpolitischen Maßnahmen und die Strategie der Notenbank haben bedeutenden Einfluss auf die Finanzmärkte, die Entwicklung der Europäischen Währungsunion (EWU) und die Wohlfahrt der Bürger der Europäischen Union (EU). Nicht zuletzt wird die Unabhängigkeit der Notenbank, nicht nur de jure, durch die Europäischen Verträge gesichert, sondern de facto auch durch die Unterstützung, die sie in Politik, Parlamenten und Bevölkerung erfährt. Ein Ereignis von besonderer Bedeutung war das sogenannte ultra-vires Urteil des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG) vom 5. Mai 2020. Das deutsche Gericht stellte fest, dass die EZB mit dem Kaufprogramm für öffentliche Anleihen, dem Public Sector Purchase Programme (PSPP) ihre Kompetenzen überschritten habe, da eine angemessene, öffentlich kommunizierte Prüfung

der Verhältnismäßigkeit des Programms und seiner Nebenwirkungen fehle.<sup>1</sup> Gleichzeitig beschleunigte das BVerfG dem Europäischen Gerichtshof (EuGH), die juristische Prüfung der Verhältnismäßigkeit nicht sorgfältig genug durchgeführt zu haben.

7. Für den Euro-Raum ist somit zu klären, ob und falls ja wie das Mandat der EZB neu ausgelegt werden sollte, ob etwa das geldpolitische Inflationsziel neu definiert, der Instrumentenkasten erweitert oder die Verhältnismäßigkeit des Instrumenteneinsatzes sorgfältiger geprüft werden muss. Mit der erneuten massiven Ausweitung der Notenbankbilanz in Reaktion auf die Corona-Krise stellt sich umso mehr die Frage, welche Risiken die Krisenpolitik mittel- und längerfristig für das Finanzsystem und die Währungsunion insgesamt mit sich bringt, und wie die Geldpolitik im Euro-Raum wieder normalisiert werden könnte. Hinzu kommen aktuelle Debatten über die Frage, ob die EZB neben der Geldwertstabilität andere Ziele verfolgen sollte, insbesondere im Bereich des Klimaschutzes.

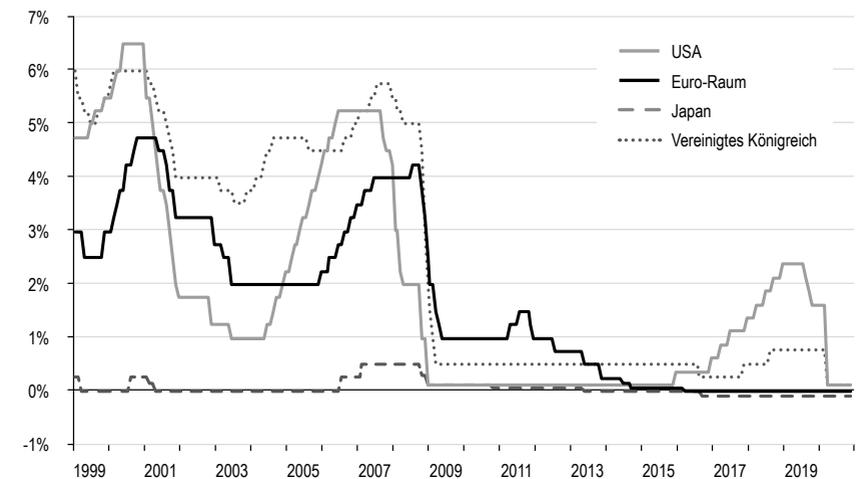
<sup>1</sup> Siehe Bundesverfassungsgericht, Pressemitteilung Nr. 32/2020 vom 5. Mai 2020: Beschlüsse der EZB zum Staatsanleihekaufprogramm kompetenzwidrig.

## II Geldpolitische Entwicklungen: Von der globalen Finanzkrise zur Corona-Krise

### 2.1 Geldpolitische Maßnahmen: Von der Zinspolitik zur quantitativen Lockerung

8. Die Notenbankzinsen wurden bereits im Jahr 2009 auf nahe 0 Prozent gesenkt (Abbildung 1). Daraufhin wurde eine quantitative Lockerung, d.h. eine bedeutende Ausweitung der Notenbankbilanzen umgesetzt (Abbildungen 2a und 2b). In Japan, den USA und im UK wurden ab dem Jahr 2009 Staatsanleihen in großem Stil aufgekauft, um die Notenbankbilanz zu erhöhen. Im Euro-Raum lag der Schwerpunkt zunächst darauf, die den Banken bereitgestellte Liquidität auszuweiten und zwar durch eine Lockerung der Konditionen für Notenbankkredite und durch Aufkäufe von Pfandbriefen. Im Zuge der Staatsschuldenkrise wurden dann gezielt Staatsanleihen von Krisenstaaten gekauft. Ab dem Jahr 2015 wurden schließlich massiv Staatsanleihen aller Mitgliedstaaten (PSPF) ebenso wie private Wertpapiere und Unternehmensanleihen aufgekauft, um die Notenbankbilanz zu erhöhen.

Abbildung 1: Leitzinsen der großen Zentralbanken



Quelle: BIZ.

Abbildung 2a: Notenbankbilanzen der EZB, der U.S. Fed und der Bank of England

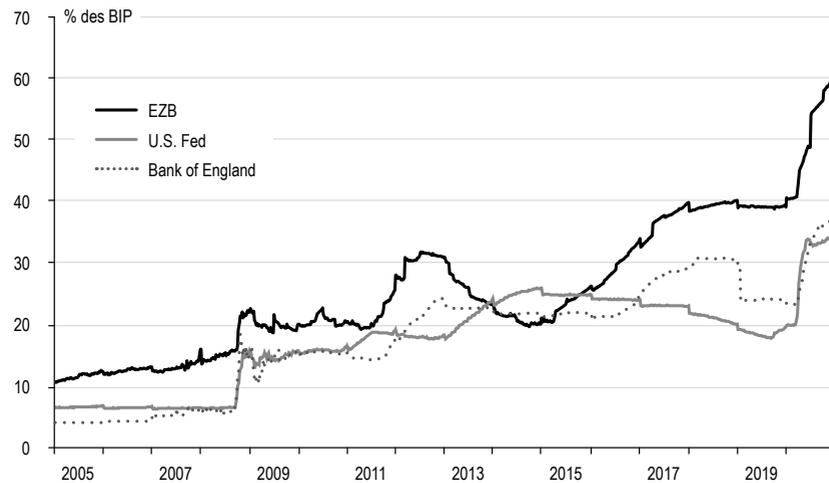
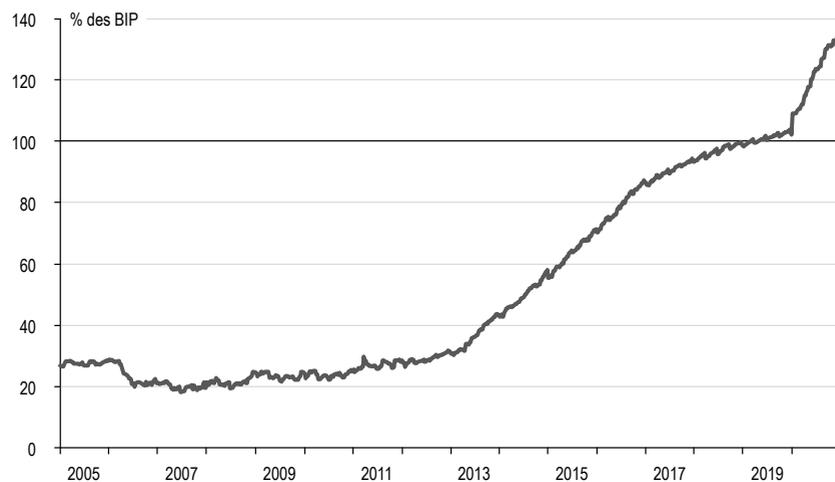


Abbildung 2b: Notenbankbilanz der Bank of Japan



Quellen: BEA, BoE, BoJ, Cabinet Office, Eurostat, EZB, Fed, ONS, eigene Berechnungen.

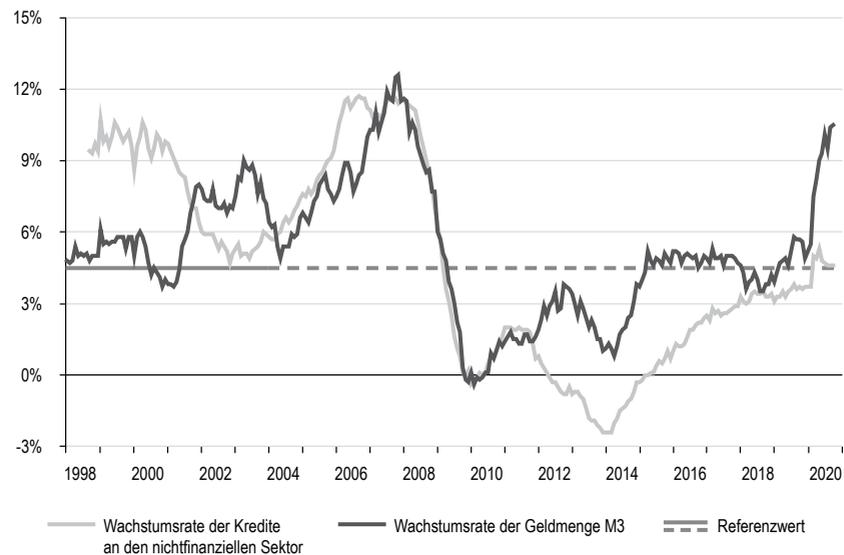
9. In den Vereinigten Staaten hat die Fed bereits im Jahr 2014 Prinzipien für die Normalisierung der Geldpolitik vorgelegt und schließlich die Anleihekäufe beendet. Im Dezember 2015 begann die Fed, den Leitzins schrittweise zu erhöhen. Bis Ende 2018 erreichte sie eine Bandbreite von 2,25 bis 2,5 Prozent für die „Federal Funds Rate“. Parallel hat die Fed die Notenbankbilanz nach 2016/17 langsam reduziert. Im Euro-Raum hatte die EZB mit Jahresende 2018 die Ausweitung der Notenbankbilanz zunächst beendet, bei einem Stand von über 4500 Mrd. Euro (rund 40 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP) des Euro-Raums). Ab September 2019 nahm die EZB die Nettoanleihekäufe jedoch mit 20 Mrd. Euro pro Monat wieder auf. In Japan wurde die quantitative Lockerung in den vergangenen Jahren ebenfalls weiter fortgeführt. Dort erreichte die Notenbankbilanz bereits Ende 2019 einen Umfang von über 100 Prozent des BIP.

10. Die Finanzkrise von 2007 und die große Rezession von 2008/2009 kamen weitgehend überraschend. Es gab kaum Vorwarnungen. Nur wenige Experten haben vor Verwerfungen im Finanzsystem oder vor Risiken der Geldpolitik gewarnt (siehe Shiller 2000, Borio und White 2003, Rajan 2005, Taylor 2007). Diese wurden oft nicht ernst genommen (siehe etwa Greenspan 2003, Gertler 2003). Es dominierte eine falsche Einschätzung bezüglich der Stabilität des Finanzsystems und der möglichen Konsequenzen eines scharfen Rückgangs der Immobilienpreise in den USA und den Mitgliedstaaten des Euro-Raums. Insbesondere wurden die Klumpenrisiken im Bankensystem vernachlässigt und die Fragilität des Finanzsystems wurde massiv unterschätzt. Regulierung und Bankenaufsicht erfüllten ihren Zweck nicht, weder in den USA noch im Euro-Raum und anderen Volkswirtschaften (siehe u.a. Kronberger Kreis 2011, 2014).

11. Zudem hat die lockere Geldpolitik vor der Finanzkrise den U.S. Immobilienboom verstärkt (siehe Taylor 2007, Jarocinski und Smets 2008, Kahn 2010, Ahrend 2010, Bordo und Lane 2012). Im Euro-Raum waren im Zuge der Immobilienpreis- und Baubooms in Spanien, Irland und anderen Mitgliedstaaten das Geldmengenwachstum und die Kreditvergabe stark angestiegen. Dies zeigte sich unter anderem an der anhaltenden Abweichung vom monetären Referenzwert nach oben, den die EZB bis zum Jahr 2003 mit besonderer Aufmerksamkeit bedacht hatte (Abbildung 3). Im Zuge der Midterm Review wurde beschlossen, die jährliche Überprüfung des Referenzwertes abzusetzen. Trotzdem hat die EZB gegen Ende des Jahres 2005 ihre Zinswende mit Signalen der monetären Säule ihrer Strategie begründet (Trichet 2008). Eine frühere und

stärkere Zinswende hätte bremsend auf die Immobilienpreissteigerungen und den Bauboom gewirkt. Die niedrigen Zinsen und die außergewöhnlich langsame Straffung der Geldpolitik in den Jahren 2003/2004 vor der Finanzkrise wurden jedoch nicht zuletzt in den Vereinigten Staaten von der Fed mit einer Furcht vor Deflation begründet (Bernanke 2002).

Abbildung 3: M3-Geldmengenwachstum und Kreditwachstum im Euro-Raum



Quelle: EZB.

12. Die geldpolitische Reaktion auf die Rezession von 2008/2009 in Form schneller Zinssenkungen und quantitativer Lockerung kam allerdings nicht überraschend. Dies entsprach den Strategien, die mit Blick auf die Entwicklung in Japan bereits seit etwa 1998 an der Fed entwickelt worden waren (siehe etwa Orphanides und Wieland 1998, 2000, Reifschneider und Williams 2000, Clouse et al. 2000). Nach der Finanzkrise hat die Fed aktiv eine „lower-for-longer“-Strategie verfolgt, also eine Strategie lange anhaltender Niedrigzinsen, mit der sie einen stärkeren Anstieg und ein Überschießen der Inflationsrate erreichen wollte.

13. Negative Notenbankzinsen wären die logische Fortsetzung der Geldpolitik, wenn eine Rezession und eine schwache wirtschaftliche Entwicklung mit niedrigen Inflationsraten oder gar Deflation zusammenfallen. Notenbanken haben lange davor zurückgeschreckt. Grund ist die Existenz von Bargeld, das Sparern einen Nominalzins von Null und damit eine Ausweichmöglichkeit bei Negativzinsen bietet. Allerdings sind mit Bargeldhaltung Lager- und Versicherungskosten verbunden, sodass moderate Negativzinsen möglich bleiben. Ein weiterer Grund für eine mögliche Zinsuntergrenze betrifft die Profitabilität der Banken. Wenn diese die Negativzinsen nicht an ihre Kunden weitergeben, gehen die Zinsgewinne der Banken zurück, was sich negativ auf die Kreditvergabe auswirken kann. Solange die langfristigen Zinsen über den kurzfristigen Zinsen liegen, dürfte jedoch die Fristentransformation weiterhin positiv zur Bankenprofitabilität beitragen.

14. Statt die Zinsen weiter zu senken, können Notenbanken eine quantitative Lockerung vornehmen, wie dies etwa im Jahr 2009 die Fed und die Bank of England getan haben. Solch eine Ausweitung der Notenbankbilanz durch Anleihekäufe gehört zu den üblichen Mitteln der Geldpolitik. Im Normalfall würden geringe Anleihekäufe, sogenannte direkte Offenmarktgeschäfte, bereits zu Änderungen im Geldmarktzins führen. Wenn die effektive Zinsuntergrenze erreicht ist, dann wirken sie über andere Kanäle, insbesondere Risikoprämien und Laufzeitprämien. So lassen sich ein Anstieg von Anleihe- und anderen Vermögenspreisen sowie eine Abwertung der Währung erreichen. Die quantitative Lockerung wurde bereits Ende der 1990er Jahre vor dem Hintergrund der Entwicklungen in Japan analysiert und dann zuerst in Japan ab dem Jahr 2001 eingesetzt.

15. Zentrale Wirkungskanäle der quantitativen Lockerung sind die Steigerung der Risikobereitschaft bei Banken und Anlegern sowie ein Anstieg der Vermögenspreise. Die Effektivität der Maßnahmen wird unterschiedlich beurteilt. Inzwischen liegen zahlreiche empirische Studien vor (siehe etwa Kapetanios et al. 2012, Altavilla et al. 2015, Andrade et al. 2016), die zumindest starke Ankündigungseffekte identifizieren. In Krisensituationen, in denen Risikoprämien besonders hoch sind und Vermögenspreise unter Druck geraten, dürften Wertpapierkäufe der Notenbank durchaus starke Effekte haben, wenngleich der Notenbankzins gleichzeitig durch eine Untergränze restringiert ist. In einer Phase guten Wachstums und positiver Inflationsraten dürfte der Effekt deutlich geringer ausfallen.

