Univ.-Prof. Mag. Dr. Robert Holzmann
Gouverneur
Oesterreichische Nationalbank

REDE

Berlin, 11. September 2020

Der Krise ihre Analogien, den Analogien ihre Reflektion

Eröffnungsstatement im Konrad-Adenauer-Haus

Sehr geehrte Damen und Herren,

Krisen sind seit jeher archetypische Beispiele für Momente, in denen die induktive und deduktive Komponente wirtschaftspolitischer Entscheidungen zumindest kurzfristig hinter die Kraft der Analogie zurücktritt.[1] Die COVID-19 Krise, die seit dem Frühjahr 2020 die Weltwirtschaft stark beeinträchtigt, stellt hier keine Ausnahme dar. Aus den verheerenden menschlichen Konsequenzen der Spanischen Grippe von 1918 haben wir den Schluss gezogen, dass es keinen Zielkonflikt zwischen erhöhter Mortalität und wirtschaftlicher Aktivität geben muss.[2] Die Große Depression der 1930er Jahre hat uns gelehrt, wie wichtig rasche und diskretionäre fiskalische Impulse für die Erholungsphase sein können.[3] Und die Große Rezession nach 2008 hat aufgezeigt, dass in einer Währungsunion wie der Eurozone starke geldpolitische Signale notwendig sind, um kurzfristig Finanzmarktstabilität zu gewährleisten und mittelfristig eine Fragmentierung der Finanzmärkte sowie eine Beeinträchtigung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus zu verhindern.[4]

Dies sind nur einige wenige Beispiele dafür, wie historische Analogien – bewusst oder unbewusst – unser wirtschaftspolitisches Handeln in den ersten Monaten der aktuellen Krise informiert haben. Und, lassen Sie mich das klarstellen, das ist gut so. In Krisenzeiten steht ein sehr hoher Druck rasch zu handeln einem verschwindend kleinen Zeitfenster für Überlegung und Beratung gegenüber. Ohne Analogien wären wir in Krisen oftmals auf verlorenem Posten.

In der Wirtschaftspolitik muss der Zeit der Analogie jedoch nach einer Krise auch die Zeit der Reflektion folgen – nicht zuletzt, um für die Zukunft wieder neue Handlungsprämissen zu schaffen. In Krisen gesetzte – unter Umständen sehr weitreichende und den Marktmechanismus à la longue stark verzerrende – Maßnahmen müssen, sobald die Wirtschaft wieder auf dem Weg

[1] Vgl. Eichengreen (2012).
[2] Jüngste Forschung scheint zu bestätigen, dass eine unkontrollierte Pandemie selbst – viel mehr als das Timing und die Striktheit der Gegenmaßnahmen (wie etwa *lockdowns*) - negative wirtschaftliche Konsequenzen hat. Mittelfristig waren strengere Gegenmaßnahmen 1918 sogar mit größeren Erholungseffekten assoziiert. Vgl. Correia et al. (2020).
[3] Vgl. Hausman (2016) und Fishback (2017).
[4] Vgl. Krishnamurthy et al. (2018), Altavilla et al. (2020).

Verlegerin und Herausgeberin:
Oesterreichische Nationalbank
Referat Pressestelle
Wien 9., Otto-Wagner-Platz 3
Postfach 61, 1010 Wien

zur Normalität ist, unmittelbar sorgfältigen und umfassenden Wirkungsanalysen (i.e. wissenschaftlichen Evaluierungen) unterzogen werden. Nur so können wir ein zukünftiges *cherry-picking* der Analogien hintanhalten und dem Versuch widerstehen, immer nur die vergangenen Krisen (*fighting the last war*) zu bekämpfen.[5] In diesem Sinne möchte ich nach vorne blickend drei Herausforderungen, die meines Erachtens nach die Geldpolitik in der Eurozone über die kommenden Jahre bestimmen werden, kurz umreißen.

Der *erste* Punkt betrifft die Substanz der Ziele und Instrumente unserer Geldpolitik. Während der COVID-19 Krise sind die - bereits in den Jahren zuvor recht fließenden - Grenzen zwischen so genannter konventioneller und unkonventioneller Geldpolitik weiter verschwommen. Jenes Mantra, welches nur akute Liquiditätshilfe (*lender of last resort*) mit der Größe der Notenbankbilanz in Verbindung brachte und traditionelle Geldpolitik mit Zinspolitik gleichsetzte, ist spätestens seit der Großen Rezession Geschichte. Instrumente wie etwa die gezielten, längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) der EZB kombinieren seit geraumer Zeit Liquiditätsbereitstellung und Stimulierung der aggregierten Nachfrage im Euroraum.[6] In manchen Währungsräumen haben Zentralbanken sogar nochmals geldpolitisches Neuland betreten: im Zuge der COVID-19 Krise gewähren die Federal Reserve und die Bank of England nunmehr direkte Kreditlinien an bisher nicht zugelassene Schuldner.[7]

