

Michael Heine, Hansjörg Herr

**Das Eurosystem:
Eine paradigmensorientierte Darstellung
und kritische Würdigung
der europäischen Geldpolitik**

Auftragsstudie der GUE/NGL-Fraktion
des Europäischen Parlaments
Februar 2001

Michael Heine, Hansjörg Herr
Das Eurosystem:
Eine paradigmensorientierte Darstellung
und kritische Würdigung der europäischen Geldpolitik

Auftragsstudie der GUE/NGL-Fraktion
des Europäischen Parlaments

Berlin, Februar 2001

ISBN 3-320-02969-X

Inhalt

1	Einleitung.....	2
2	Ausgewählte Aspekte einer monetären Theorie der Produktion.....	5
2.1	Die ökonomische Bedeutung des Geldes und von Preisniveaustabilität in marktverfassten Ökonomien.....	5
2.2	Ursachen von Preisniveauänderungen in unterschiedlichen Paradigmen	15
3	Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB).....	27
3.1	Der organisatorische Rahmen des Eurosystems.....	27
3.2	Aufgaben, Rechte und geldpolitische Ziele der Europäischen Zentralbank	29
3.3	Unabhängigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken	30
3.4	Geldpolitische Instrumente der Europäischen Zentralbank	37
4	Kritische Würdigung ausgewählter Bereiche der EZB-Politik	42
4.1	Das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank	42
4.2	Die beiden Säulen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank	48
4.3	Die internationale Ausrichtung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank.....	61
4.4	Institutionelle Schwächen der Europäischen Zentralbank	67
4.4.1	Transparenz, Offenheit und Rechenschaftspflicht.....	67
4.4.2	Die Rolle der EZB als Lender of Last Resort	69
5	Grenzen der Geldpolitik und Notwendigkeit weiterer Integrationsschritte	71
5.1	Europa als unfertiges Haus.....	71
5.2	Fiskalpolitische Probleme	72
5.3	Lohnpolitische Probleme	74
	Literaturliste.....	81

1 Einleitung

Der Streit um den Geldbegriff zählt nicht gerade zu den erfreulichen Abschnitten der Geschichte unserer Wissenschaft.
(L. von Mises)

Mit dem Beginn des Jahres 1999 wurde geldpolitisch eine neue Ära eingeleitet: Seither haben 11 Mitgliedsländer der Europäischen Union (EU) – Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien – faktisch den Euro als gemeinsame Währung eingeführt. Griechenland trat am 1.1.2001 der Europäischen Währungsunion (EWU) bei.¹ Zwar wird der Euro bis Ende 2001 nur im Rahmen des bargeldlosen Zahlungsverkehrs genutzt und erst in der ersten Hälfte des Jahres 2002 als Bargeld eingeführt, gleichwohl wird seit 1999 vom sogenannten Eurosystem, also von den Zentralbanken der beteiligten Länder und der Europäischen Zentralbank (EZB) eine einheitliche und gemeinsame Geldpolitik betrieben. Damit kam es zu einer unwiderruflichen Fixierung der Wechselkurse und einer Verlagerung der geldpolitischen Kompetenz auf die EZB, so dass die beteiligten Volkswirtschaften ohne Wenn und Aber miteinander verbunden wurden. In ökonomischer Hinsicht ist Euroland seitdem eine Binnenökonomie. Die noch existierenden nationalen Gelder sind somit lediglich die in Kürze verschwindenden unterschiedlichen Etiketten des Euro.

Mit der Einführung des Euro wurden währungspolitische Diskussionen und Projekte beendet, die bereits Anfang der sechziger Jahre begannen und letztlich darauf abzielten, eine gemeinsame Wirtschafts- und Währungsunion zu schaffen.² So kam es Anfang der siebziger Jahre zum sogenannten *Werner-Plan*, der die Schaffung einer solchen Union für sechs europäische Staaten bereits für die achtziger Jahre vorsah. Allerdings scheiterte die Realisierung dieses Plans an den unterschiedlichen geld- und wirtschaftspolitischen Vorstellungen der potenziellen Teilnehmerländer und an den Illusionen jener Zeit, man könne auf der Basis flexibler Wechselkurse eine von internationalen Wechselkurszwängen abgeschottete nationale Geld-, Wirtschafts- und Arbeitsmarktpolitik betreiben.

¹ Von den restlichen Staaten der EU sind Dänemark, England und Schweden bislang nicht beigetreten. Griechenland durfte erst später beitreten, weil es zunächst die sogenannten Konvergenzkriterien nicht hinreichend erfüllen konnte.

² Es kann hier selbstverständlich nicht darum gehen, eine Geschichte der Wirtschafts- und Währungsunion zu schreiben. Die kurzen Ausführungen sollen lediglich zentrale Etappen des währungspolitischen Integrationsprozesses in Erinnerung rufen. Vgl. ausführlich zu diesem Prozess z.B. Bernholz, 1998.

Dafür einigte man sich Ende der siebziger Jahre auf ein gemeinsames *Europäisches Währungssystem* (EWS), an dem zunächst acht und später sogar zwölf europäische Staaten teilnahmen. Ziel war es, ein Wechselkurssystem zu schaffen, in dem die Wechselkurse der Währungen der beteiligten Länder möglichst nur innerhalb eng festgelegter Bandbreiten von $\pm 2,25$ Prozent schwanken sollten. Damit wollte man die ökonomischen Unsicherheiten, die aus den Währungsturbulenzen seit dem Ende des Bretton-Woods-Systems resultierten, zumindest regional begrenzen. Faktisch scheiterte auch dieser Versuch einer gemeinsamen Geld- und Währungspolitik in der Krise 1992/93, als mehrere Länder aus dem System ausstiegen und schließlich Bandbreiten von ± 15 Prozent vereinbart werden mussten. Gleichwohl kann das EWS faktisch als "Trittbrett" für die Einführung des Euro angesehen werden.