16. Zudem besteht die Gefahr von Nebenwirkungen, insbesondere eines übermäßigen Anstiegs der Vermögenspreise gefolgt von einer abrupten Korrektur. Hinzu kommt möglicherweise eine zunehmende Fragilität des Bankensystems aufgrund höherer Risikoübernahme, gelockerter Kreditkonditionen und zunehmender Zinsänderungsrisiken.

17. Geldpolitik hat immer gewisse Verteilungseffekte. Zinssenkungen reduzieren Kosten für Schuldner und verringern die Zinserträge von Sparern. In der Regel gleichen sich die Verteilungswirkungen der Zinspolitik über den Konjunkturzyklus hinweg wieder etwas aus (Bernanke 2015). Studien mit Modellen, welche die Einkommens- und Vermögensheterogenität berücksichtigen, legen nahe, dass die Wirkung von Zinssenkungen und Zinserhöhungen auf aggregierte Verteilungsmaße wie den Gini-Koeffizienten recht klein ist (SVR 2019, Kasten 17). Die Steigerung der Vermögenspreise durch Wertpapierkäufe der Notenbank hat einen zusätzlichen Verteilungseffekt, der die Einkommens- und Vermögensungleichheit erhöhen kann, aber zumeist ebenfalls klein ist (Colciago et al. 2019).

## 2.2 Die besonderen Herausforderungen der EZB

18. Im Gegensatz zu anderen Notenbanken befindet sich die EZB in einer Sondersituation. Es gibt zwar eine gemeinsame Geldpolitik für den europäischen Währungsraum, der besteht aber aus souveränen Staaten. In der Wirtschafts- und Fiskalpolitik verbleiben den Mitgliedstaaten große Entscheidungsspielräume. Die fiskalische Souveränität kann dazu führen, dass in guten Zeiten zu wenig konsolidiert wird, um Spielraum für schlechte Zeiten zu gewinnen und trotzdem die Tragfähigkeit der Staatsschulden zu sichern. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn Regeln und Institutionen auf nationaler Ebene nicht sicherstellen, dass nachhaltig gewirtschaftet wird oder wenn man stattdessen darauf setzt, dass im Fall einer Krise von der EU und den anderen Mitgliedstaaten ausreichend Solidarität geleistet wird. Deshalb wurden mit der Währungsunion europäische Fiskalregeln eingeführt. Verletzungen dieser Fiskalregeln wurden jedoch zumeist hingenommen, nicht wirksam sanktioniert oder haben gar zur Lockerung des Rahmens Anlass gegeben (Kronberger Kreis 2012).

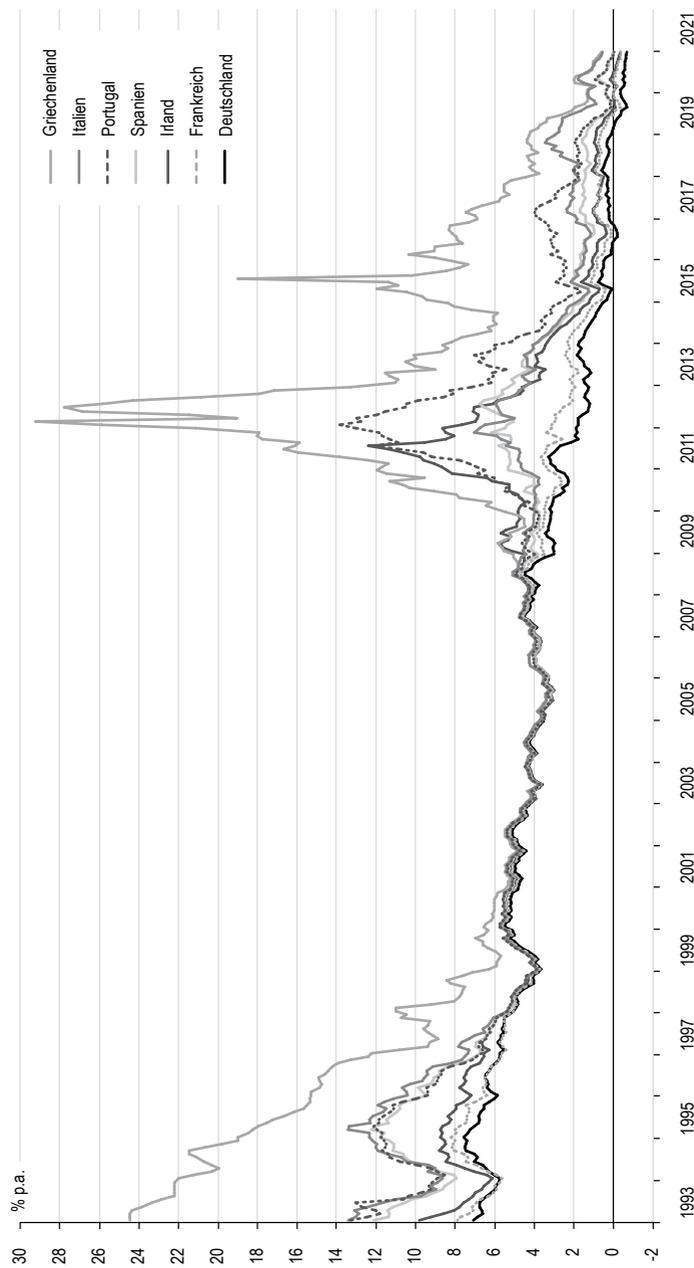
19. Die Politikmaßnahmen der EZB seit der Finanzkrise lassen sich in vier Phasen einteilen. In der ersten Phase reagierte die EZB auf die Finanzkrise

mit einer Ausweitung der Liquiditätsversorgung der Banken durch Vollzuteilung im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte sowie raschen Zinssenkungen. Hinzu kam eine vorsichtige quantitative Lockerung mit dem Ankauf von Pfandbriefen der Banken (sog. Covered Bonds). Banken wurden zudem durch eine Ausweitung des Sicherheitenrahmens für Refinanzierungsgeschäfte und mittels längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte unterstützt.

20. Die zweite Phase betraf die Euroschuldenkrise. Insbesondere in den Jahren 2011 und 2012 stiegen die Risikoprämien auf Staatsanleihen einzelner Mitgliedstaaten stark an (Abbildung 4). Die EZB tätigte bereits seit dem Jahr 2010 gezielte Staatsanleihekäufe im Rahmen des Securities Market Programme (SMP). Im Jahr 2011 stellte sie erstmals dreijährige längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LTRO) zur Verfügung. Diese langfristige Liquidität wurde von Banken sehr stark nachgefragt, was zu einem großen Anstieg der Notenbankbilanz führte (siehe Abbildung 2 und 5b). Gleichzeitig stiegen die Bestände an Staatsanleihen insbesondere bei den Banken in Mitgliedstaaten mit hoch rentierlichen Anleihen stark an. Schließlich hielt EZB-Präsident Mario Draghi im Sommer 2012 seine berühmte „Whatever it takes“-Rede und die EZB legte kurz darauf die Möglichkeit sogenannter Outright Monetary Transactions (OMT) dar. Damit stellte sie in Aussicht, Staatsanleihen eines Mitgliedstaats, der einer Staatsschuldenkrise ausgesetzt ist und ein ESM Rettungsprogramm beantragt hat, nahezu unbegrenzt aufzukaufen. Die Finanzmärkte stabilisierten sich daraufhin und die Zinsen auf spanische und italienische Anleihen sanken. Der Rückgang der Zinsen für portugiesische und irische Staatsanleihen hatte schon vor der OMT-Ankündigung begonnen und setzte sich danach weiter fort.

21. Die dritte Phase betrifft den Zeitraum von 2014 bis 2019. Im Jahr 2014 fiel die Inflationsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) knapp unter Null. Die EZB nahm den Rückgang der Verbraucherpreise und der damit verbundenen Inflationserwartungen zum Anlass, die Geldpolitik deutlich zu lockern. Dies geschah zunächst durch die Einführung negativer Notenbankzinsen sowie der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs). Gezielt bedeutet dabei, dass die Liquidität zu einem sehr günstigen Festzins zur Verfügung gestellt wurde und die Zuteilung an die Banken an die Entwicklung der Kreditvergabe ohne Immobilien- und öffentliche Kredite gebunden wurde. Hinzu kamen neue Aufkaufprogramme für Pfandbriefe und sogenannte Asset-Backed Securities. Schließlich wurde Anfang 2015 mit dem PSPP ein großangelegtes Aufkaufprogramm für Staatsanleihen aufgesetzt,

Abbildung 4: Renditen 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Eurostat.

das den größten Teil des insgesamt als Asset Purchase Programme (APP) bezeichneten Aufkaufprogramms ausmachte. Das APP wurde bald darauf noch um Unternehmensanleihen erweitert. So nahm die quantitative Lockerung im Euro-Raum Fahrt auf. Alles zusammen führte zu einer großen Ausweitung der Notenbankbilanz, die sich relativ zum Jahr 2013 mehr als verdoppelt hat (siehe Abbildung 2a).

22. Weitere Maßnahmen betrafen eine verstärkte Forward-Guidance, d.h. die Ankündigung, dass die Niedrigzinspolitik noch lange beibehalten wird. Quantifiziert wurde die Forward-Guidance in Bezug auf die Anleihekäufe. So wurden monatliche Volumina beschlossen, verbunden mit der Ankündigung, diese mindestens bis zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt fortzuführen und die Notenbankzinsen so lange nicht zu erhöhen.

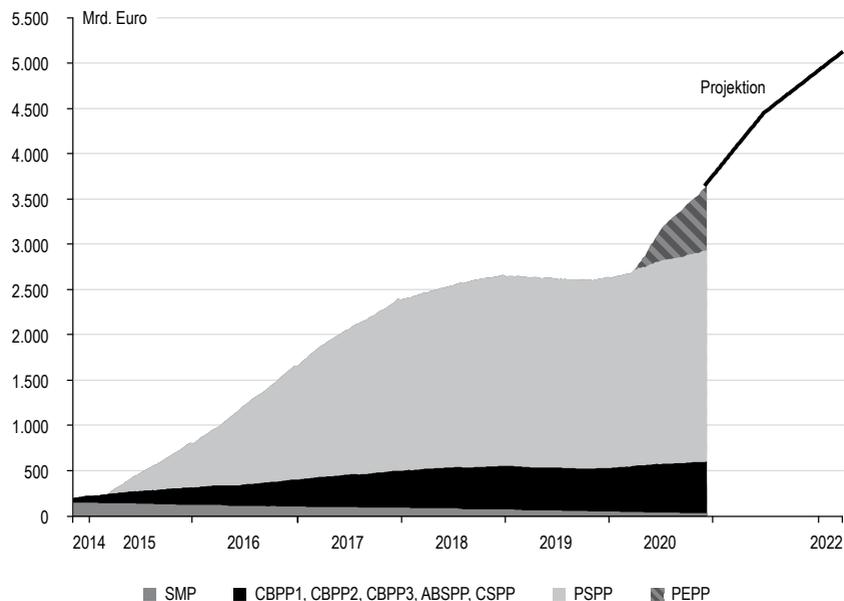
23. Die umfangreiche quantitative Lockerung trug zu einer Normalisierung des Wachstums der breiten Geldmenge M3 bei. Die M3-Wachstumsrate blieb jedoch in der Nähe des früheren, monetären Referenzwerts der EZB von 4,5 Prozent (siehe Abbildung 3). Die EZB hätte dies in ihrer Kommunikation nutzen und argumentieren können, dass die Notenbankbilanz zwar stark steigt, die Auswirkungen auf das breite Geldmengenwachstum jedoch in einem normalen Bereich liegen. Das Kreditwachstum hat in den Jahren der quantitativen Lockerung mit einer gewissen Verzögerung ebenfalls angezogen. Der Referenzwert hätte genutzt werden können, um zu argumentieren, dass die Risiken für die Finanzstabilität weniger ausgeprägt waren als vor der Finanzkrise. Nachdem die EZB die Nettozukäufe an Wertpapieren Ende 2018 gestoppt hatte, nahm sie diese bereits im Herbst 2019 wieder auf.

24. Die vierte Phase der geldpolitischen Maßnahmen setzte im Jahr 2020 ein. Als im März 2020 im Euro-Raum umfangreiche gesundheitspolitische Einschränkungen umgesetzt wurden und sich bereits eine tiefe Rezession abzeichnete, ergriff die EZB weitreichende Lockerungs- und Stützungsmaßnahmen.

### 2.3 Geldpolitik in der Corona-Krise

25. Am 12. März 2020 stellte die EZB zunächst den Banken in großem Stil Liquidität zur Verfügung und erhöhte die Anleihekäufe im Rahmen des Asset Purchase Programme (APP), dessen umfangreichstes Teilprogramm bislang das PSPP ist. Sie lockerte die Bedingungen an Sicherheiten, die im Rahmen der Refinanzierungsgeschäfte gestellt werden müssen. Außerdem setzte die EZB eine Serie von längerfristigen Refinanzierungsgeschäften auf und verbesserte die Konditionen für gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III). Das Wertpapierkaufprogramm APP inklusive PSPP erweiterte sie um 120 Mrd. Euro zusätzlich zu den Ankäufen in Höhe von 20 Mrd. Euro pro Monat seit dem 1. November 2019.

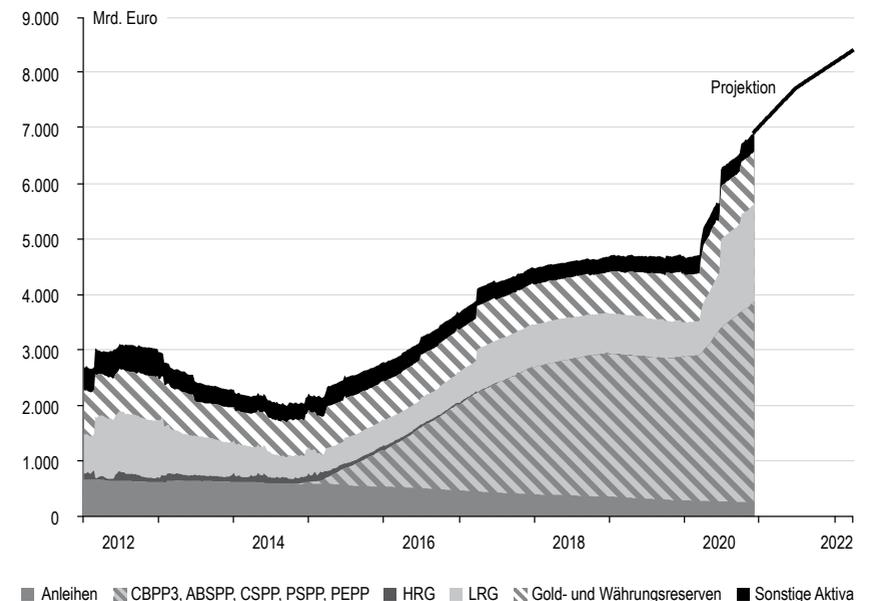
Abbildung 5a: Ausweitung der EZB-Bilanz im Zuge der Corona-Krise: Ankaufprogramme



Quellen: EZB, eigene Berechnungen.