Somit ist meines Erachtens die erste Diskussion, der wir uns bereits jetzt für die Zeit nach der Bewältigung der akuten Phase der Krise stellen sollten, wann und wie eine strukturierte, situationsabhängige Abkoppelung der Geldpolitik von den derzeitigen außergewöhnlichen Notfallmaßnahmen durchführbar ist. Dabei schwingt im Hintergrund die noch fundamentalere Frage mit, ob die in der letzten Dekade stattgefundene Erweiterung des geldpolitischen Instrumentenarsenals wieder abgebaut werden kann und soll. In Zeiten, in denen es strukturell schwieriger werden könnte, mit rein konventioneller Zinspolitik unser mittelfristiges Preisstabilitätsziel in der Eurozone zu erreichen, ist eine breite Debatte über die zukünftige geldpolitische Strategie – d.h. das Zusammenspiel zwischen Instrumenten und Ziel – sehr willkommen. Hier bietet uns die aktuell laufende EZB-Strategieüberprüfung eine gute und willkommene Gelegenheit, tiefer in die Materie einzutauchen und die jüngst abgeschlossene Überprüfung in den USA vielfache Anregungen[8]. Der EZB-Rat hat angekündigt, dass Mitte nächsten Jahres die Ergebnisse der Strategieüberprüfung dann der Öffentlichkeit präsentiert werden. Darüber hinaus ist im Hinblick auf die hoffentlich rasche Überwindung der Krise eine Diskussion über den Zeitpunkt und die Form der Normalisierung der Geldpolitik zu führen.

Mein *zweiter* Punkt bezieht sich auf das durch die aktuellen Maßnahmen wieder in den Mittelpunkt gerückte Zusammenspiel zwischen Geld- und Fiskalpolitik. COVID-19 führt zwar in allen Euroraum-Staaten zu einem tiefen Wirtschaftseinbruch, aber die Betroffenheit der verschiedenen Mitgliedstaaten ist doch recht heterogen. In einer derartigen Situation ist expansive Fiskalpolitik

---

[5] Vgl. Grossman and Rockoff (2016).
[6] Vgl. Bank for International Settlements (2020).
[7] Beispiele hierfür sind die *Municipal Liquidity Facility* (https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/muni.htm) der Federal Reserve oder die *Covid Corporate Financing Facility* (https://www.bankofengland.co.uk/markets/covid-corporate-financing-facility) der Bank of England. Historisch gesehen ist die Zulassung dieser neuen Kontrahenten allerdings genau genommen keine wirkliche Innovation. Vor 1914 (und sogar später) waren die Kontrahenten von Notenbanken (wie etwa der OeNB, der Bundesbank aber auch der Bank of England) in Europa keinesfalls lediglich Banken, sondern stellten eine viel breiter gestreute Kundschaft dar. Vgl. Anson et al. (2017), Jobst und Rieder (2020).
[8] Siehe Powell (2020) für eine sehr lesenswerte Zusammenfassung anlässlich der jüngsten Jackson Hole Tagung im elektronischen Format.

eine notwendige Ergänzung zu den expansiven geldpolitischen Maßnahmen der EZB. Dies gilt insbesondere angesichts der Erwartung, dass es noch länger bis zu einer Rückkehr auf den alten Produktions- und Beschäftigungspfad dauern wird. Zusätzlich zu bereits getroffenen nationalen Maßnahmen soll der im Juli vom Europäischen Rat beschlossene NextGenEU-Fonds einen großen und vor allem länger anhaltenden europaweiten fiskalischen Stimulus bieten.[9] Stabilisierungspolitisch ist dieses Vorgehen sehr sinnvoll, aber die durch die Finanzierung des Fonds gesetzten Anreize sind nicht unproblematisch: einige besonders von der Krise getroffenen Staaten hatten schon vor 2020 aufgrund hoher Staatsschulden keinen großen fiskalpolitischen Spielraum. Aus der Sicht der Geldpolitik wird die Herausforderung sein, eine Verwischung der Trennlinie zwischen Geld- und Fiskalpolitik nicht zuzulassen. Vergangene Krisen zeigen, dass die Versuchung zur fiskalischen Dominanz in Erholungsphasen mit hoher staatlicher Verschuldung beachtlich sein kann.[10] Wir sollten uns daher schon jetzt Gedanken darüber machen, wie jeder noch so kleinen Gefahr der fiskalischen Dominanz und deren negativen Folgen für die Unabhängigkeit, Reputation und Glaubwürdigkeit – und somit auch für die Effektivität – der Geldpolitik vorgebeugt werden kann. Klare und systemkonforme Regeln zur steuerlichen Abdeckung der eingegangen Verpflichtungen der EU und zur Einhaltung der zweckgemäßen Verwendung der EU-Mittel in den empfangenden Mitgliedstaaten sind eine erste notwendige Voraussetzung. Nur so kann erreicht werden, dass das strukturelle Wachstum in allem Mitgliedstaaten, unterstützt durch die EU-Finanzierung, tatsächlich wieder deutlich an Kraft gewinnt und die Staatsfinanzen aller EU-Mitgliedstaaten nachhaltig bleiben oder werden.