Neue Impulse erhielt die Idee einer Wirtschafts- und Währungsunion durch die Einheitliche Europäische Akte, die am 1. Juli 1987 in Kraft trat. Sie führte – auf der Grundlage des *Delors-Berichts* – schließlich zum *Vertrag über die Europäische Union*, der im Dezember 1991 in Maastricht vom Europäischen Rat gebilligt wurde. Damit war der Weg frei für die schrittweise Schaffung einer Wirtschafts- und Währungsunion, einschließlich einer gemeinsamen Währung.

Die Bewertungen der Einführung des Euro und einer damit einhergehenden einheitlichen Geldpolitik laufen weit auseinander. Dies ist insofern kaum verwunderlich, als es zum einen für ein solches Vorgehen kein historisches Vorbild gibt und zum anderen die unterschiedlichen Beurteilungen unterschiedliche Grundauffassungen über die Funktionen des Geldes in Ökonomien vom Typ der Bundesrepublik Deutschland widerspiegeln. Denn es gibt bekanntlich nicht *die* Volkswirtschaftslehre, sondern unterschiedliche Volkswirtschaftslehren. Grundsätzlich konkurrieren klassische (marxistische), neoklassische und keynesianische Paradigmen miteinander. Auf keinem Gebiet der Volkswirtschaftslehre zeigen sich die grundverschiedenen Auffassungen dieser drei Paradigmen pointierter als auf dem Gebiet der Geldtheorie und -politik. Während Klassik und Neoklassik grundsätzlich davon ausgehen, dass Geld, bezogen auf die realwirtschaftlichen Vorgänge, zumindest längerfristig neutral ist, gehen Keynesianer davon aus, dass ökonomische Prozesse gerade durch Geld initiiert und gesteuert werden, so dass die Vorstellung von der Neutralität des Geldes ein adäquates Begreifen der Strukturen

und Prozessabläufe in "Geldökonomien" nicht nur erschwert, sondern definitiv verhindert.³ Marx selbst steht hier in gewisser Weise zwischen den "Fronten", da er einerseits in einzelnen Passagen seiner Arbeiten die Bedeutung des Geldes außergewöhnlich deutlich herausgestellt hat, während er andererseits in anderen Passagen die Neutralitätsthese vertreten hat. Letztlich ging er davon aus, dass sich die Gesetze des Kapitalismus unabhängig von der Geldsphäre durchsetzen.⁴

Bewertungen der geldpolitischen Ziele und Instrumente sowie des institutionellen Gefüges des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) spiegeln daher immer bestimmte paradigmatische Überzeugungen wider, selbst dann, wenn sich die Äußernden dessen nicht bewusst sind. Aus diesem Grunde bietet es sich an, zunächst die ökonomische Bedeutung des Geldes für unterschiedliche Paradigmen in knapper Form herauszuarbeiten. In diesem Rahmen sollen auch die unterschiedlichen Auffassungen über die Ursachen inflationärer und deflationärer Prozesse knapp dargestellt werden. Dies wird im zweiten Kapitel geschehen. Im dritten Kapitel werden auf dieser theoretischen Grundlage das institutionelle Gefüge des ESZB sowie die geldpolitischen Instrumente und Strategien erläutert und bewertet. Dabei wird sich zeigen, dass die Bewertungen in der Tat die jeweiligen Paradigmen widerspiegeln. Im vierten Teil werden dann besonders intensiv diskutierte Einzelaspekte der europäischen Geldpolitik unter die Lupe genommen. Fünftens schließlich werden wir die Grenzen der Geldpolitik näher bestimmen, um so die bisherigen Mängel und Lücken des europäischen Integrationsprozesses und die weiteren politischen Gestaltungsaufgaben sichtbar zu machen.

³ Nun gibt es auch nicht die "Keynesianer". Die herrschende Keynesinterpretation der Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg – formalisiert im IS-LM-Modell bzw. in seiner Erweiterung zur Neoklassischen Synthese – ist letztlich eine Version der Neoklassik, da keynesianische Theorieelemente hier nur dazu dienen, Störungen der ansonsten neoklassisch gedachten Ökonomie abzuleiten. Auch Keynes selbst war an vielen Punkten noch widersprüchlich und hat dadurch selbst das Tor für eine neoklassische Interpretation seines Werkes geliefert. Wenn wir von Keynesianern reden, dann meinen wir eine Keynesinterpretation in der Tradition des Post-Keynesianismus, die Geld, Erwartungen und Unsicherheit betont und Ökonomie als Teil der Sozialwissenschaften und nicht als quasi Newtonsches physikalisches Phänomen begreift. Eine monetäre Keynesinterpretation findet sich in Heine/Herr, 2000. Weiterführende theoretische Begründungen für die von uns vertretenen Positionen, die aus Platzmangel hier nicht ausgeführt werden können, finden sich in der angegebenen Quelle.

⁴ Vgl. Heine/Herr, 1992.