26. Am 18. März 2020 beschloss der EZB-Rat ein neues, temporäres Kaufprogramm im Volumen von 750 Mrd. Euro. Das sogenannte Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) belief sich somit zunächst auf 6,3 Prozent des BIP des Euro-Raums im Jahr 2019. Gleichzeitig wurde das Programm für Unternehmensanleihen auf Geldmarktpapiere (commercial paper) ausgeweitet. Die Käufe sollten bis Ende 2020 durchgeführt werden. Die EZB hat damit sehr schnell und massiv auf die Corona-Krise reagiert. Dabei kündigte die EZB an, Flexibilität in der Zuteilung der Staatsanleihekäufe nach Mitgliedstaaten zuzulassen. Im Rahmen des PSPP galt es noch, streng nach dem Kapitalschlüssel der EZB zu kaufen, der sich an der relativen Wirtschaftsleistung der Mitgliedstaaten orientiert. Bisher kam es allerdings nur zu moderaten Abweichungen vom Kapitalschlüssel. So wurden etwa Italien und Spanien leicht

Abbildung 5b: Ausweitung der EZB-Bilanz im Zuge der Corona-Krise: Aktiva der Bilanz des Eurosystems



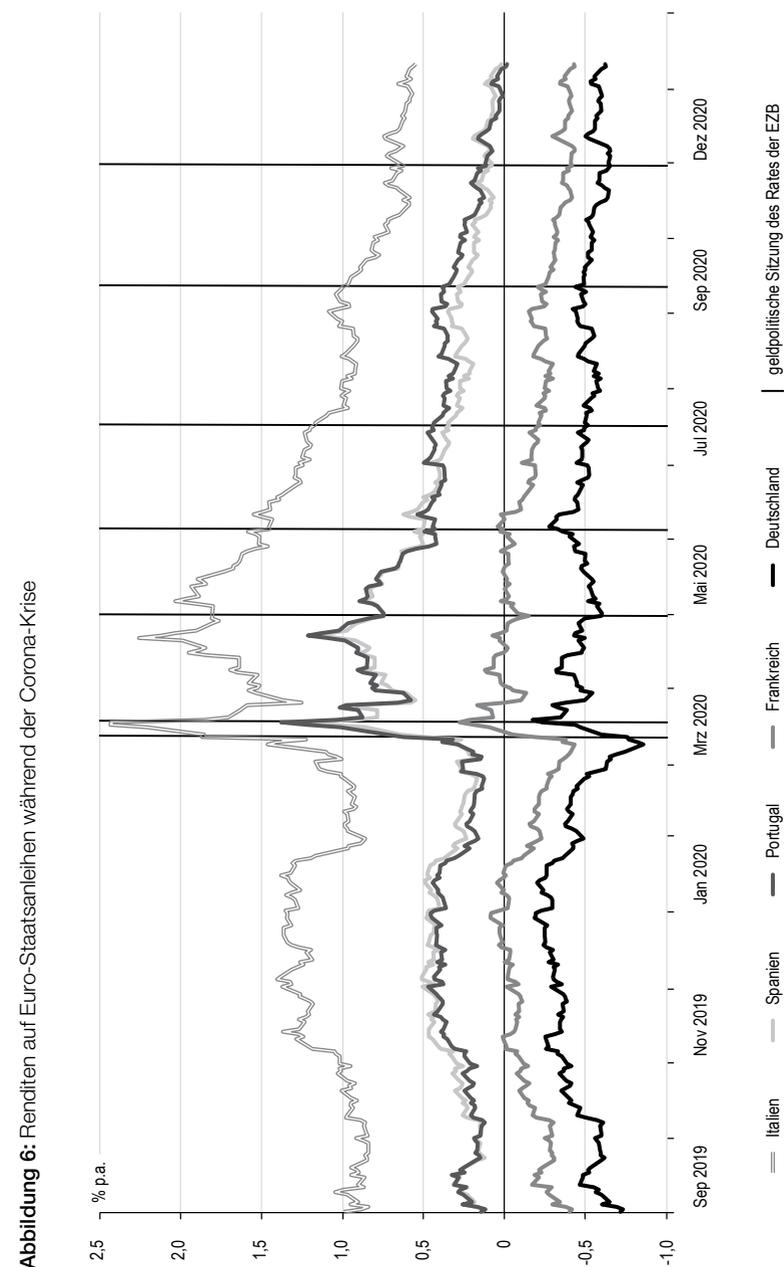
Quellen: EZB, eigene Berechnungen.

übergewichtet, Deutschland und Frankreich leicht untergewichtet (SVR 2020, Ziffer 113).

27. Am 30. April 2020 wurden die Finanzierungskonditionen für die TLTRO III Geschäfte weiter gelockert. Erstmals können Banken Notenbankkredite zu -0,5 Prozent bis -1 Prozent erhalten, wenn sie entsprechend einem Referenzwert genügend Kredit an die Realwirtschaft vergeben. Außerdem wurde eine Serie von sieben Pandemienotfallgeschäften aufgelegt. Ein großer Schritt erfolgte nochmals am 4. Juni 2020. Die EZB beschloss, das PEPP um 600 Mrd. Euro auf 1350 Mrd. Euro zu erhöhen und die Nettozukäufe bis Juni 2021 zu verlängern. Danach sollen die Erlöse aus fälligen Wertpapieren zumindest bis Juni 2022 wieder in Wertpapiere derselben Art reinvestiert werden. Am 10. Dezember 2020 hat die EZB das PEPP noch einmal um 500 Mrd. Euro auf nun insgesamt 1850 Mrd. Euro aufgestockt und den Zeithorizont für die Nettoankäufe bis mindestens Ende März 2022 verlängert. Außerdem hat sie die äußerst günstigen Konditionen der TLTRO III Geschäfte um 12 Monate bis Juni 2022 verlängert, drei zusätzliche Geschäfte angekündigt und den möglichen Höchstbetrag erhöht.

28. Abbildung 5a zeigt die Zusammensetzung der Anleihekäufe und Abbildung 5b die resultierende weitere Ausweitung der Notenbankbilanz auf. Das PEPP-Volumen liegt nun insgesamt bei 15,5 Prozent der Wirtschaftsleistung (BIP) des Jahres 2019 im Euro-Raum. Hinzu kommen umfangreiche Käufe im Rahmen des PSPP. Die EZB erwartet für das Jahr 2020 einen Anstieg der Staatsschuldenquote im Euro-Raum von 84 Prozent im Jahr 2019 auf 98 Prozent im Jahr 2020. Das avisierte Volumen der Anleihekäufe ist also mehr als ausreichend, um diesen Anstieg abzudecken. Das ist viel Feuerkraft, um eine Schuldenkrise zu vermeiden. Derzeit hat noch kein Staat auf die ESM-Notfallkreditlinien, also die eigentliche europäische fiskalpolitische Unterstützung, zugegriffen.

29. Die geldpolitischen Maßnahmen haben eine teils direkt beabsichtigte (SMP, OMT) oder indirekte (LTRO, PSPP, PEPP) fiskalische Wirkung. Sie senken die Kosten der staatlichen Schuldenfinanzierung und erlauben es, eine Konsolidierung aufzuschieben. Das mag positiv und temporär sinnvoll sein, hat aber Nebenwirkungen, gegen die man sich wappnen muss. Abbildung 6 zeigt die Entwicklung der Staatsanleihezinsen seit dem Jahr 2018. Im Mai 2018 stiegen die Zinsen auf italienische Anleihen unter anderem aufgrund der Haushaltsstreitigkeiten mit der EU um etwa einen Prozentpunkt an. Seither



bewegen sie sich auf deutlich höherem Niveau als portugiesische oder spanische Anleiherenditen. Im März 2020 deutete sich ein deutlicher Anstieg der Staatsanleiherenditen aufgrund der Corona-Krise an. Infolge der PEPP-Ankündigung gingen die Renditen wieder zurück. Nach Schätzungen einer Studie der EZB haben die Entscheidungen über das PEPP (März und Juni) sowie die Erweiterung des APP die BIP-gewichteten Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen im März um gut 45 Basispunkte gesenkt (Hutchinson und Mee 2020).

### III Was folgt aus dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts?

#### 3.1 Unabhängigkeit der EZB und Primat der Preisstabilität sicherstellen

30. Als das Bundesverfassungsgericht (BVerfG) am 5. Mai 2020 urteilte, dass EZB und EuGH mangels nachvollziehbarer Verhältnismäßigkeitsprüfung bezüglich des PSPP ihre Kompetenzen überschritten hätten, war der öffentliche Aufschrei in Europa groß. Das deutsche BVerfG sei nicht zuständig, sein Urteil würde die Unabhängigkeit der EZB<sup>2</sup> und das Primat der Preisstabilität beschädigen. Schließlich halte der EuGH das PSPP für offensichtlich verhältnismäßig.

31. Die Überlegungen und Sorgen des BVerfG um die Entscheidungsfindung der EZB kommen zum Beispiel in folgenden Urteilssätzen zum Ausdruck:

*Schließlich begibt sich das Eurosystem mit zunehmender Laufzeit des Programms und steigendem Gesamtvolumen in eine erhöhte Abhängigkeit von der Politik der Mitgliedstaaten, weil es das PSPP immer weniger ohne Gefährdung der Stabilität der Währungsunion beenden und rückabwickeln kann.*

*Diese und andere erhebliche wirtschaftspolitische Auswirkungen hätte die EZB gewichten, mit den prognostizierten Vorteilen für die Erreichung des von ihr definierten währungspolitischen Ziels in Beziehung setzen und nach Verhältnismäßigkeitsgesichtspunkten abwägen müssen. (Bundesverfassungsgericht v. 5.5.2020, 2 BvR 859/15)*

32. Das BVerfG hatte sein Urteil mit handfesten Folgen für die Geldpolitik versehen. Insbesondere hatte es der Deutschen Bundesbank nur noch erlaubt, bis zum 5. August 2020 an dem Programm teilzunehmen. Dann sollte die EZB nachvollziehbar erklärt haben, warum der Aufkauf öffentlicher Anleihen seit dem Jahr 2015 verhältnismäßig ist.

<sup>2</sup> Die Unabhängigkeit der EZB ist vertraglich in Artikel 130 AEUV (ex-Artikel 108 EGV) festgelegt: Bei der Wahrnehmung der ihnen durch die Verträge und die Satzung des ESZB und der EZB übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen, Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Die Organe, Einrichtungen oder sonstigen Stellen der Union sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten verpflichten sich, diesen Grundsatz zu beachten und nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der EZB oder der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen.

33. Das Gericht hatte festgestellt, dass Bundesregierung und Bundestag für eine vertragskonforme europäische Integration mitverantwortlich seien und deshalb auf eine Verhältnismäßigkeitsprüfung hinwirken müssten. Inzwischen hat der EZB-Rat den deutschen Verfassungsorganen diverse unveröffentlichte Unterlagen zu den PSPP-Entscheidungen zukommen lassen. Außerdem hat er im zusammenfassenden Protokoll der Ratssitzung vom 3. und 4. Juni 2020 eine ausführliche Diskussion zur Verhältnismäßigkeit veröffentlicht. Darin werden Effektivität, Risiken und Nebenwirkungen des neuen Kaufprogramms PEPP abgewogen, mit dem die negativen wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie eingedämmt werden sollen. Das PEPP war zwar nicht Gegenstand des Urteils, hat aber bereits Anlass zu einer Organklage gegeben. Bundesregierung und Bundestag haben daraufhin festgestellt, dass der EZB-Rat nun seine Verhältnismäßigkeitsprüfung nachvollziehbar dargelegt und die Vorgaben des BVerfG erfüllt habe. Daraufhin hat die Deutsche Bundesbank ihre Beteiligung am PSPP fortgesetzt.

34. Weder die Unabhängigkeit der Notenbank noch das Primat der Preisstabilität sind in diesem Prozess verloren gegangen. Der EZB-Rat übt die Geldpolitik zwar unabhängig von nationalen wie europäischen Institutionen aus. Die Rechtmäßigkeit seines Handelns bleibt aber einer gerichtlichen Prüfung unterworfen. Er hat nicht die Zuständigkeit eines deutschen Gerichts anerkannt, sondern erklärt, wie er das in den Europäischen Verträgen verankerte Prinzip der Verhältnismäßigkeit anwendet.

35. Die makroökonomische Forschung begründet die Vorteilhaftigkeit der Unabhängigkeit der Zentralbank damit, dass Regierungen dazu neigen, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung Vorrang vor Preisstabilität zu geben oder sogar die Geldpolitik zur Staatsfinanzierung zu missbrauchen. Sie würden etwa vor Wahlen gerne Zinsen senken, um die Beschäftigung anzukurbeln. Präsident Trumps Einlassungen zur U.S. Geldpolitik, etwa im Laufe des Jahres 2019, sind ein gutes Beispiel dafür. Schießt die Inflation infolge einer gelockerten Geldpolitik über das Ziel hinaus, würden dies die Regierungen billigend in Kauf nehmen. Wird die Notenbank dem Finanzministerium unterstellt, ist aus Sicht der Makroökonomik somit in der Regel eine höhere Inflation zu erwarten, ohne dass die Geldpolitik dauerhaft für mehr reales Wachstum sorgen könnte. Um dies zu vermeiden, soll die Notenbank das vom Gesetzgeber festgelegte Mandat der Preisstabilität operationell unabhängig verfolgen dürfen.

36. Umgekehrt ergibt sich jedoch nicht automatisch, dass die Notenbank unabhängig von der Regierung sein muss, um eine Rezession und Deflation zu bekämpfen. Denn es gibt keine Rezessions- oder Deflationsneigung von Regierungen, die sie überwinden müsste. In der Corona-Krise ziehen Notenbanken an einem Strang mit Regierungen, wenn sie deren expansive Fiskalpolitik mit Anleihekäufen und niedrigeren Zinsen flankieren. Beide Maßnahmen sollen den Einbruch der Wirtschaftsaktivität und den Rückgang der Inflation bremsen. Trotzdem ist die Unabhängigkeit der Notenbank bei Anleihekäufen wichtig, denn sonst könnten Regierungen versucht sein, die Schulden letztlich monetär zu finanzieren. So schrieb bereits 2010 der damalige U.S. Notenbankchef Ben Bernanke:

*There is a good case for granting the central bank independence in making quantitative easing decisions, ..., the same concerns about the potentially adverse effects of short-term political influence on these decisions apply. Indeed, the costs of undue government influence on the central bank's quantitative easing decisions could be especially large, since such influence might be tantamount to giving the government the ability to demand the monetization of its debt, an outcome that should be avoided at all costs. (Bernanke 2010)*

37. Die Sorgen, die Ben Bernanke in seiner Rede von 2010 und das BVerfG in seinen Urteilssätzen vom 5. Mai 2020 zum Ausdruck bringen, sind deklungsgleich. Es handelt sich um die Sorge vor einer fiskalischen Dominanz der Geldpolitik. So gesehen hat das BVerfG mit seinem Verweis auf fiskalische Nebenwirkungen der Anleihekäufe die Unabhängigkeit der EZB zu stärken versucht (Feld und Wieland 2020).

### 3.2 Die Verhältnismäßigkeit der geldpolitischen Maßnahmen überprüfen

38. Die Forderung des BVerfG, die Verhältnismäßigkeit der Geldpolitik zu überprüfen, ist nichts Außergewöhnliches. Tatsächlich handelt es sich um ein Prinzip, das die Europäischen Verträge allen EU-Organen auferlegt haben (Art. 5 Abs. 4 EUV). Insofern überrascht es nicht, dass sich der EZB-Rat nach Abklingen der anfänglichen Entrüstung über das Urteil dafür entschied, die Verhältnismäßigkeit seiner Maßnahmen besser öffentlich zu erklären.

39. Das Primat der Preisstabilität ist dadurch nicht oder jedenfalls nicht erneut gefährdet. So hat die EZB etwa bereits zu Beginn der Währungsunion

festgelegt, dass die Preisstabilität nicht jederzeit, sondern nur mittelfristig zu erreichen sei.

*The medium-term orientation reflects the fact that monetary policy cannot, and therefore should not, attempt to fine-tune developments in prices or inflation over a few weeks or months. Moreover, the medium-term orientation makes it possible for monetary policy to take into account concerns about output fluctuations, without putting price stability at risk.*

40. Die EZB hat bereits bei der ersten Vorstellung ihrer Strategie im Jahr 1998 das Primat der Preisstabilität gewissermaßen aus Verhältnismäßigkeitsüberlegungen relativiert und als mittelfristiges Ziel festgelegt. Dementsprechend sind Verhältnismäßigkeitsüberlegungen nichts Neues, und das Primat der Preisstabilität ist durch das Urteil des BVerfG nicht bedroht.

41. Zudem haben Verhältnismäßigkeitsüberlegungen bereits bei der ersten Strategieüberprüfung der EZB – der sogenannten Midterm Review im Jahr 2003 – eine Rolle gespielt. Ursprünglich hat die EZB Preisstabilität mit einem jährlichen Anstieg des HVPI von 0 bis 2 Prozent definiert. Die Zielzone beinhaltete somit die numerisch exakte Preisstabilität von 0 Prozent Inflation. Im Zuge der Midterm Review beschloss der EZB-Rat, das Ziel auf unter, aber nahe 2 Prozent anzuheben. Ein Grund bestand darin, damit mehr Abstand zur effektiven Zinsuntergrenze zu gewinnen. Im Hinblick auf die spätere Entwicklung war dies eine sehr vorausschauende Maßnahme. Ein zweiter Grund lag darin, dass nach Einschätzung der EZB positive Messfehler bezüglich der Inflationsmessung vorlagen.

42. Schon in eigenem Interesse sollte der EZB-Rat regelmäßig eine Prüfung der Verhältnismäßigkeit vornehmen. Ein „Proportionality check“ könnte Teil der Strategie und der regelmäßigen Beschlüsse sein, ähnlich wie der „Monetary cross-check“ – die sogenannte Gegenprüfung anhand monetärer Trends. Wenn eine Verhältnismäßigkeitsprüfung dazu führt, manche Risiken oder Nebenwirkungen, die mit bestimmten Maßnahmen verbunden sind, in den Blick zu nehmen, ist das nicht nachteilig, sondern Teil einer angemessenen Geldpolitik – sozusagen Beipackzettel und Verschreibungspflicht.