Als *dritte* Herausforderung möchte ich noch auf das Thema der Kommunikation unserer geldpolitischen Entscheidungen und Strategie im Euroraum eingehen. Den jüngsten Anlass für diesen Schwerpunkt sehe ich im Urteil des deutschen Bundesverfassungsgerichts vom 5. Mai 2020 gegeben. Obwohl es die Schlagkraft unserer Geldpolitik nicht mindert, so zeigt das Urteil doch auf, dass es in der Vermittlung und der Erklärung unserer Entscheidungen gegenüber einer breiteren Öffentlichkeit Verbesserungsbedarf gibt. Wichtig ist in diesem Zusammenhang insbesondere eine Präzisierung dessen, was das Prinzip der Proportionalität unserer Geldpolitik einerseits bedeutet, und welche Aspekte dieses Prinzip andererseits wiederum nicht einschließt. Ich möchte diesbezüglichen internen und breiteren Diskussionen, auch während der aktuell stattfindenden Strategieüberprüfung, nicht vorzugreifen. Es sollte jedoch klar sein, dass Einschätzungen der Proportionalität die Effektivität und Verhältnismäßigkeit unserer Maßnahmen im Hinblick auf die Erreichung der gesetzlichen Zielfunktion der Zentralbank gemäß dem EU-Vertrag im Fokus haben. Mögliche negative Nebenwirkungen der dabei als notwendig erachteten, außergewöhnlichen Maßnahmen müssen dabei immer im Auge behalten werden.

Derartige Nebenwirkungen können in verschiedener Form auftraten: Sehr niedrige Leitzinsen und umfangreiche Anleihe-Ankaufsprogramme implizieren einen niedrigen Diskontfaktor. Niedrige risikolose Zinsen lösen Portfolioumschichtungen in Richtung risikoreicherer Aktiva aus. Diese Umschichtungen können einerseits realwirtschaftliche Investitionen und den Aufschwung unterstützen, andererseits beflügelt dies die Preise verschiedener Vermögensklassen, wie Aktien,

[9] Der Fonds umfasst 750 Mrd. EUR und soll je in etwa zur Hälfte für Kredite und Transfers verwendet werden. Die Transfers sollen vor allem an Staaten mit unterdurchschnittlichem Pro-Kopf-BIP (hier sind Italien und Spanien „gerade noch“ dabei) und/oder besonders starkem BIP-Einbruch 2020/21 gehen. Die Finanzierung erfolgt durch gemeinsame Schuldaufnahme, die mittels zukünftiger Beiträge bedeckt werden. Tilgungen sollen ab 2028 erfolgen. Politisch erkauft wurde dieses Paket auch mit relativ großen Rabatten für die größten Nettozahler (NL, SE, DE, AT, DK) in den regulären EU-Budgets von 2021 bis 2027.

[10] Vgl. Reinhart und Sbrancia (2011).

Unternehmensanleihen, Immobilien oder auch Gold. Es können sich so mittelfristig Übertreibungen an den Finanzmärkten aufbauen, die in weiterer Folge Risiken für die Finanzstabilität nach sich ziehen können.

Der Anstieg bestimmter Vermögenspreise kann auch erhebliche Wirkungen auf die Vermögensverteilung nach sich ziehen, wobei eine Gesamtschau der Verteilungswirkungen unkonventioneller Geldpolitik jedoch auch Wirkungen auf die Beschäftigung und das Wirtschaftswachstum berücksichtigen sollte.[11]

Last but not least kann eine lang andauernde Phase sehr niedriger Finanzierungskosten bewirken, dass das Produktivitätswachstum leidet. Dies kann zum einen dadurch erfolgen, dass die Profitabilitätsschwelle für Investitionen niedriger ausfällt und so Ressourcen in langfristig nicht rentable Projekte fließen. Zum anderen können künstlich gedrückte Finanzierungskosten auch bewirken, dass Unternehmen verringerten Druck zu Innovationen und Rationalisierungen verspüren und dass das Ausscheiden unprofitabler Unternehmen verzögert wird. Wäre dies der Fall, so könnte eine expansive Geldpolitik trotz ihrer kurzfristig über die Nachfrageseite wachstumsstützenden Wirkungen langfristig das Produktivitäts- und Potenzialwachstum schwächen. Dadurch könnte die Geldpolitik auch selbst mit verantwortlich dafür sein, dass der natürliche Zins fällt. Mit anderen Worten: die Geldpolitik würde dann selbst ihren „Benchmarkzins“ nach unten drücken und so das Problem der Nullzinsuntergrenze selbst verschärfen.

