

Memorandum über die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB)

In der Kronenzeitung vom 13.10.2019 schrieb Dr. Tassilo Wallentin¹ unter dem Titel "Aufstand der Notenbanker" einleitend: "Zombifizierung" der Wirtschaft", "erhebliche soziale Spannungen", "erhärteter Verdacht" der verbotenen Finanzierung hochverschuldeter Regierungen, "Ende der Kontrolle" und Warnung vor dem Crash. Prominente Notenbanker aus vier EU-Ländern rechnen in einem gemeinsamen Schreiben öffentlich mit der Europäischen Zentralbank (EZB) ab.

Im erste Absatz fasste Dr. Wallentin das aktuelle EZB-Geschehen zusammen: "Die EZB unter der Führung von Mario Draghi kauft seit Mitte September wieder ohne Limit Staatsanleihen von Krisenländern. 2.500 Milliarden Euro wurden im Rahmen des 'Anleihekaufprogrammes' bereits ausgegeben. Die Zinsen für Sparer sind abgeschafft. Der geldpolitische Wahnsinn ist nichts anderes als die gigantische Umverteilung unseres Volksvermögens hin zu Pleitebanken, Krisenländern, fremden Gläubigern und Spekulanten. Wir bezahlen für fremde Missstände, fremde Korruption und fremde Schulden. All das bedeutet vor allem eines: Inflation! Das Geld wird immer weniger wert. Unsere Sparvermögen und Altersvorsorgen werden vernichtet. Das führt auch bei uns zu immer größerer Armut. Dabei sehen die EU-Gründungsverträge vor, dass kein Staat für die Schulden eines anderen haften soll."

Soweit das Zitat aus der Krone - Damit sollte man sich umfassend befassen! Darum hier der Text des EZB-Memorandums in Google-Übersetzung und anschließend im Originaltext:

Bloomberg News vom 4. Oktober 2019

Das folgende Memorandum über die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank wurde am 4.10. veröffentlicht und von den nachstehenden Personen unterzeichnet. Jacques de Larosiere, ein ehemaliger Gouverneur der Bank von Frankreich, teilte sein Urteil. Der Text wird im Originalformat ihrer Erklärung wiedergegeben.

- Herve Hannoun, ehemaliger erster stellvertretender Gouverneur der Bank von Frankreich
- Otmar Issing, ehemaliges Mitglied des Direktoriums der EZB
- Klaus Liebscher, ehemaliger Gouverneur der österreichischen Zentralbank
- Helmut Schlesinger, ehemaliger Bundesbankpräsident
- Jürgen Stark, ehemaliges Vorstandsmitglied der EZB
- Nout Wellink, ehemaliger Gouverneur der niederländischen Zentralbank

Als ehemalige Zentralbanker und als europäische Bürger erleben wir die anhaltende Krise der EZB mit wachsender Besorgnis. Die EZB verfolgt seit Jahren eine äußerst entgegenkommende Politik des Wirtschaftswachstums und der Preisstabilität. Die jüngste Abkühlung der Wirtschaftstätigkeit, die von der EZB selbst als vorübergehend eingestuft wird, und die Risiken aufgrund des Brexits und des Handelskrieges haben die EZB veranlasst, den Kauf von Nettovermögenswerten wieder aufzunehmen und den bereits negativen Einlagensatz weiter zu senken. Darüber hinaus hat sich die EZB bereits seit geraumer Zeit dazu verpflichtet, diesen äußerst entgegenkommenden Weg zu beschreiten.

Unser Anliegen bezieht sich insbesondere auf folgende Aspekte der Geldpolitik.

Im Oktober 1998 kündigte der EZB-Rat an, Preisstabilität als eine durchschnittliche jährliche Erhöhung des Preisniveaus für das Euro-Währungsgebiet um weniger als 2 Prozent zu definieren. Der Rat hat diese Definition bei der Bewertung seiner geldpolitischen Strategie im Jahr 2003 überhaupt nicht geändert. In den letzten Jahren hat die EZB die ursprüngliche Definition der Preisstabilität de facto dahingehend geändert, dass eine Inflationsrate von beispielsweise 1,5% als inakzeptabel eingestuft wurde. Die EZB hat seit Jahren ihr selbst auferlegtes Ziel, die Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet auf ein Niveau von unter 2 Prozent anzuheben, nicht erreicht, was nach Auffassung der EZB ein "Punktziel" zu sein scheint.

Die EZB hat 2014 ihre ultra-lockere Politik im Wesentlichen durch die Gefahr einer Deflation gerechtfertigt. Es bestand jedoch nie die Gefahr einer Deflationsspirale, und die EZB selbst sah sich seit einiger Zeit immer weniger einer Bedrohung ausgesetzt. Dies schwächt seine Logik, eine höhere Inflationsrate anzustreben. Die Geldpolitik der EZB basiert daher auf einer falschen Diagnose. Das häufig verwendete Argument, dass die EZB bei niedrigen Inflationsraten ihr Mandat verletzen würde, ist einfach falsch. Der Vertrag von Maastricht verankert dieses Mandat, wonach das vorrangige Ziel der EZB die Wahrung der Preisstabilität ist.