### 3.3 Verhältnismäßigkeitsprüfung mit Zinsregeln operationalisieren

43. Eine Prüfung der Verhältnismäßigkeit erfordert es, Vor- und Nachteile einer Politikmaßnahme im Hinblick auf das beabsichtigte Ziel mit unbeabsichtigten Nebenwirkungen abzuwägen. Werden dabei konkrete, quantitative Kosten-Nutzen-Kalküle einbezogen, so trägt dies zu einer effektiven und objektiven Prüfung bei. Dementsprechend wäre es sinnvoll, wenn der EZB-Rat in seiner Kommunikation die verschiedenen Argumente und Abwägungen nicht nur beliebig verbal erläutert, sondern mit konkreten quantitativen Kennzahlen untermauert. Quantitative Referenzwerte, zum Beispiel für das Geldmengenwachstum oder die Entwicklung der Notenbankzinsen und der Notenbankbilanz, sollten entwickelt und regelmäßig publiziert werden (Feld und Wieland 2020). Es gibt Beispiele für solche Referenzwerte, etwa den M3-Referenzwert der EZB (Abbildung 3) und die Taylor-Regel. Beide Indikatoren haben vor der Finanzkrise Warnsignale geliefert und können somit zur Vermeidung von Finanzkrisen beitragen. Geldpolitische Regeln können als Referenzgrößen genutzt werden, um eine systematischere und somit weniger diskretionäre Politik zu erreichen. Eine regelorientierte Politik ermöglicht eine bessere Vorhersagbarkeit und somit effektivere Erwartungsbildung im privaten Sektor über die Entwicklung der Geldpolitik (Orphanides 2019, Cochrane, Taylor und Wieland 2019). Sie stärkt die Glaubwürdigkeit der Notenbank. Zudem können solche Referenzwerte für eine unabhängige Notenbank hilfreich dabei sein, eine Exit-Strategie aufzustellen, wie sie zukünftig die hohen und derzeit schnell steigenden Anleihebestände wieder zurückführen könnte.

44. Die Fed hat in ihrem Monetary Policy Report wiederholt die Implikationen von fünf Zinsregeln für die Federal Funds Rate dargestellt. Darunter befinden sich drei Varianten der Taylor (1993)-Regel. Bis 2019 hat sich die Zinspolitik der Fed wieder stärker diesen Regeln angenähert (Federal Reserve 2019, Taylor 2021). Der Sachverständigenrat verwendet seit dem Jahr 2013 in seinen Jahresgutachten zwei Regeln, um die Geldpolitik der EZB einzuordnen: eine Variante der Taylor-Regel und eine Variante einer Zinsänderungsregel nach Orphanides und Wieland (2013). Varianten beider Regeln werden von der Fed ebenfalls berücksichtigt. Die Taylor-Regel setzt das (reale) Zinsniveau in Abhängigkeit von der Abweichung der Inflationsrate vom Ziel und der Produktionslücke.

45. Die Taylor-Regel erlaubt eine einfache Berechnung einer Empfehlung für den Notenbankzins,  $i_t^{T93}$ , die auf die wirtschaftliche Entwicklung sowie die Abweichung der Inflationsrate vom Ziel der Notenbank reagiert. Sie ist also eine Reaktionsfunktion folgender Form:

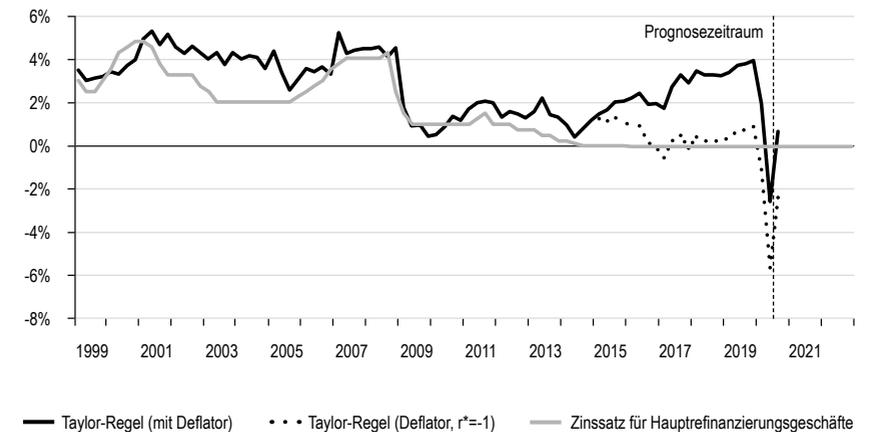
$$i_t^{T93} = \pi_t + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5(y_t - y_t^*) + r^*$$

46.  $\pi$  steht für die Jahresinflationsrate, etwa für den BIP-Deflator oder einen Verbraucherpreisindex. Die Auslastung der Wirtschaft wird durch die Produktionslücke ( $y_t - y_t^*$ ) gemessen, also die Differenz zwischen dem tatsächlichen BIP und dem Potenzialniveau ausgedrückt in Prozent. Das Inflationsziel ist  $\pi^*$ , während  $r^*$  der langfristige reale Gleichgewichtszins ist. Potenzialniveau und Gleichgewichtszins müssen geschätzt werden, wobei die Schätzwerte mit hoher Unsicherheit verbunden sind. In der ursprünglichen Taylor-Regel sind das Inflationsziel und der reale Gleichgewichtszins auf 2 Prozent gesetzt. Die Verhältnismäßigkeit des Instrumenteneinsatzes wird durch die Reaktionsparameter bestimmt: 1,5 für die Inflation, 0,5 für die Inflationsabweichung vom Ziel und 0,5 für die Produktionslücke.

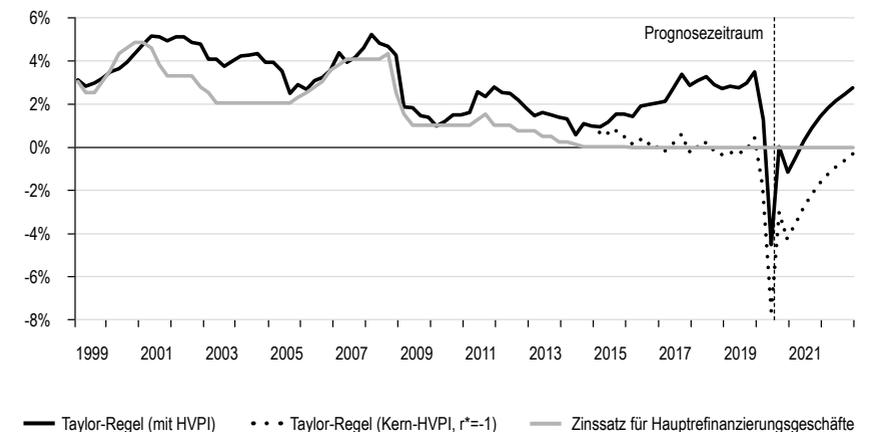
47. Abbildungen 7a und 7b zeigen eine Anwendung der Taylor-Regel auf den Euro-Raum. Dabei werden zwei Inflationsmaße verwendet: der BIP-Deflator, der die Preise aller im Euro-Raum produzierten Güter und Dienstleistungen erfasst, sowie die sogenannte Kernrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), die dem HVPI ohne Energiepreise und Preise für bestimmte Lebensmittel entspricht.

48. Der Anstieg des Leitzinses der EZB in den ersten Jahren der Währungsunion entsprach ziemlich genau der Taylor-Regel, unabhängig vom gewählten Inflationsmaß. In den Jahren vor der Finanzkrise war die Geldpolitik jedoch aus der Perspektive der Taylor-Regel zu locker. Die starke Lockerung in Reaktion auf die Rezession 2008/2009 entsprach dagegen der Regel, ebenso wie das Zinsniveau von 1 Prozent, das die EZB danach für mehrere Jahre beibehielt. Bis zum Jahr 2014 zeigte die Regel einen etwas höheren Zins als den EZB Leitzins an, deutete aber zwischen 2012 und 2014 ebenfalls eine Lockerung an. Nach dem Jahr 2015 fordert die Regel eine Straffung der Politik. Im Jahr 2019 liegt die Lücke bei 3 Prozentpunkten. Hinzu kommt, dass die EZB seit dem Jahr 2015 eine umfangreiche quantitative Lockerung durchgeführt hat. Die Taylor-Regel unterstützt demnach die Sorge des Bundesverfassungsgerichts um die Verhältnismäßigkeit der quantitativen Lockerung, denn

**Abbildung 7a:** Taylor-Regel für den Euro-Raum mit Echtzeitdaten der EZB und AMECO-Nowcasts: BIP-Deflator (Prognose basiert auf den aktuellen Projektionen des EZB-Stabes (Dez. 2020))



**Abbildung 7b:** Taylor-Regel für den Euro-Raum mit Echtzeitdaten der EZB und AMECO-Nowcasts: Kern-HVPI (Prognose basiert auf den aktuellen Projektionen des EZB-Stabes (Dez. 2020))



Quelle: Wieland (2021).

sie legte nahe, dass die Geldpolitik infolge der wirtschaftlichen Erholung im Euro-Raum hätte gestrafft werden sollen.

49. Allerdings hat die EZB ebenso wie die Fed auf einen signifikanten Rückgang von Schätzwerten für den langfristigen Gleichgewichtszins,  $r^*$ , hingewiesen. Damit wurde eine „lower for longer“-Strategie und zusätzliche quantitative Lockerung gerechtfertigt. Diese Schätzwerte sind jedoch mit sehr hoher Unsicherheit verbunden (Beyer und Wieland 2019). Der Rückgang wird unter anderem mit einem niedrigeren Produktivitätswachstum und höherer Sparneigung aufgrund der demografischen Entwicklungen begründet. Veränderungen in  $r^*$  und im Potenzialniveau können in der Taylor-Regel berücksichtigt werden. Um dies zu illustrieren, zeigen Abbildungen 7a und 7b Varianten der Taylor-Regel mit einem um drei Prozentpunkte niedrigeren Gleichgewichtszins (-1 Prozent).  $r^*$  sinkt sukzessive über drei Jahre ab dem Jahr 2015 auf dieses Niveau. Dementsprechend empfiehlt die Taylor-Regel einen Zins von etwa 0 Prozent bis 2019, fordert jedoch keine quantitative Lockerung. Demnach weicht das PSPP, das seit dem Jahr 2015 implementiert wird, von der Regel nach unten ab.

Abbildung 8: Schätzwerte der Produktionslücke im Euro-Raum (Quartalswerte)



Quelle: Wieland (2021).

50. Wenig überraschend empfiehlt die Taylor-Regel eine extreme zusätzliche Lockerung infolge der Corona-Krise. Grund ist die tiefe negative Produktionslücke relativ zu dem von der Europäischen Kommission geschätzten Potenzialniveau, die in Abbildung 8 ersichtlich ist. Allerdings führen die Verhaltensreaktionen der Haushalte und Unternehmen im Zuge der Pandemie ebenfalls zu einem Rückgang des Produktionspotenzials. So legt etwa eine Analyse für die U.S.-Wirtschaft, die ein makroökonomisches Modell mit einem epidemiologischen Modell verbindet, nahe, dass die negative Produktionslücke weniger als ein Viertel des BIP-Rückgangs ausmacht (Eichenbaum, Rebelo und Trabandt 2000). Zudem wird das Potenzialniveau noch durch die Reduktion der Angebotskapazitäten aufgrund öffentlicher Anordnungen reduziert. Zieht man dies in Betracht, ergibt sich eine weitaus kleinere Lücke als in Abbildung 8. Dies wäre im Rahmen einer Operationalisierung für eine praktische Verhältnismäßigkeitsprüfung ebenso zu berücksichtigen wie eine Umrechnung der empfohlenen Zinssenkung in eine quantitative Lockerung mit entsprechender Wirkung. Unter Verwendung von Schätzungen der EZB und modell-basierten Schätzungen dürften die EZB-Maßnahmen ungefähr einer Zinssenkung um 2 ½ bis 3 Prozentpunkte entsprechen (SVR 2020, Ziffer 150).

#### IV Ist die neue Strategie der Fed ein Vorbild für die EZB?

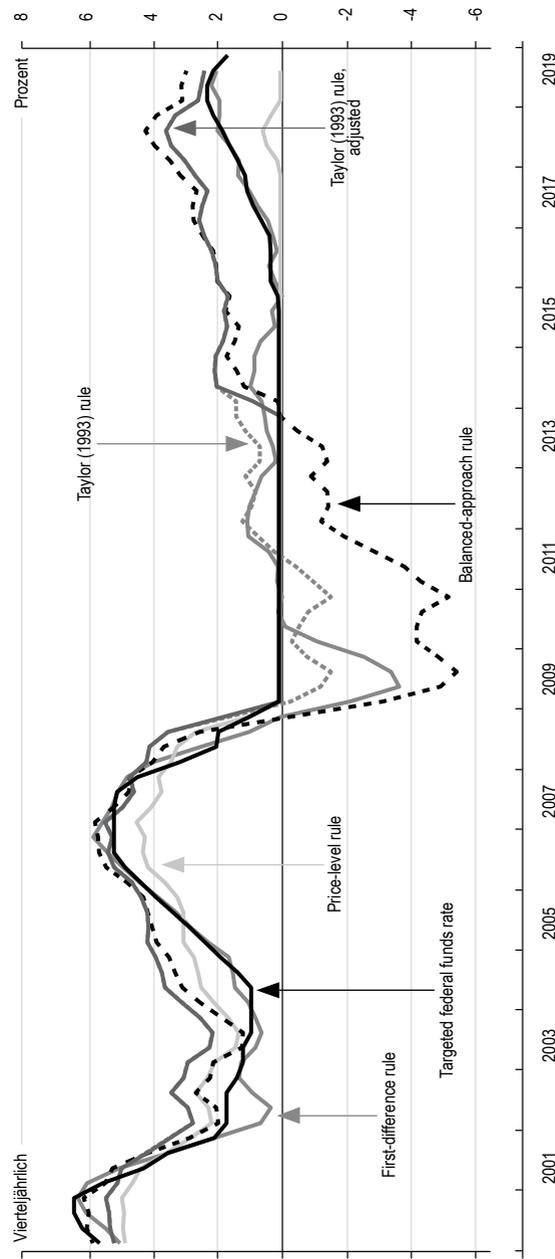
##### 4.1 Die Strategy Review der Fed

51. Die U.S. Notenbank Fed hat sich in ihrer Strategy Review vor allem von der Frage leiten lassen, wie sich ein Rückgang des langfristigen, realen Gleichgewichtszinses auf die Wirksamkeit ihrer Geldpolitik auswirkt. Die Ursachen für solch einen Rückgang sieht sie in dem Rückgang des Produktivitätswachstums, einer erhöhten Sparneigung aufgrund weltweiter demografischer Entwicklungen sowie fiskalpolitischer Entwicklungen. Infolgedessen ist häufiger mit Episoden zu rechnen, in denen die Nominalzinsen nahe 0 Prozent liegen oder gar negative Werte annehmen.

52. Im August 2020 hat die Fed einen historischen Strategiewechsel angekündigt. Zukünftig will sie ein durchschnittliches Inflationsziel („Average Inflation Targeting“) über mehrere Jahre anvisieren. Da die Inflation nun schon seit vielen Jahren unterhalb von 2 Prozent lag, dürfte die Fed damit einen Anstieg über das Ziel hinaus in Aussicht stellen. Damit verfolgt die Fed eine „Make-up-Strategy“ also eine „Nachholstrategie“. Wenn in einer Zeit, in der die Fed die Zinsen nicht ausreichend tief senken kann, die Inflation deshalb unter dem Ziel bleibt, will sie dies in nachfolgenden Jahren mit einem Überschießen übers Ziel ausgleichen. Das ist nun formalisiert, aber nicht neu. Mit diesem Argument hat die Fed bereits die lang anhaltenden Nullzinsen und Anleihekäufe während der Erholungsphase nach der Finanzkrise begründet. Sie hat sogar Zinsregeln veröffentlicht, die dies anhand des Zinspfades aufzeigen, wie sie in Abbildung 9 dargestellt sind.

53. Sowohl die Preisniveausteuerung (price-level rule) und die erweiterte Taylor-Regel (Taylor rule adjusted), die in Abbildung 9 dargestellt sind, bewirken einen Nachholeffekt. Die erweiterte Taylor-Regel kompensiert für Perioden, in denen sie ein Zinsniveau im negativen Bereich vorgeschrieben hat, mit einer entsprechenden Verlängerung der Nullzinsphase. Die Preisniveau-Regel implementiert ein Preisniveauziel, das mit einer Rate von 2 Prozent zunimmt, so dass auf Deflationsphasen längere Inflationsphasen folgen, in denen die Inflationsrate 2 Prozent überschreitet.