Lassen Sie mich diese eben dargelegten Überlegungen abschließend noch prägnanter fassen:

- Während in einer akuten Krisensituation alle Bereiche der Wirtschaftspolitik unmittelbar auf die kurzfristige Abfederung der Krisenwirkungen im Sinne einer Schadenseingrenzung ausgerichtet sind, sollten diese Maßnahmen doch auch immer mögliche langfristig negative Wirkungen – ich erwähnte als wesentliche Felder die Finanzstabilität, das Produktivitätswachstum oder das Verhältnis Geld- und Fiskalpolitik - im Auge behalten. Mit anderen Worten: die Feuerwehr sollte immer auch mögliche Wasserschäden ihrer Löschaktion im Hinterkopf haben. In dem Sinne ist in meiner Wahrnehmung auch in der aktuellen gesundheitspolitischen Vorgangsweise zur Eindämmung der Pandemie eine Verschiebung von „koste es, was es wolle“ vom Frühjahr in Richtung einer stärker differenzierten und abwägenden Vorgangsweise erfolgt. Auch die Geld- und Fiskalpolitik kommen nicht umhin, ähnlich differenziert und abwägend vorzugehen.

- In der Wiederaufbauphase nach der Krise – und wir befinden uns bereits unmittelbar in dieser - sollte der Fokus klar vorwärtsgerichtet sein. Die Post-COVID-19-Welt wird in jedem Fall anders als jene vor der Krise sein. Eine Zukunfts-Strategie sollte den Wiederaufbau als Chance für eine Neuaufstellung der Wirtschaft begreifen. Die Europäische Kommission hat dabei vollkommen richtig einen „green new deal“ und die „new digital economy“ ins Zentrum gerückt. Dabei sollte auch darauf geachtet werden, dominierende Unternehmen nicht zusätzlich zu fördern, sondern stattdessen neuen aufstrebenden Unternehmen durch geeignete Rahmenbedingungen ermöglicht werden, ihre Innovationen verwirklichen zu können.

Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit – ich freue mich nun auf Ihre Fragen und die Diskussion.

[11] Siehe etwa Lenza und Slacalek (2018).

Bibliografie

Altavilla, Carlo; Canova, Fabio, and Matteo Ciccarelli (2020). *Mending the broken link: Heterogeneous bank lending rates and monetary policy pass-through*. Journal of Monetary Economics 110, pp.81-98.

Anson, Michael; Bholat, David; Kang, Miao, and Ryland Thomas (2017). *The Bank of England as lender of last resort: new historical evidence from daily transactional data*. Bank of England Staff Working Paper No. 691.

Bank for International Settlements (2020). *Annual Economic Report*. In particular: *II. A monetary lifeline: central banks' crisis response*. p.37ff.

Correia, Sergio; Luck, Stephan, and Emil Verner (2020). *Pandemics Depress the Economy, Public Health Interventions Do Not: Evidence from the 1918 Flu*. Federal Reserve Bank of New York Working Paper.

Eichengreen, Barry (2012). *Economic History and Economic Policy*. Journal of Economic History 72 (2), pp.289-307.

Fishback, Price (2017). *How Successful Was the New Deal? The Microeconomic Impact of New Deal Spending and Lending Policies in the 1930s*. Journal of Economic Literature 55(4), pp.1435-1485.

Grossman, Richard, and Hugh Rockoff (2016). *Fighting the Last War*. In M. Bordo, Ø Eitrheim, M. Flandreau, & J. Qvigstad (Eds.), *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?* (Studies in Macroeconomic History, pp. 231-279). Cambridge: Cambridge University Press.

Hausman, Joshua (2016). *Fiscal Policy and Economic Recovery: The Case of the 1936 Veterans' Bonus*. American Economic Review 106 (4), pp.1100-1143.

Jobst, Clemens, und Kilian Rieder (2020*). Liquidity Regulation before Basel: Credit Limits as Contingent Rules at the Austro-Hungarian Bank*. Unpublished Working Paper.

Krishnamurthy, Arvind; Nagel, Stefan, and Annette Vissing-Jorgensen (2018). *ECB Policies Involving Government Bond Purchases: Impact and Channels.* Review of Finance 22 (1), pp.1-44.

Lenza, Michele, and Jiri Slacalek (2018). *How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area*. ECB Working Paper No 2190, October.

Powell, Jarome, H. (2020). *New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review*. Opening speech at "Navigating the Decade Ahead: Implications for Monetary Policy," an economic policy symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole, Wyoming (via webcast)

Reinhart, Carmen und Belen Sbrancia (2011). *The liquidation of government debt*. NBER Working Paper 16893.