2 Ausgewählte Aspekte einer monetären Theorie der Produktion

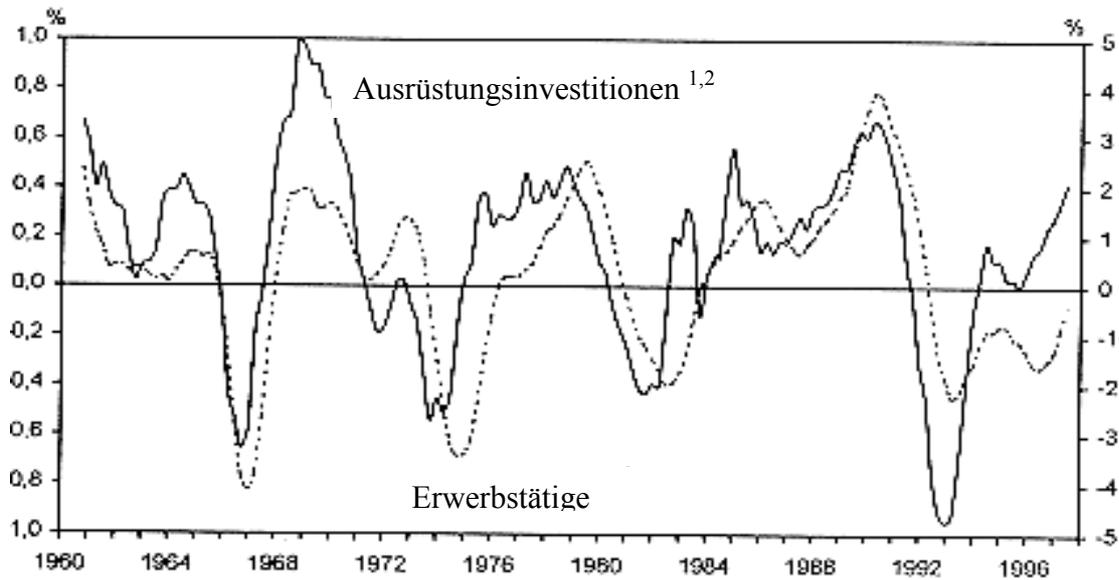
2.1 Die ökonomische Bedeutung des Geldes und von Preisniveaustabilität in marktwirtschaftlichen Ökonomien

Es gibt kein feineres und kein sichereres Mittel, die bestehenden Grundlagen der Gesellschaft umzustürzen, als die Vernichtung der Währung.
(J.M. Keynes)

Nach klassisch-neoklassischer Sicht sind privatwirtschaftlich-arbeitsteilig strukturierte Ökonomien durch den Tausch von Gütern einschließlich Arbeitskraft und Boden charakterisiert. Sofern ein Medium existiert, das als allgemeines Zahlungsmittel und Wertstandard allgemein akzeptiert ist, lassen sich die notwendigen Transaktionen wesentlich effizienter gestalten, als wenn Gut gegen Gut getauscht werden müsste. Geld dient somit als "Schmiermittel" der Güterzirkulation. Dies ändert jedoch nichts an der Auffassung, dass Geld einen Schleier darstellt, der – bildlich gesprochen – über der Ökonomie liegt. Die wichtigen Gesetzmäßigkeiten der Ökonomie sind, so das Argument, nur zu erkennen, wenn der monetäre Schleier weggezogen wird. Die sich zeigende Realsphäre kann dann ohne jeglichen Rückgriff auf Geld analysiert werden. Produktionsvolumen, Beschäftigung, Kapitalbestand, Einkommensverteilung, Investitionen, Ersparnisse, alle wichtigen ökonomischen Größen außer dem Preisniveau, lassen sich in der Realsphäre ohne Geld bestimmen. Analytisch von der Realsphäre getrennt sehen Klassik und Neoklassik eine Geldsphäre, die ausschließlich die Funktion hat, das Preisniveau zu bestimmen.

Während die Neoklassik in der Dienstleistungsfunktion für die Güterzirkulation die wesentliche Bedeutung des Geldes sieht, gehen Keynesianer davon aus, dass Geld im Kapitalismus *den* Dreh- und Angelpunkt für den gesamten Produktions- und Einkommensbildungsprozess bildet und somit auch über die Konstellationen auf dem Arbeitsmarkt entscheidet. Ohne die Bereitschaft von Unternehmen, Geld für Investitionszwecke vorzuschießen, wird es zu keiner Produktion und Einkommensbildung kommen, mit den entsprechenden Konsequenzen für die Beschäftigung. Dies zeigt deutlich die folgende Abbildung.

Abbildung 1: Ausrüstungsinvestitionen und Erwerbstätigkeit in Westdeutschland

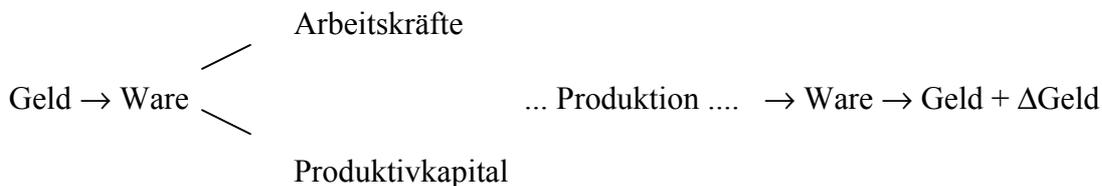


1) Saisonbereinigt, Veränderung in Prozent gegenüber Vorwert, gleitender Fünfquartalsdurchschnitt