Abbildung 9: Geldpolitische Regeln im U.S. Fed Monetary Policy Report, July 2019



Hinweis: Die Regeln verwenden historische Werte der Federal Funds Rate, der Kerninflation der persönlichen Konsumausgaben (PCE) und der Arbeitslosenquote. Die vierteljährlichen Projektionen der längerfristigen Werte für den Leitzins und die Arbeitslosenquote werden durch Interpolation der halbjährlichen 6- bis 10-Jahres-Projektionen von Blue Chip Economic Indicators abgeleitet. Der längerfristige Wert für die Inflation wird mit 2 Prozent angenommen. Der Zielwert des Preisniveaus ist das durchschnittliche Niveau des Preisindex für PCE ohne Lebensmittel und Energie im Jahr 1998, extrapoliert mit 2 Prozent pro Jahr. Die Daten für den Zielwert der Federal Funds Rate reichen bis zum zweiten Quartal des Jahres 2019.

Quellen: Federal Reserve Bank of Philadelphia; Wolters Kluwer; Blue Chip Economic Indicators; Federal Reserve Board staff estimates.

54. Im Vergleich zur EZB ist positiv zu bewerten, dass die Fed bereits seit dem Jahr 2014 Prinzipien für die Reduktion der Notenbankbilanz veröffentlicht und bis zum Jahr 2018 tatsächlich eine Straffung der Geldpolitik vorgenommen hat. Beides ist bei der EZB ausgeblieben. Damit hat sich die Zinspolitik der Fed vor der Corona-Krise wieder den Empfehlungen der Zinsregeln angenähert. Außerdem ist die Veröffentlichung von Zinsregeln sinnvoll. Zum einen lassen sich damit Referenzwerte für die Geldpolitik als proportionale/verhältnismäßige Reaktionen auf makroökonomische Entwicklungen gewinnen. Außerdem können sie die Unabhängigkeit gegenüber politischem Druck, die Geldpolitik zu lockern, stärken.

55. Während Zinsregeln ein sinnvolles Element für die EZB-Strategie darstellen, sind die beiden wichtigsten Ergebnisse der Fed Strategy Review kritischer zu sehen. Die Fed hofft mit dem Schritt zu „Average Inflation Targeting“, schon jetzt die Inflationserwartungen zu erhöhen. Das wird möglicherweise jedoch schwierig. Zum einen könnten Marktteilnehmer spekulieren, dass die Fed, wenn eine Inflation von 2 Prozent erreicht ist, von einer weiteren Inflationierung absieht. Zum anderen bleibt manches unklar, zum Beispiel über welchen Zeitraum der Durchschnitt bei 2 Prozent liegen soll. Und wenn es tatsächlich dazu käme, dass die Inflationsrate das Ziel überschießt, könnte es zudem recht schwierig werden, das wieder einzufangen.

56. Möglicherweise unterschätzt die Fed das Risiko einer wieder steigenden und zu hohen Inflation sowie andere Risiken, die sich aus einer langanhaltenden Periode mit niedrigen langfristigen Zinsen ergeben. Die Fed geht davon aus, dass demografische Entwicklungen und der Rückgang der Produktivität den realen Zins langfristig niedrig halten. In den vergangenen Jahren sind empirische Studien erschienen, die einen verstärkten Rückgang des Gleichgewichtszinses seit der Rezession von 2008/2009 nahelegen (Laubach und Williams 2015, Holsten, Laubach und Williams 2017). Allerdings sind die Schätzungen recht unsicher (Beyer und Wieland 2019, SVR 2017).

57. Außerdem könnten sich die Ursachen, die zu niedrigen Realzinsen und niedriger Inflation geführt haben, wieder ändern. Die geburtenreichen Jahrgänge gehen bald in Rente und sparen dann zumindest nicht mehr so viel, lösen ihre Ersparnisse vielleicht sogar eher für den Konsum im Alter auf. Es könnte wieder zu einer Umkehr der Entwicklung kommen, die zu höherer Inflation und höheren Realzinsen führen könnte (Goodhart und Pradhan 2020).

Außerdem hängt der relativ schwache Anstieg der Inflation mit der Globalisierung zusammen. Ein jüngerer Indiz dafür ist die schwache Entwicklung der Importpreise im Euro-Raum. Sie hat dazu beigetragen, dass die Inflationsrate gemessen mit dem Konsumentenpreisindex deutlich geringer ausgefallen ist als die Inflationsrate gemessen mit dem BIP-Deflator, der die Preise der im Euro-Raum produzierten Güter und Dienstleistungen erfasst (Wieland 2021).

58. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass die Fed ihre Geldpolitik wohl nicht mehr straffen wird, wenn die Arbeitslosigkeit die sogenannte natürliche Quote unterschreitet, die mit einer stabilen Inflationsrate einhergeht. Dieser Wert ist zwar nur unpräzise geschätzt, aber sicher nicht weniger präzise als der langfristige Gleichgewichtszins, auf den die Fed stark abstellt.

59. Die Studien und Einschätzungen der Fed werden sicher Einfluss auf die Strategieüberprüfung der EZB haben. Aber es gibt große Lücken. Insbesondere ist zu bedauern, dass die Fed keinen Versuch unternommen hat zu prüfen, ob die Geldpolitik vor der Finanzkrise möglicherweise zum Immobilien- und Kreditboom beigetragen hat. Die Frage, ob die Fed in Zukunft deshalb im Rahmen der Geldpolitik mehr darauf achten muss, Kredit- und Vermögenspreisbooms zu bremsen, wurde ebenso ausgeblendet. Es ist zu wünschen, dass die EZB dahingehend anders vorgeht. Denn ihre Strategie des monetären Cross-Checking hat vor der Finanzkrise tatsächlich Warnsignale geliefert.

60. Das numerische Ziel von unter, aber nahe 2 Prozent Inflation, das die EZB gegenwärtig verfolgt, muss nur in der mittleren Frist erreicht werden. Dies lässt sehr viel temporären Spielraum nach oben und nach unten. Es schließt ein Überschießen der Inflationsrate über das Ziel keineswegs aus.

#### 4.2 Hierarchie der Ziele bei der EZB im Gegensatz zum Mandat der Fed

61. Während der Federal Reserve Act, der das Mandat der Fed bestimmt, sowohl Preisstabilität als auch möglichst hohe Beschäftigung als gleichrangige Ziele beschreibt, bringt das EZB Mandat eine Hierarchie zum Ausdruck. Artikel 127 AEUV (ex-Artikel 105 EGV) (1) legt dazu folgendes fest:

*Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken (im Folgenden „ESZB“) ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB*

*die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen. Das ESZB handelt im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, und hält sich dabei an die in Artikel 119 genannten Grundsätze.*

62. Die Inflation ist letztlich ein monetäres Phänomen. Insofern ist es der Notenbank tatsächlich möglich, darauf nachhaltigen Einfluss zu nehmen, d.h. die Inflationsrate zwar nicht kurzfristig, so doch in der mittleren bis längeren Frist zu kontrollieren. Bezüglich Arbeitslosigkeit und realem Wirtschaftswachstum sind die Möglichkeiten der Geldpolitik dagegen stark eingeschränkt. Sowohl monetaristische wie Neu-Keynesianische Theorien gehen von lediglich kurz- bis mittelfristigen realen Effekten der Geldpolitik aus. Sie stützen sich dabei auf vielfältige empirische Erkenntnisse. Die Geldpolitik kann demnach die Wirtschaftsleistung und das Beschäftigungsniveau bestenfalls kurz- und mittelfristig verändern, solange die allgemeine Lohn- und Preisentwicklung nicht vollständig auf die veränderte Geldpolitik reagiert haben.

63. Ein weiterer Grund, der Preisstabilität Vorrang zu geben, ist das sogenannte Zeitinkonsistenzproblem der Geldpolitik. Der kurzfristige „Trade-off“ zwischen Beschäftigung und Inflation setzt einen Anreiz, mit einer (unerwartet) lockeren Geldpolitik die wirtschaftliche Aktivität und die Beschäftigung temporär zu steigern, auf die Gefahr hin, dass die Inflation mittelfristig und anhaltend zunimmt. Regierungen könnten in Versuchung geraten, diesem Anreiz nachzugeben, etwa vor wichtigen Wahlen. Dies ist ein bedeutendes Argument für die Unabhängigkeit der Notenbank von politischer Kontrolle in Bezug auf die Geldpolitik und für ein hierarchisches Mandat (Issing 2019). Tatsächlich ist es etwa der unabhängigen Bundesbank in den 1970er Jahren gelungen, einen starken Anstieg der Inflation in den zweistelligen Bereich, wie er in den anderen führenden Industrienationen im Nachgang zu den Ölkrisen stattfand, zu vermeiden (Issing und Wieland 2013).

64. Die Beschäftigung ist sehr stark von nationalen Regelungen betroffen. Die Fed hat es da deutlich leichter als die EZB; denn Arbeitsmarkt und Arbeitsmarktpolitik sind in den Vereinigten Staaten relativ einheitlich, wenngleich die US-Bundesstaaten in manchen Bereichen, wie etwa beim Mindestlohn, unterschiedliche Regelungen treffen. In den Mitgliedstaaten des Euro-Raums bestehen dagegen sehr grundsätzliche Unterschiede in der

Arbeitsmarktverfassung und -politik. Die Entwicklungen von Beschäftigung und Arbeitslosigkeit sind deshalb entsprechend heterogen. Es ergeben sich über längere Zeiträume ganz unterschiedliche Trends, sowohl innerhalb der Mitgliedstaaten, wenn Reformen vorgenommen wurden, wie im Vergleich zwischen den Mitgliedstaaten. Für die USA lässt sich eine natürliche Arbeitslosenquote schätzen, die sich über lange Zeiträume nur wenig verändert hat und seit der Finanzkrise etwas zurückgegangen ist. Die Fed veröffentlicht regelmäßig die Einschätzungen der Mitglieder des Federal Open Market Committee in Form einer Umfrage.

65. Das Konzept einer natürlichen Arbeitslosenquote für den Euro-Raum insgesamt ist für die Notenbank kaum verwendbar, da die Bedingungen in den Mitgliedstaaten zu heterogen sind, um einen Durchschnitt für den Euro-Raum zu benutzen. Im Rahmen empirischer Schätzungen des Zusammenhangs zwischen Inflation und der Wirtschaftsleistung kann für den Euro-Raum stattdessen die Produktionslücke, also die Differenz zwischen aktuellem BIP und Potenzialniveau, verwendet werden.

## V Was sollte der EZB-Rat ändern und was nicht?

66. Mit dieser Studie legt der Kronberger Kreis Antworten dazu vor, ob das Mandat der EZB neu ausgelegt, die Strategie überholt, neue Instrumente eingeführt oder der Einsatz der geldpolitischen Instrumente besser überprüft werden sollte. In diese Überlegungen gehen die Erfahrungen aus der Finanzkrise, der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum und der Corona-Krise ein.

### 5.1 Auslegung des Mandats

67. Das Mandat der EZB, wie es im Maastricht Vertrag festgelegt wurde, muss operationalisiert und damit ausgelegt werden. Die im Mandat festgeschriebene Priorität der Preisstabilität hat sich grundsätzlich bewährt. Tatsächlich gelang es der EZB, vor und nach der globalen Finanzkrise eine hohe Inflation genauso wie eine ausgeprägte Deflation zu vermeiden. Die Inflationsrate blieb – insbesondere im internationalen Vergleich – niedrig und stabil. Sie ist nie weit vom im Rahmen der EZB-Strategie selbst gesetzten quantitativen Ziel von unter, aber nahe 2 Prozent abgewichen.

68. Gleichzeitig ergriff die EZB eine Reihe von außergewöhnlichen Maßnahmen zur Krisenbekämpfung, deren Ankündigung und (teilweise) Umsetzung einen großen, stabilisierenden Einfluss auf die Entwicklung der Euro-Zone und ihrer Mitgliedstaaten hatten. Dabei war und ist die im Mandat vorgesehene Trennung von Geld- und Fiskalpolitik sowie das Verbot der monetären Staatsfinanzierung zu beachten. Die EZB kann nicht alle Probleme der Mitgliedstaaten lösen.

69. Die fiskalpolitische Verantwortung liegt bei den Regierungen und Parlamenten der Mitgliedstaaten. Nur die Regierungen der Mitgliedstaaten verfügen über die notwendige demokratische Legitimation, um weitreichende fiskalpolitische Entscheidungen zu treffen. Die große Unabhängigkeit des EZB-Rats ist nur durch ein eng auf die Preisstabilität ausgerichtetes Mandat zu rechtfertigen.

70. Eine gerichtliche Überprüfung der EZB-Politik, wie sie durch den Europäischen Gerichtshof und das Bundesverfassungsgericht vorgenommen wurde, ist grundsätzlich sinnvoll (siehe Kronberger Kreis 2016). Dies gilt nicht

zuletzt für den Ansatz des Bundesverfassungsgerichts, auf gewisse Grenzen abzustellen, um die Verhältnismäßigkeit der Geldpolitik und die Trennung von Geld- und Fiskalpolitik sicherzustellen. Dazu gehören etwa der Kapital-schlüssel bei Staatsanleihekäufen sowie die Emissions- und Emittentengrenzen. Solche Grenzen helfen zudem, eine fiskalische Dominanz der Geldpolitik zu vermeiden und die Unabhängigkeit der EZB zu erhalten.

71. Darüber hinaus erlaubt das Mandat unter der Voraussetzung, dass Preisstabilität gewährleistet bleibt, die Ziele der EU zu unterstützen. Zu den in Art. 3 EUV genannten wirtschaftspolitischen Zielen der Union zählen eine „nachhaltige Entwicklung Europas auf der Grundlage eines ausgewogenen Wirtschaftswachstums“, eine „in hohem Maße wettbewerbsfähige soziale Marktwirtschaft“ sowie „ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität“. Die Aufgabe, die allgemeine Wirtschaftspolitik der EU zu unterstützen und zu den Zielen des Art. 3 EUV beizutragen, ist allerdings nicht als Mandat zu einer eigenständigen Wirtschaftspolitik zu verstehen, sondern als Pflicht, die Nebenwirkungen der Geldpolitik zu berücksichtigen. Denn der EZB fehlt die demokratische Legitimation für die für eine eigenständige Wirtschaftspolitik notwendigen Interessensabwägungen. Beispielsweise ist bei der Wahl der Instrumente zu berücksichtigen, ob es andere Instrumente gibt, bei denen die negativen Nebenwirkungen geringer sind oder ganz vermieden werden können. Insbesondere die neuen Instrumente der quantitativen Lockerung, wie etwa Staats- und Unternehmensanleihekäufe bringen im Vergleich zur üblichen Zinspolitik besondere Nebenwirkungen mit sich – etwa für die Finanzstabilität.

72. Naheliegender ist, dass die EZB ähnlich wie andere Notenbanken die Wirkungen und Nebenwirkungen ihrer Geldpolitik auf den Konjunkturzyklus und Schwankungen in der Arbeitslosigkeit berücksichtigt. Dies ist ein Grund, den sie dafür anführt, dass sie das Ziel der Preisstabilität in der mittleren Frist verfolgt. Den verbleibenden Spielraum kann sie nutzen, um mit ihrer Geldpolitik stabilisierend auf den Konjunkturzyklus und Schwankungen in der Arbeitslosigkeit einzuwirken. Dies dürfte die Stabilisierung der Inflationsentwicklung zudem etwas erleichtern. Solche realwirtschaftlichen Wirkungen sind allerdings temporär. Eine dauerhafte Reduktion der Arbeitslosigkeit durch geldpolitische Maßnahmen ist nicht möglich. Die EZB sollte sich hüten, hier zu viel zu versprechen.

73. Des Weiteren ist Finanzstabilität ein wichtiges Ziel, das im Rahmen des hierarchisch angelegten Mandats der EZB ebenfalls in der Geldpolitik berücksichtigt werden kann. Grundlage für die Finanzstabilität ist zunächst eine angemessene Regulierung und Aufsicht über das Finanzsystem. In der Bankenaufsicht hat die EZB bereits eine bedeutende Rolle, insbesondere für die systemrelevanten Institute. Zudem hat die EZB die Möglichkeit, makroprudenzielle Maßnahmen der Mitgliedstaaten wie etwa zeit-varierende Kapitalpuffer aufzustocken, wenn sie nach ihrer Einschätzung nicht ausreichen, um Übertreibungen bei der Kreditvergabe zu vermeiden.

74. Die Geldpolitik sollte zuallererst zu vermeiden suchen, dass sie zur Instabilität des Finanzsystems und zum Aufbau von Risiken für Banken und Vermögenspreisentwicklungen beiträgt. Die makroprudenzielle Politik kann solche Risiken nicht allein begrenzen. Dies hat sich etwa während des kreditgetriebenen Immobilienbooms in Spanien vor der Finanzkrise gezeigt. Deshalb sollte die Geldpolitik den Finanzzyklus sowie diejenigen Risiken berücksichtigen, die sich daraus für das Finanzsystem ergeben.