¹ <http://www.tawa-news.com/aufstand-der-notenbanker/>

Aktuelle Überlegungen zur Festlegung der 2-Prozent-Schwelle als symmetrisches Inflationsziel sind eine deutliche Abkehr von einer auf Preisstabilität ausgerichteten Politik. Dies gilt insbesondere dann, wenn "Symmetrie" dahingehend verstanden wird, dass nach Jahren des Unterschreitens der 2-Prozent-Marke eine ähnliche Zeitspanne aufgewendet werden sollte, um ein Überschreiten der 2-Prozent-Inflationsrate zu ermöglichen. Und wie gedenkt die EZB im Übrigen nach Jahren erfolgloser "Inflationspolitik" die Öffentlichkeit und die Märkte davon zu überzeugen, dass es ihr gelingen wird, die Inflation rechtzeitig auf einem bestimmten Niveau zu stoppen?

Es besteht weitgehende Übereinstimmung darüber, dass nach Jahren der quantitativen Lockerung die fortgesetzten Wertpapierkäufe durch die EZB kaum positive Auswirkungen auf das Wachstum haben werden. Dies erschwert das Verständnis der geldpolitischen Logik der Wiederaufnahme des Erwerbs von Nettovermögenswerten. Der Verdacht, hinter dieser Maßnahme stehe die Absicht, hoch verschuldete Regierungen vor einem Zinsanstieg zu schützen, werde dagegen immer mehr begründet. Aus wirtschaftlicher Sicht ist die EZB bereits in den Bereich der geldpolitischen Finanzierung von Staatsausgaben eingetreten, der vom Vertrag strengstens verboten ist.

Negative Nebenwirkungen durch sehr niedrige oder negative Zentralbankzinsen waren lange Zeit ein Thema. Unterdessen dominieren diese Effekte, wie in der Theorie des Umkehrzinssatzes betont, durch die der beabsichtigte Effekt von sehr niedrigen Zinssätzen umgekehrt wird und kontraktiv wird. Die negativen Auswirkungen des Niedrigzinsumfelds erstrecken sich vom Bankensystem über Versicherungen und Pensionskassen auf den gesamten Finanzsektor. Die Umverteilungseffekte zugunsten der Immobilienbesitzer führen zu gravierenden sozialen Spannungen. Die jungen Generationen sehen sich der Möglichkeit beraubt, durch sichere verzinsliche Anlagen für ihr Alter zu sorgen. Die Suche nach Rendite treibt den Preis von Vermögenswerten künstlich auf ein Niveau, das letztlich zu einer abrupten Marktkorrektur oder sogar zu einer tiefen Krise führen kann.

Umfangreiche Kredite zu extrem niedrigen Zinssätzen halten schwache Banken und - indirekt über ihre Kreditvergabe - schwache Unternehmen am Leben. Dies geschieht insbesondere durch gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs), die 2018 deutlich anstiegen. Zu den wesentlichen negativen Auswirkungen sehr niedriger oder negativer Zinssätze gehört auch eine "Zombifizierung" der Wirtschaft, die nach eigenen Angaben zu einer deutlichen Verschlechterung des Zinsniveaus führt. OECD- und BIZ-Studien zufolge hat es in einigen Ländern bereits ein beachtliches Niveau erreicht und trägt zu einem schwächeren Produktivitätswachstum bei.

Durch die Ausweitung und weitere Stärkung der Vorwärtsausrichtung verankert die EZB nachdrücklich ihre Verpflichtung zu einer lockeren Geldpolitik für die Zukunft und behindert damit den Ausstieg aus dieser Politik erheblich.

Vor einem Jahrzehnt leistete die Geldpolitik der EZB einen wesentlichen Beitrag zur Überwindung der schweren Rezession und zur anschließenden Konsolidierung des Wachstums. Je länger die EZB jedoch ihren äußerst positiven Kurs beibehält, desto stärker sind die negativen Auswirkungen. Die Zinsen haben ihre Steuerungsfunktion verloren und die Risiken für die Finanzstabilität haben zugenommen. Je länger die Tiefst- oder Negativzinspolitik andauert und die Märkte mit Liquidität überflutet werden, desto größer ist die Gefahr eines Rückschlags. **Sollte eine große Krise zuschlagen, wird sie eine ganz andere Dimension haben als die, die wir zuvor gesehen haben. Wie andere Zentralbanken droht der EZB das Ende ihrer Kontrolle über die Geldschöpfung. Diese Entwicklungen bergen ein hohes Risiko für die Unabhängigkeit der Zentralbank - de jure oder de facto.**

Soweit die Google-Übersetzung - hier der von Bloomberg veröffentlichte englische Originaltext:

Memorandum on ECB Monetary Policy

Bloomberg News 4. Oktober 2019

Explore what's moving the global economy in the new season of the Stephanomics podcast. Subscribe via Pocket Cast or iTunes.