2) Zu Preisen von 1991

Quelle: Flassbeck/Spieker 2000, S. 717

Es gibt mehrere Theoretiker, die diesen Aspekt deutlich gesehen haben. In erster Linie ist hier Keynes zu nennen, der die Bereitschaft zur Aufgabe von Geld zur Voraussetzung der Investitionstätigkeit machte.⁵ Aber auch Schumpeter, der zwar nie ein geschlossenes Modell der Geldwirtschaft entwickelt hat, betonte doch sehr deutlich, dass durch Kreditschaffung Güter "aus dem Nichts" herausgezogen werden.⁶ Auch Marx zeigte mit Hilfe seiner Kreislaufformel des Kapitals



(mit ΔGeld als zusätzlichem Geld), dass Geld vorgeschossen werden muss, um einen Produktionsprozess starten zu können. Die produzierten Waren werden durch ihren Verkauf in Geld

⁵ Vgl. Keynes, 1937, S. 655 ff. "The ex-ante saver has no cash, but it is cash which the ex-ante investor requires. (...) If there is no change in the liquidity position, the public can save ex-ante and ex-post and ex-anything-else until they are blue in the face, without alleviating the problem in the least."

⁶ "Kredit ist wesentlich Kaufkraftschaffung zum Zweck ihrer Überlassung an den Unternehmer. (...) Die Kreditgewährung in diesem Sinne wirkt wie ein Befehl an die Volkswirtschaft, sich den Zwecken des Unternehmers zu fügen, wie eine Anweisung auf Güter, die er braucht, wie ein Anvertrauen von Produktivkräften." (Schumpeter, 1926, S. 153).

zurückverwandelt, wobei der Geldrückfluss um ΔGeld größer als der ursprüngliche Geldvorschuss ist. ΔGeld symbolisierte bei Marx das arbeitslose Einkommen der Kapitalisten.⁷

Damit ist freilich noch nicht geklärt, woher die Unternehmen das ursprünglich vorzuschießende Geld bekommen. In allen entwickelten Geldökonomien sind die Haushalte die Nettogläubiger und die Unternehmen sowie der Staat die Nettoschuldner.⁸ Demnach benötigen die Unternehmen Kredite, um investieren zu können. Damit *geht* – im Unterschied zur Neoklassik – eine monetäre Kreditvergabe der Produktion und der Einkommensbildung *voraus*. Grundsätzlich haben Unternehmen zwei Möglichkeiten, sich finanzielle Mittel zu beschaffen; zum einen direkt bei den Haushalten etwa in Form der Aktienemission oder bei den Geschäftsbanken, die sich ihrerseits bei der Zentralbank und bei den Haushalten refinanzieren.⁹ Welche Varianten in welchem Umfang genutzt werden, ist von Land zu Land unterschiedlich – ändert aber nichts an der Grundstruktur von Finanzierungsprozessen in geldgesteuerten Ökonomien. Festzuhalten bleibt, dass in ökonomischen Konstellationen, die durch eine hohe Investitionstätigkeit der Unternehmen und eine bereitwillige Finanzierung der Unternehmen seitens der Banken und Haushalte charakterisiert sind, die Ökonomie wächst. Verweigern Banken und Haushalte Kredite und/oder wollen die Unternehmen keine Kredite aufgrund ungünstiger Profitaussichten aufnehmen, stagniert oder schrumpft das Sozialprodukt. Eine zentrale Rolle für die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen spielt die Zentralbank. Durch eine Erhöhung der Zinssätze ist sie immer in der Lage, die Investitionstätigkeit zu drosseln, denn Unternehmen vergleichen bei ihrer Investitionsentscheidung die erwartete Verzinsung ihres Investitionsprojektes mit dem Zinssatz zur Finanzierung der Investition. Steigt der Zinssatz, dann werden weniger der bislang potenziell möglichen Investitionsprojekte durchgeführt.

Diese knappe Skizze zeigt die Bedeutung des Kredits in der Ökonomie und damit auch die Bedeutung des Geldes in seiner Funktion als Wertstandard. Kreditverträge werden nämlich fixiert in nominalen Geldeinheiten, nach dem Motto: "Ich leihe Ihnen 100.000 Euro und erhalte in zwei Jahren 110.000 Euro zurück". Der Gläubiger geht diesen Kontrakt ein, um sein in nominalen Einheiten bewertetes Geldvermögen zu verwerten – und dabei möglichst wenig

⁷ Vgl. Marx, 1890 und 1894. Die Kreislaufformel des Kapitals ist im Werk von Marx eher ein Fremdkörper, da Geld bei ihm letztlich neutral bleibt. Insbesondere hat Marx keine Handlungstheorie entwickelt, welche die Disposition über Geld ins Zentrum der Analyse stellt. Immerhin hat Keynes, der sich ansonsten wenig mit Marx beschäftigte, die Kreislaufformel des Kapitals positiv gewürdigt.

⁸ Als empirische Basis für die Bundesrepublik Deutschland vgl. zum Beispiel Deutsche Bundesbank, 1998.