75. Zu beachten ist, dass es hierbei zu Zielkonflikten zwischen Geldpolitik und Regulierung sowie makroprudenzieller Politik kommen kann. Die enge Verbindung von Geldpolitik und Aufsicht, wie im Euro-Raum seit der Bankenunion gegeben, birgt Gefahren. So könnte die Notenbank versucht sein, Probleme in ihrer Rolle als Aufseher zu vermeiden, indem sie Banken zu lange mit Notenbankliquidität versorgt. Eine Möglichkeit, dies zu vermeiden, bestünde darin, eine Allfinanzaufsicht zu gründen, in der aufsichtliche und makroprudenzielle Verantwortung vereint sind und zwar außerhalb der EZB. Dafür wäre jedoch eine Änderung der europäischen Verträge erforderlich.

76. Zu den Finanzstabilitätsrisiken gehören selbstverständlich die Risiken, die sich etwa aus dem Klimawandel sowie den zu seiner Eindämmung oder zur Anpassung an die Klimaerwärmung notwendigen Maßnahmen ergeben. Massive Veränderungen im Wirtschaftssystem, die der Ausstieg aus fossilen Energieträgern mit sich bringt, können Vermögenswerte entwerten und die Stabilität von Banken gefährden.

77. Von einer breiten Auslegung des Mandats, mit der der aktive Einsatz der Notenbankbilanz zur Finanzierung und Subvention von Klimaschutzprojekten gerechtfertigt werden könnte, ist dagegen abzuraten. Instrumente zur Eindämmung der Treibhausgasemissionen liegen in der Hand der Regierungen

und Parlamente. Auf EU-Ebene gibt es bereits ein System, um Emissionszertifikate zu handeln. Dieses System auf alle Sektoren in den Mitgliedstaaten auszuweiten, und so einen effektiven Preis für Treibhausgasemissionen zu setzen, ist eine zielführende Lösung. Die Notenbank kann dagegen den Klimawandel mit ihren Instrumenten nicht verhindern. Zusätzliche geldpolitische Interventionen, mit denen die Finanzierung bestimmter Unternehmen relativ zu anderen begünstigt würde, könnten zudem den Emissionspreis, den Mitgliedstaaten herbeiführen, unangemessen verzerren. Die Notenbank läuft Gefahr, Erwartungen zu wecken, die sie dann enttäuschen muss, und so zusätzliche Kritik und Forderungen auf sich zu ziehen. Da sie damit tief im politischen Bereich aktiv ist und in entsprechende Kontroversen verwickelt wird, riskiert sie, ihre Unabhängigkeit aufs Spiel zu setzen. Zudem könnte mit diesem Argument die Notenbankbilanz und Zinspolitik genauso zur Unterstützung anderer Politikbereiche herangezogen werden, etwa für die Handelspolitik mittels Währungsinterventionen oder die Sozialpolitik mittels indirekter oder direkter Transfers.

78. Auswirkungen klimapolitischer Maßnahmen auf Konjunktur und Preisentwicklung dürften jedoch durchaus zu geldpolitischen Stabilisierungsmaßnahmen führen. So ist etwa zu erwarten, dass die Erhöhung von Preisen für Treibhausgas-Emissionen und die Einführung einer CO<sub>2</sub>-Bepreisung auf Sektoren wie Gebäude und Mobilität zu einem Anstieg der Inflation führen. Die Einführung eines CO<sub>2</sub>-Preises für diese Sektoren in Deutschland im Rahmen des Klimaschutzgesetzes dürfte die Inflation gemessen am HVPI im Jahr 2021 um bis zu 1,2 Prozentpunkte erhöhen (Nöh, Rutkowski und Schwarz 2020).

## 5.2 Bewährte und neue Elemente für die Strategie

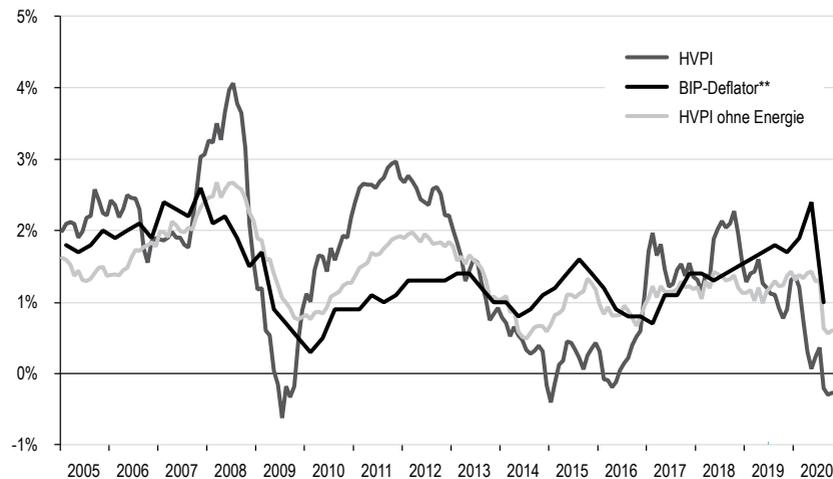
79. Die Strategie, welche die EZB bereits im Jahr 1998 selbst festgelegt und im Jahr 2003 in einer Midterm Review bestätigt hat, ist grundsätzlich als zweckmäßig und erfolgreich zu bewerten. Allerdings ergaben sich in den vergangenen Jahren gewisse Verschiebungen in der Kommunikation und Anwendung, die problematisch sind. Transparenz und Konsistenz der Kommunikation sollten verbessert werden. Zudem sollten in der Anwendung der Strategie bestimmte Aspekte neu einbezogen oder wieder stärker berücksichtigt werden.

80. Zentrale Konzepte sind das quantitative Ziel, d.h. die Höhe der Inflationsrate, die noch mit Preisstabilität vereinbar ist, und das Maß, auf das diese sich bezieht. Im Jahr 1999 begann die EZB mit einem Ziel von 0 bis unter 2 Prozent Inflation. Der mittlere Wert lag damit bei 1 Prozent. Im Jahr 2003 stellte die EZB im Zuge ihrer Midterm Review der Strategie fest, dass ein Wert von unter aber nahe 2 Prozent vorzuziehen und konsistent mit ihrer Strategie sei. Die zwei wichtigsten Gründe, die in Analysen aufbereitet wurden, waren der höhere Abstand zur Nullzinsgrenze, an der die Effektivität der Geldpolitik zurückgeht, und die Messung der Inflation, die Verzerrungen, etwa aufgrund unzureichender Berücksichtigung von Qualitätsänderungen der Produkte im Warenkorb, aufweist, sodass die tatsächliche Inflation überschätzt wird. Die Midterm Review des Jahres 2003 war somit sehr vorausschauend, denn die effektive Untergrenze für den Notenbankzins ist nun seit Jahren ein zentrales Element der geldpolitischen Debatte in allen Industrieländern. Empirische Analysen zeigen, dass die Zinspolitik der EZB mit einem numerischen Ziel von 1,7 bis 1,8 Prozent konsistent war (Bletzinger und Wieland 2017). Dabei legt die Evidenz eine symmetrische Reaktion relativ zu diesem Ziel nahe. Der ehemalige EZB-Präsident Draghi hat zuletzt das Ziel von unter, aber nahe 2 Prozent als einen Wert von 1,9 Prozent interpretiert.

81. Eine deutliche Erhöhung des Ziels, zum Beispiel auf 3 oder 4 Prozent, ist allerdings keine Option. Sie wäre mit dem Mandat Preisstabilität nicht zu vereinbaren. Der Messfehler dürfte zudem relativ zur Midterm Review aus dem Jahr 2003 abgenommen haben, sodass selbst bei 2 Prozent etwas mehr Luft ist. So stellte die EZB bereits im Jahr 2014 fest: „Anhand der verfügbaren Hinweise lassen sich Messfehler im HVPI für das Eurogebiet nicht schätzen. ... Im Rahmen der Konzeptionierung des HVPI wurden ... technische Maßnahmen eingeführt..., um potenzielle Fehlerquellen zu reduzieren“ (EZB, Monatsbericht April 2014, S. 47). Außerdem hat die EZB inzwischen weit mehr Erfahrung mit quantitativen Maßnahmen, um Deflationsrisiken besser bekämpfen zu können. Ein weiteres Problem einer deutlichen Erhöhung bestünde darin, dass sich die EZB im aktuellen Umfeld sehr schwer tun dürfte, die Inflation in die Nähe der höheren Zielrate zu bringen. Dies dürfte ihre Glaubwürdigkeit beschädigen.

82. Eine Anpassung auf exakt 2 Prozent wäre weniger problematisch. Allerdings bringt sie keinen deutlich größeren Abstand zur Nullzinsgrenze mit sich. Die Unschärfe in der bisherigen Zielsetzung wirkt wie eine kleine Zielzone für die Inflationsrate. Eine Zielzone gibt etwas Spielraum, der genutzt werden kann, wenn eine gewisse Flexibilität für andere Ziele hilfreich ist. Ist etwa die

**Abbildung 10:** Inflationsentwicklung: Harmonisierter Verbraucherpreisindex und BIP-Deflator im Euro-Raum\*



\* Saison- und kalenderbereinigte Daten \*\* Quartalsdaten

Quellen: Eurostat, EZB.

Phillips-Kurve, d.h. der Zusammenhang zwischen Inflation und Produktionslücke, nahe dem Potenzialniveau sehr flach, so kann eine Zielzone wohlfahrtsverbessernd sein (Orphanides und Wieland 2000). Des Weiteren erleichtert eine Zielzone es der EZB, andere Inflationsmaße mit in den Blick zu nehmen.

83. Von größerer Bedeutung ist das Inflationsmaß, das verwendet wird. Hier sollte die Verbesserung der Strategie ansetzen. Der harmonisierte Verbraucherpreisindex, der im Mittelpunkt der Strategie steht, erfasst erstens nicht alle Preise, denn Investitionsgüter, Baukosten oder staatliche Dienstleistungen sind ausgenommen. Zweitens beinhaltet er importierte Güter und Dienstleistungen, darunter Öl und Gas. Die Importpreise tragen jedoch entscheidend zur hohen Volatilität des HVPI sowie zu der niedrigen durchschnittlichen Inflation seit dem Jahr 2013 bei. Drittens erfasst der HVPI einen wichtigen Ausgabenblock der Haushalte nur sehr eingeschränkt. Das sind die Kosten für Wohnraum, denn der HVPI schließt selbstgenutzte Immobilien aus.

84. Sinnvoll wäre es, die Entwicklung der Preise für Güter und Dienstleistungen, die im Euro-Raum produziert werden, stärker in den Blick zu nehmen. Diese misst der BIP-Deflator. Abbildung 10 zeigt die Entwicklung im Vergleich zum HVPI und zum Kern-HVPI.

85. Gemessen daran lag die Inflation zwischen 1999 und dem ersten Quartal 2009 bei durchschnittlich 2,0 Prozent – ohne großen Unterschied zum HVPI. Aber das hat sich geändert. In den Rezessionsjahren 2009 bis Anfang 2013, als die Eurokrise auf die globale Finanzkrise folgte, nahmen die Preise für inländische Güter und Dienstleistungen im Durchschnitt nur um 1 Prozent zu. Während der wirtschaftlichen Erholung seit Mitte 2013 bis Anfang 2020 lag die so gemessene inländische Inflation wieder höher bei durchschnittlich 1,3 Prozent. Im Jahr 2019 lag sie bereits bei 1,7 Prozent, was dem Ziel der EZB für den HVPI entsprechen würde. Der Anstieg der so gemessenen inländischen Güterpreis-inflation während der wirtschaftlichen Erholung von 2013 bis 2019 entspricht dem aus makroökonomischer Sicht erwarteten Zusammenhang zwischen Inflation und wirtschaftlicher Aktivität. Zudem zeigt sich darin eine gewisse Wirkung der geldpolitischen Lockerung bis zum Jahr 2018.

86. Im Jahr 2020 stieg die inländische Güterpreis-inflation weiter auf 1,9 Prozent im ersten und 2,5 Prozent im zweiten Quartal. Gleichzeitig ging die HVPI-Inflation stark zurück und fiel im September und Oktober in den negativen Bereich mit -0,3 Prozent. Dieser Rückgang hing mit einem scharfen Einbruch der Importpreise zusammen, die teils im HVPI beinhaltet sind, aber aus dem BIP-Deflator herausgerechnet werden. Der BIP-Deflator wird erst mit Verzögerung relativ zum HVPI publiziert. Der Anstieg auf 2,5 Prozent ist teils durch höhere öffentliche Güterinflation verursacht, hauptsächlich in Frankreich. Grund ist der weitgehende Shutdown infolge der Corona-Pandemie. Im dritten Quartal ist die Inflationsrate für den BIP-Deflator auf knapp 1 Prozent zurückgegangen.

87. Schließlich deckt der harmonisierte Verbraucherpreisindex Wohnungskosten nur unzureichend ab. Er erfasst die Kosten für selbstgenutzten Wohnraum nicht, sondern nur für den vermieteten Wohnraum. In vielen Ländern der Währungsunion ist der Anteil des von Eigentümern genutzten Wohnraums deutlich höher als in Deutschland. Es gibt zwei Wege, dies in der Inflationsmessung zu berücksichtigen. Zum einen könnten für den selbstgenutzten Wohnraum Vergleichsmieten verwendet werden. Damit würden die Mieten im HVPI höher gewichtet. Da die Mieten sich in vielen Mitgliedsstaaten sehr stabil entwickeln und nur mit Verzögerung auf einen Anstieg der Hauspreise oder

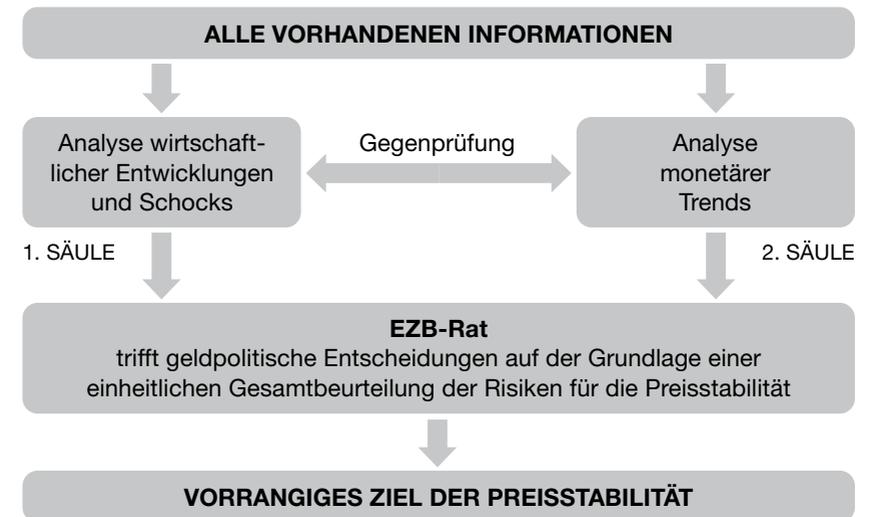
Baukosten reagieren, dürfte dies die Inflationsrate nur wenig verändern. Es würde jedoch die starken Schwankungen des HVPI etwas reduzieren. Zum anderen kann die Entwicklung der Kosten für die Anschaffung von selbstgenutztem Wohnraum berücksichtigt werden. Zu diesem Zweck entwickelt Eurostat seit einigen Jahren entsprechende Indizes. Diese Kosten schwanken stark und sind in den vergangenen Jahren teils stark gewachsen. In Deutschland etwa sind die jährlichen Wachstumsraten von 2 Prozent in 2014 auf 4 bis 5 Prozent in den Jahren 2018 und 2019 gestiegen (Wieland 2021).

88. Die breite Inflationsentwicklung sollte in den Entscheidungen des EZB-Rates und deren Kommunikation berücksichtigt werden. In der Kommunikation wird jedoch nur der HVPI verwendet und mit Inflation generell gleichgesetzt. Um andere Inflationsmaße in der Strategie und Kommunikation mit zu berücksichtigen, muss man die Definition des Ziels im Rahmen des Verbraucherpreisindex nicht aufgeben. Die Unschärfe des gegenwärtigen numerischen Ziels, oder eine explizite Zielzone, reichen aus, um die Entwicklung anderer Inflationsmaße in der Kommunikation aufzunehmen. Dies erlaubt eine Situation, in welcher der harmonisierte Verbraucherpreisindex schwächelt, aber andere Maße zulegen wie in den vergangenen Jahren, von anderen Situationen zu unterscheiden, in denen alle relevanten Inflationsmaße in dieselbe Richtung tendieren.

89. Außerdem wäre es wichtig, die Informationen und strategischen Elemente in der Strategie stärker zu gewichten, die auf erhöhte Finanzstabilitätsrisiken, eine übertriebene Kreditvergabe und Vermögenspreisentwicklungen hinweisen. Dafür ist die monetäre Säule der Zwei-Säulen-Strategie der EZB sehr gut geeignet. Denn die Zunahme der Geldmenge ist durchaus eng mit der Entwicklung der Kreditvergabe verbunden und liefert zeitnah Informationen.

