

Aus der Inflationsklemme

Von Dirk Meyer und Arne Hansen

Es scheint Konsens, dass es früher oder später zur Drosselung der anhaltend expansiven Geldpolitik kommen muss. Kürzlich signalisierte die amerikanische Notenbank Federal Reserve (Fed), dass sie dieses sogenannte „Tapering“ noch vor Jahresende angehen könnte. Wie aus dem Protokoll ihrer geldpolitischen Septembersitzung hervorgeht, könnte die Fed bis Mitte kommenden Jahres sukzessive aus den Anleiheankäufen aussteigen.

Demgegenüber bleibt der Straffungspfad der Europäischen Zentralbank (EZB) nach ihren jüngsten geldpolitischen Beschlüssen, abgesehen vom geplanten Ende des Pandemie-Notfallankaufprogramms PEPP im März 2022, weiter unklar. Befürworter eines Abwartens warnen vor einem „Wutanfall der Märkte“ in Form deutlich sinkender Kurse und steigender Zinsen, die Staaten und Banken Probleme bereiten würden. Ein solches „taper tantrum“ (abgeleitet vom englischen „temper tantrum“ für Wutanfall) folgte 2013 auf die Ankündigung des damaligen Fed-Vorsitzenden Bernanke, die seit mehreren Jahren laufenden Anleihekäufe angesichts der wirtschaftlichen Erholung reduzieren zu wollen. Im Extremfall könnte also schon die öffentliche Debatte über eine mögliche Rückführung problematisch sein und ein „taper talk tantrum“ hervorrufen.

Auf der anderen Seite des Spektrums steht eine Sichtweise, wonach die zeitnahe Straffung der Geldpolitik angebracht sei, da sich sonst die vorhandenen inflationären Tendenzen noch stärker manifestieren könnten. Bei zu zögerlichem Handeln der Zentralbanken wäre eine Inflation dann nur noch schwer zu kontrollieren. Gemäß Hayeks Metapher entspräche das dem Versuch, einen Tiger beim Schwanz zu packen.

Das Dilemma der EZB und anderer Notenbanken wird dadurch verschärft, dass sich eine Zinswende kurzfristig negativ auf den an den zugehörigen Staat auszuschüttenden Zentralbankgewinn auswirkt. Eine aktuell in der Bilanz noch positive Zinsdifferenz aus Anleihezins (Aktivseite) und Einlagenzins (Passivseite) könnte dann negativ werden und zu Bilanzverlusten führen. In dieser Hinsicht haben die Anleihekaufprogramme die Staatsfinanzen sogar abhängiger von den kurzfristigen Zinsen gemacht.

Als Zwischenfazit liegen die zentralen Handlungsoptionen zwar auf dem Tisch: Zurückfahren der Anleihekäufe oder höhere Leitzinsen. Die Wahl und Dosierung der Mittel ist aber nicht trivial. Gäbe es Alternativen? In einer Studie haben wir ein Instrument vorgestellt, das

aktuell nicht diskutiert wird. Demnach könnte die EZB eigene Anleihen in Umlauf bringen, um zur Inflationsabwehr Liquidität abzuschöpfen. Die Ausgabe dieser EZB-Schuldverschreibungen erfolgte gegen Zentralbankgeld an die Geschäftsbanken, die dadurch geringere Überschussliquidität für die Kreditvergabe hätten. Das Inflationspotential könnte so gemindert werden, ohne dabei etwa auf den umfänglichen Verkauf von Staatsanleihen und dessen negative Auswirkungen angewiesen zu sein.

Aus Sicht von Geschäftsbanken und Versicherungen dürften die EZB-Schuld-papiere wegen ihrer Ausfallsicherheit hochattraktiv sein und sich zur neuen risikolosen Benchmark im Euroraum entwickeln. Die Währungsunion würde einen einheitlichen Vermögenswert erhalten, der nicht von national fragmentierten Kapitalmärkten und heterogenen Bonitäten geprägt wäre. Das könnte förderlich auf dem Weg zur Kapitalmarktunion und für die gemeinschaftsweite geldpolitische Steuerung sein. Auch gewänne der Euro als Reservewährung an Attraktivität.

Allerdings dürften die EZB-Bonds als neue Konkurrenz zu Staatsanleihen einen Anstieg der Risikoprämien bewirken und die Zinslast der Eurostaaten erhöhen. Zudem müsste die EZB den Inhabern ihrer Anleihen Zinsen zahlen, was ihren Gewinn und letztlich die Staatseinnahmen schmälerte. Darüber hinaus bestünde die Gefahr einer wiederholten und dauerhaften Einlagerung von Staatsschulden bei der Notenbank. Das birgt fiskalische Fehlanreize: Staatsanleihen der Eurostaaten würden zu EZB-Bonds im Sinne von Eurobonds mit gemeinschaftlicher Haftung. Notenbank-Schuldverschreibungen sind nicht neu. Aus historischer Betrachtung handelt es sich um ein häufig genutztes Instrument, auch die Bundesbank hat bis in die frühen 1990er-Jahre eigene Schuldpapiere begeben. Nach informellen Quellen hat die EZB 2009 ein detailliertes Konzept zur Einführung dieses Instrumentes erarbeitet, aber nicht umgesetzt. Eine rechtliche Grundlage für die Emission von EZB-Bonds besteht in der „Leitlinie über die Umsetzung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems“ von 2014. Die Entscheidung über eine tatsächliche Anwendung obliegt dem EZB-Rat: Ein „Tapering“ ohne „taper tantrum“, wenngleich ordnungspolitisch fragwürdig, könnte also möglich sein.

Dirk Meyer ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Helmut-Schmidt-Universität Hamburg, **Arne Hansen** promovierter Volkswirt und Mitarbeiter am seinem Lehrstuhl.