⁹ Bei Personengesellschaften kann das Eigenkapital als Kredit des Unternehmens an sich selbst interpretiert werden. Bei Aktien gilt das gleiche Argument, wobei Aktien allerdings weitaus mehr der gewöhnlichen Kategorie des Kredits entsprechen.

zu riskieren. Sofern diese nominalen Einheiten auf Grund inflationärer Prozesse oder Währungsabwertungen an Stabilität, also in Kaufkraft gemessen an Wert, einbüßen, werden Geldvermögensbesitzer versuchen, ihr Vermögen anderweitig zu sichern. Üblicherweise steigen sie dann auf andere, wertstabilere Währungen ("Kapitalflucht") oder auf Sachwerte (z.B. Flucht in Immobilien oder Gold) um. Damit heizen sie inflationäre Prozesse zusätzlich an, da Kapitalflucht Abwertungen nach sich zieht und so die importierten Güter verteuert. Der Kauf von inflationsgesicherten Sachwerten wiederum erhöht deren Nachfrage und damit auch deren Preise. Inflationsprozesse tragen ein kumulatives Element in sich, da sich typischerweise inländische und ausländische Inflationsursachen gegenseitig verstärken und beschleunigen. Mit steigender Inflationsrate sinkt die Bereitschaft, längerfristige ökonomische Vertragsbeziehungen einzugehen, da dies mit unüberschaubaren Risiken verbunden wäre. Die mit hohen Inflationsraten verbundene hohe Unsicherheit über die zukünftige ökonomische Entwicklung läßt gleichzeitig die Investitionstätigkeit sinken.

Da laufend steigende Inflationsraten eine Geldökonomie zerrütten, müssen Zentralbanken Inflationen früher oder später mit Hochzinspolitik bekämpfen. Spätestens dann brechen die Investitionen ein mit allen negativen Konsequenzen für Wachstum und Beschäftigung. Denn werden inflationäre Prozesse nicht gestoppt, kann das Geld seine ökonomischen Funktionen als Wertstandard, Zahlungsmittel und Wertaufbewahrungsmittel nicht mehr erfüllen. Eine Wertaufbewahrung durch Geldhorte ist unter inflationären Bedingungen allemal ausgeschlossen, da eine Geldhaltung in diesem Fall mit einem stetigen Verlust an Kaufkraft einhergeht. Aber auch die Funktion des Wertstandards wird durch Inflationen ausgehöhlt. So werden ab einem gewissen Punkt Kreditverträge nicht mehr auf der Basis des einheimischen Geldes abgeschlossen, da selbst bei Zinssätzen, die gegenwärtig den Realwert einer Forderung noch schützen, die Gläubiger nicht sicher sein können, ob die Zinssätze künftig ausreichend angepasst werden können oder ob nicht das Geldsystem sogar gänzlich zusammenbricht. So ist in allen Ländern mit hohen Inflationsraten, selbst bei positiven Realzinssätzen (Nominalzinssätze minus Inflationsrate), ein Ausstieg aus dem nationalen Geldvermögen nicht zu unterbinden, allenfalls zu bremsen. Man denke an die Parallelwährungssysteme in Lateinamerika, die sich ab den siebziger Jahren beständig ausgeweitet haben, oder an Russland in den neunziger Jahren. Beispielsweise wurden Kreditverträge während der Hyperinflation 1923 in Deutschland auf Roggen- oder Kilowattstundenbasis abgeschlossen. Bei extremen Inflationen bricht selbst die Funktion des Geldes als Zahlungsmittel für Waren zusammen, da Verkäufer nicht länger bereit sind, ihre Güter gegen zunehmend wertloser werdendes Geld einzutauschen. Ar-

beitnehmer lehnen eine Bezahlung ihrer Arbeitsleistungen mit wertlosen Papierschnippeln ab. Aus diesem Grunde können Geldökonomien grundsätzlich nicht mit sich aufschaukelnden Inflationsprozessen leben. Insofern ist (so verstandene) Geldwertstabilität kein beliebiges wirtschaftspolitisches Ziel neben anderen, sondern eine Funktionsbedingung für Geldwirtschaften.

Die obige Argumentation bedeutet nicht, dass jede Preisniveauerhöhung in einen kumulativen Inflationsprozess mündet. Wenig bedeutungsvoll sind einmalige Preisniveauerhöhungen, wie sie etwa durch die Erdölverteuerungen für Deutschland im Jahre 2000 auftraten, *solange* sie nicht zum Auslöser für kumulative inflationäre Prozesse werden. Führen solche Preisniveauschübe von selbst drei, vier oder fünf Prozent nicht zu einer lohnkostengetriebenen Inflation (vgl. Abschnitt 2.2), bildet sich die Inflationsrate nach ein oder zwei Jahren alleine wieder zurück. Entscheidend ist, dass Aufschaukelungsprozesse vermieden werden. Damit ist zugleich eine zentrale Aufgabe von Zentralbanken definiert: Sie haben für wertstabiles Geld als Funktionsbedingung einer Geldwirtschaft zu sorgen und müssen somit inflationäre Prozesse verhindern. Aus diesem Grunde sind alle Zentralbanken (zumindest in den entwickelten Ökonomien) – ob formal unabhängig oder nicht – institutionell in der Lage, Prozesse einer Geldentwertung zu stoppen, indem sie die Refinanzierung für die Geschäftsbanken verteuern. Die „Kunst“ der für Geldpolitik Verantwortlichen besteht darin, die Bekämpfung eines Preisniveauschubs mit Hochzinspolitik zu unterlassen, wenn die Erhöhung des Preisniveaus nur temporär ist, und vorzunehmen, wenn ein kumulativer Inflationsprozess beginnt. Wird nämlich ein Preisniveauschub unnötig bekämpft, dann werden einer Ökonomie Wachstums- und Beschäftigungsverluste auferlegt, die unnötig sowie sozial und politisch teuer sind.