90. Seit dem Jahr 1998 hat die EZB der Geld- und Kreditentwicklung eine besondere Bedeutung im Rahmen der monetären Säule der Strategie beigemessen. Dabei prüft der EZB-Rat, ob der Trend des Geldmengenwachstums mittel- und längerfristige Risiken für die Preisstabilität aufzeigt. Dies dient zur Gegenprüfung (cross-checking) einer Inflationsprognose, die auf der konjunkturellen Analyse basiert. Kredite sind aus Sicht der Geschäftsbanken das bilanzielle Gegenstück zu Depositen, die Bestandteil erweiterter Geldmengenaggregate sind. Aus diesem Grund überrascht es nicht, dass Geldmenge und Bankkredite eine ähnliche Entwicklung zeigen. Interessanterweise war direkt ersichtlich, dass ihre Wachstumsraten ab dem Jahr 2004 deutlich zunahmen.

Abbildung 11: Zwei-Säulen-Strategie der EZB



Quelle: EZB.

Gegen Ende des Jahres 2005 hat die EZB dann ihre Zinswende mit Signalen der monetären Säule begründet (Trichet 2008).<sup>3</sup>

91. Allerdings ist die monetäre Säule in der Kommunikation der EZB seit Jahren immer stärker in den Hintergrund getreten. Der Referenzwert für die Geldmengenwachstumsrate (M3) ist weggefallen. Aus heutiger Sicht ist festzuhalten, dass das Geldmengenwachstum in den Jahren vor der Finanzkrise deutliche Warnsignale bezüglich überhöhter Kreditvergabe geliefert hat. In den Jahren seit der Finanzkrise ist das Geldmengenwachstum deutlich moderater gewesen. Dies erklärt die Beobachtung, dass trotz der großen Bilanzausweitung in den Jahren nach der Finanzkrise ein starker Anstieg der

<sup>3</sup> Beck und Wieland (2008) haben eine formale Charakterisierung entwickelt, mit der die Gegenprüfung in Zinsregeln integriert werden kann, und ihre Wirkung in makroökonomischen Modellen analysiert. Eine praktische Anwendung liefert erstmalig Mitte des Jahres 2004 einen signifikanten Ausschlag.

Inflationsrate ausblieb. Die Entwicklung im Zuge der Corona-Krise zeigt jedoch in eine andere Richtung. Die Wachstumsrate der Geldmenge ist stark angestiegen und lag im zweiten und dritten Quartal 2020 bei rund 10 Prozent. Ein Wert, der zuletzt kurz vor der Finanzkrise erreicht wurde (Abbildung 3). Im vierten Quartal ist das M3-Wachstum weiter auf 12 Prozent gestiegen. Im Gegensatz zu der Entwicklung vor der Finanzkrise hängt der Anstieg des Geldmengenwachstums dieses Mal insbesondere mit einem starken Anstieg der öffentlichen Kredite zusammen. Sollte dieses hohe Geldmengenwachstum anhalten, ergeben sich daraus mittelfristig Risiken für eine höhere Inflation oder gar für Stagflation.

92. Die Transparenz der Geldpolitik sollte verbessert werden. Dazu würde folgendes beitragen: eine konsistente EZB-Ratsprognose anstelle einer bloßen EZB-Stabsprognose; alternativ, falls dies zu schwierig ist, wäre zumindest eine regelmäßige Umfrage unter Ratsmitgliedern zu ihren eigenen Erwartungen für Inflation, Wachstum, Arbeitslosigkeit und Zinsen zu veröffentlichen (ähnlich wie die FOMC-Umfrage der Fed). Ebenso sollte eine Prognose zur Bilanzentwicklung abgegeben werden und eine Strategie für ihre längerfristige Reduktion und Normalisierung veröffentlicht werden, um einem Eindruck einer anhaltenden monetären Finanzierung staatlicher Aufgaben entgegenzutreten. Die EZB sollte einfache Zinsregeln stärker in ihre Kommunikation einbeziehen, um so die Vorhersagbarkeit und Glaubwürdigkeit der Politik zu stärken. Abstimmungsergebnisse der Sitzungen sollten regelmäßig mit der Entscheidung bekannt gegeben werden. Wortprotokolle der Sitzungen sollten mit einigen Jahren Nachlauf veröffentlicht werden (in den USA fünf Jahre). So könnte zudem die Einschätzung der Verhältnismäßigkeit der Beschlüsse des EZB-Rates nachvollziehbar belegt werden.

### 5.3 Der Instrumenteneinsatz: Wirksamkeit und Nebenwirkungen

93. Vor der Finanzkrise ging es in der geldpolitischen Debatte in den USA und Europa über Jahrzehnte nur um Zinspolitik. Dann wurde im Jahr 2009 in den USA der Notenbankzins auf nahe 0 gesenkt und erst wieder ab Dezember 2015 angehoben. Im Euro-Raum wurde der Notenbankzins später zunächst auf 0 Prozent gesenkt und dann auf -0,5 Prozent. Notenbanken gehen von einer effektiven Untergrenze für den Nominalzins aus, da Sparer in Bargeld, das einen Nominalzins von 0 erzielt, ausweichen können. Deshalb werden nun schon seit vielen Jahren quantitative Lockerungsmaßnahmen, vor

allem groß angelegte Wertpapierkäufe, vorgenommen. Sie wirken insbesondere über eine Reduktion von Risikoprämien und Laufzeitprämien auf die wirtschaftliche Entwicklung. So lässt sich ein Anstieg von Anleihe- und anderen Vermögenspreisen sowie eine Abwertung der Währung erreichen. In Krisensituationen, in denen Risikoprämien besonders hoch sind und Vermögenspreise unter Druck geraten, dürften Wertpapierkäufe der Notenbank durchaus starke Effekte haben, selbst wenn der Notenbankzins gleichzeitig durch eine Untergrenze restringiert ist. In einer Phase guten Wachstums und positiver Inflationsraten wie etwa in den Jahren 2015 bis 2019 dürfte der Effekt deutlich geringer ausfallen.

94. Im Euro-Raum, einer Währungsunion von fiskalisch weitgehend souveränen Mitgliedstaaten, sind Staatsanleihekäufe allerdings anders zu beurteilen als in einem Bundesstaat mit einer Bundesregierung wie den Vereinigten Staaten. Im Euro-Raum ist das Euro-System inzwischen zum bedeutendsten Gläubiger der Mitgliedstaaten geworden. Dies bedingt eine wechselseitige Abhängigkeit zwischen EZB und Mitgliedstaaten. Wenn die EZB die Geldpolitik aus geldpolitischen Erwägungen straffen müsste, wird es für manche Staaten eng und zwar besonders für diejenigen, die aufgrund eines hohen Schuldenstandes mit einer starken Erhöhung der Finanzierungskosten rechnen müssten.

95. Es besteht ein Risiko, dass sich entsprechender Druck auf die Notenbank aufbaut, der letztlich zu einer fiskalischen Dominanz führen könnte. Deshalb sollten Staatsanleihekäufe im Euro-Raum ein Mittel für Krisensituationen, etwa tiefe Rezessionen und Deflationsgefahr, bleiben. Die EZB sollte einen Anstieg des Emissions- und Emittentenanteils über die selbst gesetzte Grenze von 33 Prozent vermeiden. Denn für den Krisenfall muss eine geordnete Restrukturierung von Staatsschulden möglich sein. Ein Veto der EZB aufgrund des Verbots der monetären Finanzierung wäre jedoch bei einem Anteil von 33 Prozent in der Lage, die eingeführten „collective action clauses“ zu umgehen und einen Schuldenschnitt zu vermeiden.

96. Die EZB hat im Gegensatz zur Fed im Zuge der Finanzkrise bereits frühzeitig verstärkt längerfristige Refinanzierungsgeschäfte angeboten. Dieses Instrument wurde im Lauf der Jahre intensiv verwendet mit mehrjährigen, gezielten Festzinsrefinanzierungsgeschäften. Grundsätzlich ist diese Entwicklung weiterer Instrumente zu begrüßen. Im stärker bankbasierten Finanzsystem des Euro-Raums sind sie sehr nützlich. Allerdings muss hier ebenfalls

darauf geachtet werden, dass eine Normalisierung stattfindet, wenn sich die makroökonomische Entwicklung normalisiert hat. Denn die Notenbank sollte den Banken nicht zunehmend Fristentransformationsrisiken abnehmen. Außerdem ist eine realistische Einschätzung der doch sehr begrenzten Möglichkeiten der Notenbank, das verbesserte Liquiditätsangebot auf einzelne Wirtschaftssektoren zu beschränken, angebracht.

97. Oft wird gefragt, welche Möglichkeiten der EZB in einer tiefen Rezession und Deflation noch bleiben. Derzeit durchlebt der Euro-Raum eine solche tiefe Rezession. Die EZB hat ihre Wertpapierkäufe sehr stark ausgeweitet und einen Zins von bis zu -1 Prozent für gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte eingeführt. Trotzdem verbleibt der EZB eine Reihe von Handlungsmöglichkeiten. So könnte sie Banken weitere langfristige Refinanzierungsgeschäfte zu noch großzügigeren Konditionen anbieten. Sie könnte verstärkt andere Wertpapiere als Staatsanleihen kaufen, etwa Unternehmensanleihen und Aktien. In einer Krise wären solche Ankäufe zudem besonders wirksam, da dann Risikoprämien hoch und Vermögenspreise niedrig wären. Allerdings holen sich die Notenbanken des Eurosystems damit größere Risiken auf die Bilanz und müssten dementsprechende Vorkehrungen treffen – etwa höhere Rückstellungen.

98. In der längeren Frist wäre zudem damit zu rechnen, dass das Instrument der Negativzinsen stärker eingesetzt wird. Grundsätzlich gilt, dass negative Nominalzinsen ein Instrument für schwere Krisen bleiben sollten. Langanhaltende Negativzinsphasen sowie negative Renditen langfristiger Staatsanleihen bringen eine Reihe substanzieller Risiken für das Finanzsystem mit sich. Die Staaten ruhen sich möglicherweise darauf aus und verschulden sich zu sehr. Ähnliches gilt für den Privatsektor. Insbesondere bauen sich starke Zinsänderungsrisiken im Bankensystem auf. Derzeit ist dies bereits Realität im Euro-Raum. Jedoch könnten kurzfristig tiefere Negativzinsen die Dauer solcher Phasen reduzieren. Möglich dürfte dies erst dann sein, wenn die Verwendung digitaler Zahlungsmittel noch weiter fortschreitet und die Bargeldhaltung zurückgeht. Dazu könnte eine digitale Notenbankwährung beitragen. Eine Einführung müsste jedoch sehr gut geprüft werden, da sie einen starken Rückgang der Einlagen im Bankensystem zur Folge haben dürfte. Private-Public Partnerships könnten helfen, etwa indem Notenbankwährung über Banken zur Verfügung gestellt wird.

99. Kritisch zu beurteilen ist die sogenannte „Yield Curve Control“, also die explizite Kontrolle der Zinsstrukturkurve. Wenn die expansive Geldpolitik erfolgreich sein soll, müssen die längerfristigen Zinsen schließlich aufgrund höherer Inflationserwartungen steigen können. Deshalb sollte die Notenbank die Zinsstrukturkurve nicht direkt kontrollieren. Eine flache Zinsstrukturkurve ist zudem ein Problem für die Banken, deren Profitabilität darunter wohl weit mehr leidet als unter kurzfristigen Negativzinsen.

100. Abzulehnen sind schließlich direkte monetäre Transfers der Notenbank an die Haushalte – sogenannte „helicopter drops“ (siehe u.a. Bartsch, Boivin, Fischer, Hildebrand 2019). Solche Überweisungen wären eine rein fiskalpolitische Maßnahme und würden dem monetären Finanzierungsverbot diametral widersprechen. Hinzu kommt, dass ähnliche Wirkungen auf das Konsumverhalten bereits durch die bisher umgesetzte quantitative Lockerung hervorgerufen werden können. Dies wäre etwa dann der Fall, wenn Mitgliedstaaten aufgrund der Notenbankankäufe ihre Schuldenausgabe ausweiten und damit eine breit angelegte Erhöhung der Transfers an Haushalte finanzieren.

## VI Schlussfolgerungen

Die wichtigsten Ergebnisse dieser Studie lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

1. Das hierarchische Mandat der EZB mit Priorität für Preisstabilität hat sich bewährt. Die große Unabhängigkeit für das Beamtengremium EZB-Rat erfordert ein eng definiertes Mandat und die Möglichkeit gerichtlicher Überprüfung. Die nachgeordnete Aufgabe, die allgemeine Wirtschaftspolitik und Ziele der EU zu unterstützen, ist nicht als Mandat zu einer eigenständigen Wirtschaftspolitik zu verstehen, sondern als Pflicht die Nebenwirkungen der Geldpolitik zu berücksichtigen.
2. Die vorgesehene Trennung von Geld- und Fiskalpolitik sowie das Verbot der monetären Staatsfinanzierung sollten eingehalten werden, denn die EZB kann nicht alle Probleme der Mitgliedstaaten lösen. Eine fiskalische Dominanz der Geldpolitik muss vermieden werden. Deshalb muss die EZB erklären, wie sie die hohen Staatsanleihebestände auf ihrer Bilanz längerfristig wieder reduziert.
3. Naheliegend ist, dass die EZB die Wirkungen und Nebenwirkungen ihrer Geldpolitik auf den Konjunkturzyklus berücksichtigt. Unter anderem deshalb hat sie ihr Mandat so interpretiert, dass sie Preisstabilität in der mittleren Frist, statt jederzeit umgehend sicherstellen will. Gleiches gilt aber für die Finanzstabilität. Hier gilt es zu vermeiden, dass die Geldpolitik zur Instabilität und zum Aufbau von Risiken für Banken und Vermögenspreisentwicklungen beiträgt.
4. Selbstverständlich gehören zu den Risiken für Finanzstabilität, die zu berücksichtigen sind, solche, die sich aus dem Klimawandel oder der Klimapolitik ergeben. Es ist jedoch davon abzuraten, das Mandat so weit auszulegen, dass es rechtfertigt, die Bilanz der Notenbank zur Finanzierung und Subvention von Klimaschutzprojekten einzusetzen. Sogenannte „grüne“ Wertpapierkäufe, mit denen solch ein zusätzliches Ziel verfolgt werden könnte, greifen tief in den politischen Bereich ein, für den die Mitgliedstaaten zuständig sind. Sie haben bereits andere angemessene und effektive Instrumente wie etwa den CO<sub>2</sub>-Preis.

5. Die im Jahr 1998 entwickelte und im Jahr 2003 überprüfte geldpolitische Strategie der EZB hat sich grundsätzlich als effektiv erwiesen. Das gilt genauso für die Zieldefinition eines unter aber nahe 2 Prozent-Anstiegs des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in der mittleren Frist. Eine deutliche Erhöhung dieses Ziels wäre nicht mehr mit dem Preisstabilitätsmandat vereinbar.
6. Empfehlenswert wäre es jedoch, in den EZB-Rat-Statements nicht nur den HVPI, sondern auch andere Inflationsmaße zu berücksichtigen. Dazu gehört die Entwicklung der Preise für Güter und Dienstleistungen, die im Euro-Raum produziert werden. Der HVPI ist stärker abhängig von Importpreisen, die in den vergangenen Jahren immer wieder stark gefallen sind. Außerdem deckt der HVPI Wohnkosten nur unzureichend ab. Die Kosten für neu erstellten, selbstgenutzten Wohnraum sind seit dem Jahr 2015 stark gestiegen.
7. Die monetäre Säule der EZB-Strategie ist nicht nur zur Einschätzung von längerfristigen Inflationstrends, sondern auch von Risiken für die Finanzstabilität durch übermäßiges Kreditwachstum von Nutzen. Die EZB sollte darauf keinesfalls verzichten, wie von mancher Seite gefordert. Im Gegenteil: Sie sollte sich stärker an quantitativen Referenzwerten orientieren. Dazu gehören Zinsregeln, wie die Taylor-Regel, die vor der Finanzkrise klare Signale für eine problematische Entwicklung gesendet haben.
8. Die Transparenz der Geldpolitik kann noch deutlich verbessert werden. Sinnvoll und leicht umzusetzen wäre etwa eine Umfrage unter Ratsmitgliedern zur Inflations-, Wachstums- und Zinsentwicklung ähnlich wie es die Fed seit Jahren praktiziert. Ebenso sollte eine Prognose zur Bilanzentwicklung abgegeben und eine Strategie für ihre längerfristige Normalisierung veröffentlicht werden.
9. Wertpapierkäufe sind ein normales Instrument der Geldpolitik und insbesondere bei einem nominalen Zins von nahe oder bereits unter 0 Prozent von großer Bedeutung. Allerdings sind Staatsanleihekäufe in einer Währungsunion mit fiskalisch weitgehend souveränen Mitgliedstaaten anders zu bewerten als in den USA. Die Notenbanken des Euro-Systems sind inzwischen die größten Gläubiger der Mitgliedstaaten. Es besteht das Risiko einer fiskalischen Dominanz. Deshalb sollten die Staatsanleihekäufe ein Mittel für Krisensituationen bleiben.