The following is a memorandum on the European Central Bank's monetary policy published on Friday and signed by the people below. Jacques de Larosiere, a former governor of the Bank of France, shared their judgment. The text is reproduced in the original format of their statement.

Herve Hannoun, former first deputy governor of the Bank of France
Otmar Issing, former member of the ECB's Executive Board
Klaus Liebscher, former governor of the Austrian central bank
Helmut Schlesinger, former president of Germany's Bundesbank
Juergen Stark, former member of the ECB's Executive Board
Nout Wellink, former governor of the Dutch central bank

As former central bankers and as European citizens, we are witnessing the ECB's ongoing crisis mode with growing concern. The ECB has pursued an extremely accommodative policy for years of economic growth and price stability. The recent slowdown in economic activity, although regarded as temporary by the ECB itself, and risks due to Brexit and the trade war, have prompted the ECB to resume net asset purchases and further reduce the already negative deposit rate. Moreover, the ECB has committed itself to pursuing this extremely accommodative path for quite some time yet.

Our concern relates in particular to the following aspects of monetary policy.

In October 1998, the Governing Council announced its definition of price stability as an average annual increase in the price level for the euro area of below 2 percent. The Council did not change this definition in the 2003 evaluation of its monetary policy strategy at all. In the past few years, the ECB has de facto altered the initial definition of price stability by considering an inflation rate for example of 1.5% as unacceptable. For years now, the ECB has failed to meet its self-imposed target of raising the euro area inflation rate to a level of below, but close to, 2 percent, which in the ECB's interpretation seems to be a "point target".

The ECB essentially justified in 2014 its ultra-loose policy by the threat of deflation. However, there has never been any danger of a deflationary spiral and the ECB itself has seen less and less of a threat for some time. This weakens its logic in aiming for a higher inflation rate. The ECB's monetary policy is therefore based on a wrong diagnosis. The frequently used argument that the ECB would be violating its mandate with low inflation rates is simply inaccurate. The Maastricht Treaty enshrines this mandate, according to which the primary objective of the ECB is to maintain price stability.

Current considerations on defining the 2 percent threshold as a symmetrical inflation target represent a clear departure from a policy focused on price stability. This is particularly true if "symmetry" is understood in the sense that, after years of undershooting the 2 percent mark, a similar period of time should be spent allowing for an overshooting of the 2 percent inflation rate. And, incidentally, how, after years of unsuccessful "inflationary policy", does the ECB intend to convince the public and the markets that it will succeed in stopping inflation at a certain level in good time?

There is broad consensus that, after years of quantitative easing, continued securities purchases by the ECB will hardly yield any positive effects on growth. This makes it difficult to understand the monetary policy logic of resuming net asset purchases. In contrast, the suspicion that behind this measure lies an intent to protect heavily indebted governments from a rise in interest rates is becoming increasingly well founded. From an economic point of view, the ECB has already entered the territory of monetary financing of government spending, which is strictly prohibited by the Treaty.

Negative side effects from very low or negative central bank interest rates was an issue for quite some time. Meanwhile these effects dominate as stressed in the theory of the reversal interest rate, by which the intended effect of very low rates is reversed and becomes contractionary. The negative impact of the ultra-low interest environment extends from the banking system, through insurance companies and pension funds, to the entire financial sector. The re-distribution effects in favour of owners of real assets, create serious social tensions. The young generations consider themselves deprived of the opportunity to provide for their old age through safe interest-bearing investments. The search for yield boosts artificially the price of assets to a level that ultimately threatens to result in an abrupt market correction or even in a deep crisis.

Extensive loans at extremely low interest rates keep weak banks, and - indirectly through their lending - weak companies, afloat. This is accomplished in particular via Targeted Longer-Term Refinancing Operations (TLTROs), which rose considerably in 2018. The significant negative effects of very low or negative interest rates also include a "zombification" of the economy, which, according to OECD and BIS studies, has already reached a considerable level in some countries and is contributing to weaker productivity growth.

In extending and further strengthening forward guidance, the ECB is firmly establishing a commitment to ultra-loose monetary policy for the future, thereby substantially impeding the exit from such policy.

A decade ago, the ECB's monetary policy made a significant contribution to overcoming the severe recession and consolidating growth thereafter. However, the longer the ECB stays its extremely accommodative path, the more the negative effects prevail. Interest rates have lost their steering function and financial stability risks have increased. The longer the ultra-low or negative interest rate policy and liquidity flooding of markets continue, the greater the potential for a setback. Should a major crisis strike, it will be of very different dimensions than those we have seen before. Like other central banks the ECB is threatened with the end of its control over the creation of money. These developments imply a high risk for central bank independence - de jure or de facto.