Deflationen sind noch schädlicher als Inflationen. Das grundlegende Problem einer Deflation besteht darin, dass die Realschulden insbesondere des Unternehmenssektors mit der Deflationsrate ansteigen, so dass sich die Unternehmen mit sinkenden nominellen Umsatzerlösen und unverändertem Schuldendienst konfrontiert sehen. Die Folge sind Liquiditätsprobleme von Unternehmen und der Aufbau von zunehmend ungesicherten Krediten an allen Ecken und Enden der Ökonomie. Da nominelle Zinssätze niemals negativ werden können – bei Zinssätzen unter Null würde ein Gläubiger sein Geld lieber horten als dem Schuldner noch etwas zu bezahlen –, besteht bei scharfen Deflationen noch nicht einmal die Möglichkeit, einen destabilisierenden Anstieg der Realzinssätze zu verhindern. Dazu kommt, dass bei der Erwartung von weiter fallenden Preisen Konsumenten ihre Ausgaben senken und Unternehmen ihre Investitionen zurückfahren. In den vergangenen zehn Jahren litt Japan schon unter einer milden

Deflation. Die Tiefe der Weltwirtschaftskrise vor dem Zweiten Weltkrieg ist nicht ohne die massive Deflation in den dreißiger Jahren zu begreifen. Aus keynesianischer Sicht ergibt sich somit das Desiderat der Abwesenheit von inflationären und deflationären Prozessen. Da schon leichte Deflationen für die ökonomische Entwicklung belastend sind, ist eine leichte Inflation einer leichten Deflation vorzuziehen. Die Zielgröße der Geldpolitik einer Zentralbank sollte somit eine mäßige Inflationsrate von wenigen Prozentpunkten sein und nicht eine Inflationsrate von Null. Ohne große Begründung streben mehr oder weniger alle Zentralbanken in entwickelten Ländern ein solches Ziel an.

Konjunkturelle Schwankungen, die seit den frühesten Anfängen von modernen Geldwirtschaften zu beobachten sind und auch in Zukunft nicht verhindert werden können, sind auch mit Schwankungen der Preisniveauänderungsrate verbunden. Aufschwünge sind mit einem Anstieg der Preisänderungsrate verbunden, Abschwünge mit einer Abnahme. Aufschwünge ohne einen Anstieg der Inflationsrate sind schwer zu haben, da eine hohe Investitionsdynamik üblicherweise zu einer temporären Überschussnachfrage und einem Preisniveauschub führt. Ein solcher Preisniveauschub trägt den Keim seiner eigenen Eliminierung, da sich das Problem der Überschussnachfrage entspannt, wenn die Investitionen zu zusätzlichen Kapazitäten und einem gestiegenen Angebot geführt haben. Auch hier gilt, dass ein Preisniveauschub ungefährlich ist, wenn er keinen kumulativen Inflationsprozess – im Kern keine Lohn-Preis-Spirale – anstößt. Ein geldpolitisches Ziel, das beispielsweise jedes Jahr eine Inflationsrate von ein oder zwei Prozent anstrebt, unterliegt der Gefahr, Aufschwünge zu unterbinden und damit dysfunktional zu wirken. Preisniveaustabilität sollte als *zyklusübergreifende* durchschnittliche Preisänderungsrate verstanden werden, wobei eine Schwankungsbreite im Rahmen der zyklischen Auf- und Abschwünge zugestanden werden sollte. Soll in Abschwüngen keine Deflation auftreten, dann muss die angestrebte zyklusübergreifende durchschnittliche Inflationsrate entsprechend hoch gewählt werden (vgl. dazu auch unten die Diskussion des Inflationszieles der EZB).

Aus der "Wesensbestimmung" des Geldes, knapp sein zu müssen, erschließt sich, warum von Natur aus knappe Waren wie beispielsweise Edelmetalle in der Geschichte häufig Geldfunktionen übernommen haben. Solche "Waren" sind nur begrenzt durch den Einsatz privatwirtschaftlicher Arbeit vermehrbar. Dies hätte nämlich ansonsten dazu geführt, dass abstrakt-gesellschaftlicher Reichtum, der im Geld verkörpert ist, unmittelbar privat produziert worden wäre. Dies hätte Geld entknappt. Geld ist somit von seiner Bestimmung her eine Nicht-Ware. Es steht dem Universum der privatwirtschaftlich produzierten Waren gegenüber und ist kein

Teil davon. Insofern ist es nur logisch, dass Geld heutzutage durch keine Realwerte wie Gold mehr gedeckt ist.