10. Mit den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften sowie den Käufen anderer, privater Wertpapiere hat die EZB weitere Instrumente in ihrer Toolbox, die sie einsetzen kann, wenn sie den Leitzins nicht weiter senken möchte oder dies nicht möglich ist. Abzulehnen sind jedoch direkte monetäre Transfers der Notenbank an die Haushalte, das sogenannte Helikoptergeld. Das ist Fiskalpolitik und widerspricht dem monetären Finanzierungsverbot.

---

## Literaturverzeichnis

**Altavilla, C., Carboni, G. und R. Motto (2015)**, Asset purchase programmes and financial markets: Lessons from the euro area, Working Paper 1864, European Central Bank, Frankfurt am Main.

**Ahrend, R. (2010)**, Monetary ease: A factor behind financial crises? Some evidence from OECD countries, *Economics E-Journal* 4 (2010-12).

**Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P. und O. Tristani (2016)**, The ECB's asset purchase programme: An early assessment, Working Paper 1956, European Central Bank, Frankfurt am Main.

**Bartsch, E., Boivin, J., Fischer, S. und P. Hildebrand (2019)**, Dealing with the next downturn: From unconventional monetary policy to unprecedented policy coordination, BlackRock Investment Institute.

**Bernanke, B. (2002)**, Deflation: Making sure "it" doesn't happen here, Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club, Washington, D.C., November 21.

**Bernanke, B. (2010)**, Central bank independence, transparency, and accountability, Speech, Tokyo, May 26.

**Bernanke, B. (2015)**, Monetary policy and inequality, Speech, Brookings Institution, June 1.

**Beck, G. und V. Wieland (2008)**, Central bank misperceptions and the role of money in interest rate rules, *Journal of Monetary Economics*, 55 (Supplement), 1–17.

**Beyer, R.C.M. und V. Wieland (2019)**, Instability, imprecision and inconsistent use of equilibrium real interest rate estimates, *Journal of International Money and Finance* 94, 1–14.

**Board of Governors of the Federal Reserve System (2019)**, Monetary Policy Report – July 2019.

**Bordo, M.D. und J.S. Landon-Lane (2012)**, The global financial crisis: Is it unprecedented?, in: M. Obstfeld, D. Cho and A. Mason (Hrsg.), *Global economic crisis: Impacts, transmission and recovery*, Edward Elgar Publishing, 19–56.

**Bundesverfassungsgericht (2020)**, Beschlüsse der EZB zum Staatsanleihekaufprogramm kompetenzwidrig, Pressemitteilung Nr. 32/2020 vom 5. Mai 2020.

**Borio, C. und W. White** (2003), Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, in: Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy, proceedings of the Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 28-30 August 2003.

**Clouse, J., Henderson, D., Orphanides, A., Small, D. und P. Tinsley** (2000), Monetary policy when the nominal short-term interest rate is zero, Finance and Economics Discussion Series 2000-51, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

**Cochrane, J.H., Taylor, J.B. und V. Wieland** (2019), Evaluating rules in the Fed's report and measuring discretion, in: J.H. Cochrane and J.B. Taylor (Hrsg.), Strategies for monetary policy, Hoover Institution Press.

**Colciago, A., Samarina, A. und J. de Haan** (2019), Central bank policies and income and wealth inequality: A survey, Journal of Economic Surveys, 33 (4), 1199–2131.

**Eichenbaum, M.S., Rebelo, S. und M. Trabandt** (2020), Epidemics in the neoclassical and new keynesian models, NBER Working Papers 27430, National Bureau of Economic Research.

**Feld, L.P. und V. Wieland** (2020), The German Federal Constitutional Court ruling and the European Central Bank strategy, CEPR Discussion Paper 15320, Center for Economic Policy Research.

**Gertler, M.** (2003), Commentary: Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, in: Monetary policy and uncertainty: Adapting to a changing economy, proceedings of the Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 28-30 August 2003.

**Greenspan, A.** (2003), Remarks in general discussion: Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, in: Monetary policy and uncertainty: adapting to a changing economy, proceedings of the Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 28-30 August 2003.

**Goodhart, C. und M. Pradhan** (2020), The great demographic reversal: Ageing societies, waning inequality, and an inflation revival, Macmillan Publishers.

**Holston, K., Laubach, T. und J.C. Williams** (2017), Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants, Journal of International Economics 108 (Supplement 1) 59–75.

**Hutchinson, J. und S. Mee** (2020), The impact of the ECB's monetary policy measures taken in response to the COVID-19 crisis, ECB Economic Bulletin 5.

**Issing, O.** (2019), Stabiles Geld – eine Illusion?, Beiträge zu Ordnungstheorie und -politik, Band 180, Mohr Siebeck.

**Issing, O. und V. Wieland** (2013), Monetary theory and monetary policy: Reflections on the development over the last 150 years, Journal of Economics and Statistics 233 (3), 423–445.

**Kahn, G.A.** (2010), Taylor rule deviations and financial imbalances, Economic Review, 95 (Q II), 63–99.

**Kapetanios, G., Mumtaz, H., Stevens, I. und K. Theodoridis** (2012), Assessing the economy-wide effects of quantitative easing, The Economic Journal 122 (564), F316–F347.

**Kronberger Kreis** (2011), Systemstabilität für die Finanzmärkte, Kronberger Kreis-Studien Band Nr. 53, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

**Kronberger Kreis** (2012), Wie viel Koordinierung braucht Europa? Kronberger Kreis-Studien Band Nr. 55, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

**Kronberger Kreis** (2014), Europäische Bankenunion: Vom Prinzip Hoffnung zum Prinzip Haftung, Kronberger Kreis-Studien Band Nr. 59, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

**Kronberger Kreis** (2016), Das entgrenzte Mandat der EZB – Das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen, Kronberger Kreis-Studien Band Nr. 61, Stiftung Marktwirtschaft, Berlin.

**Laubach, T. und J.C. Williams** (2015), Measuring the natural rate of interest redux, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2015-16.

**Nöh, L., Rutkowski, F. und M. Schwarz** (2020), Auswirkungen einer CO<sub>2</sub>-Bepreisung auf die Verbraucherpreisinflation, Working Paper 03/2020, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

**Orphanides, A.** (2020), Monetary policy strategy and its communication. In: Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium Proceedings, Navigating the decade ahead: Implications for monetary policy.

**Orphanides, A. und V. Wieland** (2013), Complexity and monetary policy, International Journal of Central Banking 9 (1), 167–204.

**Orphanides, A. und V. Wieland** (2000a), Efficient monetary policy design near price stability, Journal of the Japanese and International Economies, 14 (4), 327–365.

**Orphanides, A. und V. Wieland** (2000b), Inflation zone targeting, European Economic Review, 44 (7), 1351–1387.

**Orphanides, A. und V. Wieland** (1998), Price stability and monetary policy effectiveness when nominal interest rates are bounded at zero, FEDS Working Papers 1998-35, Washington, D.C.

**Rajan, R.G.** (2005), Has financial development made the world riskier? in: The Greenspan era: Lessons for the future, proceedings of the Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City, 313–369.

**Reifschneider D.L. und J.C. Williams** (2000), Three lessons for monetary policy in a low-inflation era, Conference Series (Proceedings), Federal Reserve Bank of Boston, 936–978.

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR)** (2017), Für eine zukunftsorientierte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 2017/18, Wiesbaden.

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR)** (2019), Den Strukturwandel meistern, Jahresgutachten 2019/20, Wiesbaden.

**Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR)** (2020), Corona-Krise gemeinsam bewältigen, Resilienz und Wachstum stärken, Jahresgutachten 2020/21, Wiesbaden.

**Shiller, R.** (2000), Irrational exuberance, Princeton University Press.

**Smets, F. und M. Jarociński** (2008), House prices and the stance of monetary policy, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 90 (4), 339–65.

**Taylor, J.B.** (1993), Discretion versus policy rules in practice, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195–214.

**Taylor, J.B.** (2007), Housing and monetary policy, in: Housing, housing finance, and monetary policy, proceedings of the Jackson Hole Symposium, Federal Reserve Bank of Kansas City.

**Taylor, J.B.** (2021), Simple monetary rules: Many strengths and few weaknesses, European Journal of Law and Economics, forthcoming.

**Trichet, J.-C.** (2008), Interview with Jean-Claude Trichet, President of the ECB conducted on July 11, 2008 by Jean Pierre Robin (Le Figaro), Benedikt Fehr (Frankfurter Allgemeine Zeitung), Paul Tansey (Irish Times) and Rui Jorge (Jornal de Negócios), published 18 July 2008.

**Wieland, V.** (2021), The decline in euro area inflation and the choice of policy strategy, Sintra Conference 2020, European Central Bank, forthcoming.

## Veröffentlichungen des Kronberger Kreises in dieser Schriftenreihe

- 67 Die geldpolitische Strategie der EZB: Was geändert werden sollte und was nicht (2021) *auch auf Englisch*
- 66 Kein Rückzug in die Festung Europa! (2020) *auch auf Englisch*
- 65 Unternehmensbesteuerung unter Wettbewerbsdruck (2018)
- 64 Weckruf für die deutsche Wirtschaftspolitik (2017)
- 63 Neue Diskriminierungsverbote für die digitale Welt? (2017)
- 62 Für eine echte Reform der Bund-Länder-Finanzbeziehungen (2016)
- 61 Das entgrenzte Mandat der EZB – Das OMT-Urteil des EuGH und seine Folgen (2016) *auch auf Englisch*
- 60 Erbschaftsteuer: Neu ordnen statt nachbessern (2015)
- 59 Europäische Bankenunion: Vom Prinzip Hoffnung zum Prinzip Haftung (2014)
- 58 Neustart in der Energiepolitik jetzt! (2014)
- 57 Renaissance der Angebotspolitik (2013)
- 56 Bildungsfinanzierung neu gestalten (2013)
- 55 Wie viel Koordinierung braucht Europa? (2012)
- 54 Reform der Geldbußen im Kartellrecht überfällig (2012) *auch auf Englisch*
- 53 Systemstabilität für die Finanzmärkte (2011)
- 52 Öffentliche Finanzen dauerhaft sanieren – in Deutschland und Europa (2010)
- 51 Mehr Mut zum Neuanfang (2010)
- 50 Beschäftigung gering qualifizierter Arbeitsloser (2009)
- 49 Für einen wirksamen Klimaschutz (2009)
- 48 Staatsfonds: Muss Deutschland sich schützen? (2008)
- 47 Unternehmensmitbestimmung ohne Zwang (2007)
- 46 Erbschaftsteuer: Behutsam anpassen (2007)
- 45 Dienstleistungsmärkte in Europa weiter öffnen (2007)
- 44 Den Subventionsabbau umfassend voranbringen (2006)
- 43 Den Stabilitäts- und Wachstumspakt härten (2005)
- 42 Tragfähige Pflegeversicherung (2005)
- 41 Flexibler Kündigungsschutz am Arbeitsmarkt (2004)
- 40 Gute Gemeindesteuern (2003)
- 39 Mehr Eigenverantwortung und Wettbewerb im Gesundheitswesen (2002)
- 38 Privatisierung von Landesbanken und Sparkassen (2001)
- 37 Abgeltungssteuer bei Kapitaleinkommen (2000)
- 36 Die föderative Ordnung in Not – Zur Reform des Finanzausgleichs (2000)
- 35 Arbeitszeiten und soziale Sicherung flexibler gestalten (1999)

- 34 Die Aufgaben – Wirtschaftspolitische Orientierung für die kommenden Jahre (1998)  
 33 Osterweiterung der Europäischen Union (1998) *auch auf Englisch*  
 32 Globalisierter Wettbewerb (1998)  
 31 Sozialunion für Europa? (1996) *auch auf Englisch* (1997)  
 30 Steuerreform für Arbeitsplätze und Umwelt (1996)  
 29 Einwanderungspolitik – Möglichkeiten und Grenzen (1994)  
 28 Mehr Langfristdenken in Gesellschaft und Politik (1994)  
 27 Zur Reform der Hochschulen (1993)  
 26 Privatisierung auch im Westen (1993)  
 25 Einheit und Vielfalt in Europa – Für weniger Harmonisierung und Zentralisierung (1992) *auch auf Englisch und Französisch*  
 24 Zur Wirtschaftsreform in Osteuropa (1992)  
 23 Reform der öffentlichen Verwaltung (1991)  
 22 Wirtschaftspolitik für das geeinte Deutschland (1990)  
 21 Soziale Marktwirtschaft in der DDR – Reform der Wohnungswirtschaft (1990)  
 20 Soziale Marktwirtschaft in der DDR  
 – Währungsordnung und Investitionsbedingungen (1990)  
 19 Mehr Markt in Hörfunk und Fernsehen (1989)  
 18 Reform der Unternehmensbesteuerung (1989)  
 17 Mehr Markt in der Energiewirtschaft (1988)  
 16 Das soziale Netz reißt (1988)  
 15 Mehr Markt in der Telekommunikation (1987)  
 14 Reform der Alterssicherung (1987)  
 13 Mehr Markt im Gesundheitswesen (1987)  
 12 Mehr Mut zum Markt – Konkrete Problemlösungen (1986)  
 11 Bürgersteuer – Entwurf einer Neuordnung von direkten Steuern und Sozialleistungen (1986)  
 10 Mehr Markt im Arbeitsrecht (1986)  
 9 Mehr Markt für den Mittelstand (1985)  
 8 Für eine Neue Agrarordnung – Kurskorrektur für Europas Agrarpolitik (1984)  
 7 Mehr Markt in der Wohnungswirtschaft (1984)  
 6 Die Wende – Eine Bestandsaufnahme der deutschen Wirtschaftspolitik (1984)  
 5 Arbeitslosigkeit – Woher sie kommt und wie man sie beheben kann (1984)  
 4 Mehr Markt im Verkehr (1984)  
 3 Mehr Beteiligungskapital (1983)  
 2 Vorschläge zu einer „Kleinen Steuerreform“ (1983)  
 1 Mehr Mut zum Markt (1983)

## Veröffentlichungen des Kronberger Kreises in der Reihe „Argumente zu Marktwirtschaft und Politik“

- 153 30 Jahre Wiedervereinigung: Mehr Mut zur Vielfalt (2020)  
 7 Für eine freie Preisbildung (2015) *Positionspapier*  
 106 Lehren der Finanzmarktkrise (2009)  
 104 Irrwege in der Sozialpolitik (2008)  
 102 Gegen die Neubelebung der Entfernungspauschale (2008)  
 96 Wider die Aushöhlung der Welthandelsordnung – Für mehr Regeldisziplin (2006)  
 63 Ökologische Steuerreform: Zu viele Illusionen (1999)  
 54 Gegen eine Mehrwertsteuererhöhung zur Senkung der Sozialabgaben (1997)  
 52 Arbeitslosigkeit und Lohnpolitik – Die Tarifautonomie in der Bewährungsprobe (1995)  
 43 Wirtschaftspolitik im geeinten Deutschland:  
 Der Kronberger Kreis zu Kernfragen der Integration (1992)  
 17 Die Reform des Gemeindesteuersystems (1988)  
 3 §116 Arbeitsförderungsgesetz: Es geht um die Neutralität des Staates (1986)

Mehr Information zum Kronberger Kreis auf:  
[www.kronberger-kreis.de](http://www.kronberger-kreis.de)

## Der Kronberger Kreis stellt sich vor:



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

Sprecher des Kronberger Kreises, Direktor des Walter Eucken Instituts Freiburg, ehem. Vorsitzender des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.



**Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest**

Präsident des ifo Instituts, Direktor des Center for Economic Studies (CES), Geschäftsführer der CESifo GmbH München, Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen.



**Prof. Dr. Justus Haucap**

Direktor des Düsseldorfer Instituts für Wettbewerbsökonomie (DICE), Vorsitzender der Arbeitsgemeinschaft Wettbewerb des Vereins für Socialpolitik, ehem. Vorsitzender der Monopolkommission.



**Prof. Dr. Heike Schweitzer, LL.M. (Yale)**

Professorin für Bürgerliches Recht, deutsches und europäisches Wirtschafts- und Wettbewerbsrecht und Ökonomik, Humboldt-Universität zu Berlin, Co-Vorsitzende der Kommission Wettbewerbsrecht 4.0.



**Prof. Volker Wieland Ph.D.**

Geschäftsführender Direktor des Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS), House of Finance, Frankfurt, Mitglied des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.



**Prof. Dr. Berthold U. Wigger**

Professor für Finanzwissenschaft und Public Management am Karlsruher Institut für Technologie (KIT), Mitglied des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium der Finanzen.