Von Natur aus knappe Waren wurden Geld, weil es in früheren Zeiten nicht gelang, staatlicherseits die Akzeptanz eines Geldes ohne Substanzwert zu etablieren. Dies ist nicht verwunderlich, denn wenn natürlich knappe Güter wie etwa Gold durch nicht gedecktes Zentralbankgeld ersetzt werden sollen, dann müssen die Zentralbanken institutionell und instrumentell so ausgestaltet sein, dass sie ihr Geld knapphalten können, und die Wirtschaftssubjekte müssen der Möglichkeit und dem Willen der Zentralbank, Geldwertstabilität zu verteidigen, auch trauen. Als die kapitalistische Produktionsweise aus der mittelalterlichen Ökonomie herauswuchs, gab es noch kein staatliches Notenmonopol. Es gab zwar Hausbanken des Staates, welche die staatlichen Finanztransaktionen abwickelten und auch die Hauptgläubiger des Staates waren – etwa die Bank von England –, jedoch handelte es sich dabei nicht um Zentralbanken. Erst 1844 wurde in England im Rahmen des Zweiten Peelschen Bankgesetzes das Notenmonopol der Bank von England eingeführt.¹⁰ Damit wurde England zum Vorreiter bei der institutionellen Entwicklung des modernen Geldwesens. Jedoch auch dann noch wurde das Vertrauen in die Noten der Bank von England durch die Möglichkeit eines festen Umtauschkurses zwischen Noten in Gold und Gold in Noten garantiert. Es war also noch ein weiter Weg hin zur modernen Zentralbank, die keinerlei Deckungsvorschriften mehr unterliegt und die ein Geld ausgibt, das *allein* durch das Vertrauen in staatliche Institutionen akzeptiert wird. Heute schöpfen moderne Zentralbanken Geld aus dem Nichts. Damit ist Geld, um es mit Marx zu sagen, ein rein "gesellschaftliches Verhältnis", das allerdings nicht an ein Warengeld heften muss, wie er noch vermutete.

¹⁰ Vor der Einführung des Notenmonopols der Zentralbanken hatten private Geschäftsbanken – Zettelbanken – das Recht, eigene Banknoten auszugeben. Dies führte unter anderem dazu, dass periodisch die Notenmenge über die Edelmetallmenge hinaus ausgedehnt wurde, die damals noch zur Deckung der Noten diente. In Krisenzeiten, die immer mit einer steigenden Flucht in Edelmetalle verbunden war, wurden die Banken dann zahlungsunfähig und brachen zusammen. Zudem ergab sich das Problem, dass die verschiedenen Privatbanknoten, je nach Reputation der ausgebenden Banken, trotz eines für alle Banken festen Umtauschverhältnisses von Edelmetall in Banknote, schwankende Kurse aufwiesen. Die Monopolbildung der Zentralbanken wurde somit einerseits durch die Notwendigkeit der Stabilisierung des Finanzsystems, andererseits durch die Senkung der Transaktionskosten begünstigt, die dadurch zustande kommt, dass die Wirtschaftssubjekte nunmehr nur noch mit einem staatlichen Geld und nicht mit diversen Privatgeldern und deren Wechselkursen arbeiten müssen (vgl. zu den historischen Entwicklungen Wagner, 1937).

Da Geld das Vermögensobjekt mit der größten Liquidität ist und moderne Zentralbanken das Monopol zur Schaffung von Geld besitzen, ist es eine zentrale Aufgabe von Zentralbanken, die Volkswirtschaft mit ausreichender Liquidität zu versorgen. Denn eine Geldwirtschaft kann nur funktionieren, wenn zur Durchführung notwendiger Transaktionen ausreichend Geld vorhanden ist. Liquiditätsengpässe, die nicht beseitigt werden, führen zum Reißen von Kreditketten und systemischen Krisen. Zentralbanken in modernen Geldwirtschaften finanzieren Geschäftsbanken, letztere versorgen dann Unternehmen sowie private und staatliche Haushalte mit Liquidität. Geschäftsbanken haben aus verschiedenen Gründen einen Liquiditätsbedarf. Sie müssen zunächst Mindestreserveanforderungen erfüllen. Mindestreserven ergeben sich in den meisten Ländern – beispielsweise in den USA oder in der EWU – aus gesetzlichen Regelungen, wonach die Geschäftsbanken einen bestimmten Anteil ihrer Kundeneinlagen (z.B. zwei Prozent der Sicht- und Termineinlagen) in Zentralbankgeld bei der Zentralbank deponieren müssen. Neben der Mindestreserve müssen Geschäftsbanken jederzeit damit rechnen, dass Kunden Bargeldabhebungen vornehmen. Um den Auszahlungswünschen entsprechen zu können, benötigen die Geschäftsbanken Bargeld, das die Zentralbank zur Verfügung stellen muss. Die Menge an benötigtem Zentralbankgeld hängt von verschiedenen Parametern ab, die das Portfolioverhalten des Publikums bestimmen. Eine Rolle spielen unter anderem die Höhe des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und des Gesamtvermögens, der Umfang des Einsatzes von Kreditkarten und elektronischem Geld, das Niveau an ökonomischer Unsicherheit usw. Die Nachfrage nach Zentralbankgeld kann potenziell kräftig schwanken, und die Geschäftsbanken können sich gegen einen Umtausch von Bankeinlagen in Noten und Münzen nicht wehren. Das notwendige Geld kann nur von der Zentralbank bereitgestellt werden, da sie in modernen Volkswirtschaften das Monopol der Geldproduktion besitzt.

Zentralbanken übernehmen bei der Liquiditätssicherung der Banken und damit auch der Gesamtkonomie die Rolle des sogenannten *Lender of Last Resort*. Dies bedeutet, wie eben ausgeführt, dass Zentralbanken den Geschäftsbanken im normalen Geschäft ausreichend Liquidität zur Verfügung stellen müssen. Bekanntlich sind geldgesteuerte Ökonomien in mehr oder weniger regelmäßigen Abständen mit Wirtschaftskrisen konfrontiert, die zu einer Zunahme von Zahlungsschwierigkeiten und Pleiten führen. Indem einige ihren Verbindlichkeiten nicht nachkommen können, werden bei anderen die Forderungen entwertet, so dass auch sie in Schwierigkeiten geraten. Im Ergebnis ist es immer wieder zu gesamtgesellschaftlichen Liquiditätskrisen gekommen, die schließlich auch das Bankensystem erfassten. Das Vertrauen in das Bankensystem kann soweit zusammenbrechen, dass es zu einem massenhaften Umtausch

von Bankeinlagen in Bargeld, einem sogenannten “run”, kommt. Eine Bankenkrise ihrerseits verhindert eine gleichsam privatwirtschaftliche Lösung, da jede einzelne Bank auf ihre eigene Liquiditätssicherheit achten muss und daher nicht bereit sein kann, anderen Banken, die sich in Schwierigkeiten befinden, Geld zu leihen. Auch in einem solchen außerordentlichen Fall muss die Zentralbank der Funktion als Lender of Last Resort nachkommen und die Volkswirtschaft mit Liquidität versorgen. Banken müssen im Zweifel mit Zentralbankkrediten am Leben erhalten werden. Nur so kann eine Panik und ein Reißen von Kreditketten vermieden werden, wie dies etwa in der Weltwirtschaftskrise Ende der zwanziger, Anfang der dreißiger Jahre vor dem Zweiten Weltkrieg in den meisten westlichen Ländern der Fall war. Daher haben sich überall Zentralbanken herauskristallisiert, die einerseits das Monopol der Geldproduktion besitzen, andererseits im Zweifel unbegrenzt Liquidität schöpfen können.

Die Funktion von Zentralbanken als Lender of Last Resort wurde nach heftigen Finanzkrisen und dysfunktionaler Geldpolitik in der zweiten Hälfte des neunzehnten Jahrhunderts erkannt und zuerst von Walter Bagehot theoretisch aufgearbeitet.¹¹ Bagehot schlug vor, dass eine Zentralbank im Falle einer unfreiwillig hohen Expansion der Notenmenge aufgrund des Liquiditätsbedürfnisses der Geschäftsbanken a) dem Wunsch nach Liquidität nachkommen muss, jedoch b) nur zu einem hohen Zinssatz Liquidität zur Verfügung stellen soll. Die Vorschläge von Bagehot haben bis heute Gültigkeit, da durch einen hohen Zinssatz die Nachfrage nach Liquidität gebremst werden kann und Banken, die in Liquiditätsprobleme geraten sind, im Vergleich zu Banken ohne Liquiditätsprobleme, sanktioniert werden. Dadurch wird der Versuchung der Banken entgegengetreten, eine allzu risikoreiche Kreditpolitik in der Hoffnung einer automatischen Rettung durch die Zentralbank zu verfolgen. Die Funktion als Lender of Last Resort schließt nicht aus, dass einzelne Banken, die eine schlechte Geschäftspolitik verfolgt haben, zusammenbrechen.

Die Funktion des Lender of Last Resort können Zentralbanken nicht wahrnehmen, wenn sie Deckungsvorschriften einhalten müssen. Zwar würde eine Deckung durch Substanzwerte im Zweifelsfall die Taktgeschwindigkeit der Notenpresse begrenzen und so einer missbräuchlichen expansiven Geldpolitik einen Riegel vorschieben, allerdings wäre der Preis einer solchen Regelung zu hoch: Die Geldpolitik könnte sich nicht mehr an den ökonomischen Notwendigkeiten orientieren, sondern wäre in das Zwangskorsett von Goldproduktion und Golderwerb eingepresst. Deshalb wurden in der Vergangenheit, als derartige Deckungsvorschriften noch

¹¹ Vgl. Bagehot, 1962 (Wiederabdruck der Auflage New York 1873).

Gang und Gabe waren, in Krisenzeiten die Vorschriften jedes Mal durch Ausnahmeregelungen ersetzt, um handlungsfähig bleiben zu können. Wo dies unterblieb, kam es zu desaströsen Finanzkrisen. Es ist ein Charakteristikum moderner Geldverfassungen, dass Geld nicht mehr durch irgendwelche Substanzwerte, vorzugsweise Gold, gedeckt ist. Jede moderne Zentralbank kann Geld aus dem Nichts schaffen.¹²

Die beiden wesentlichen Aufgaben aller Zentralbanken – Sicherung des Geldwerts und Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität – lassen sich nur erfüllen, wenn die Geldverfassungen eine spezifische Struktur aufweisen. Daher zeichnen sich die Geldverfassungen aller entwickelten Volkswirtschaften – bei zahlreichen Unterschieden im Detail – durch drei zentrale Gemeinsamkeiten aus:

- Erstens besitzen die Zentralbanken das Monopol der Geldproduktion.
- Zweitens sind sie durch keine Deckungsvorschriften an irgendwelche Substanzwerte gebunden.
- Drittens schließlich sind alle Zentralbanken, zumindest in den entwickelten Ökonomien, institutionell in der Lage, Prozessen einer Geldentwertung erfolgreich durch eine Verteuerung des Geldangebots entgegenzutreten.

Wenn sich in allen entwickelten Volkswirtschaften ein solcher gemeinsamer Nenner herausgebildet hat, dann dürfte dies kein Zufall sein. Statt dessen muss davon ausgegangen werden, dass privatwirtschaftlich organisierte Ökonomien einen so gestalteten monetären Ordnungsrahmen benötigen. Sollte dem so sein, dann wäre zugleich ein Bewertungsmaßstab für das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) gefunden.

¹² Im Jahre 1971 hoben die USA die Möglichkeit für ausländische Zentralbanken auf, ihre Reserven in US-Dollar in Gold umtauschen zu können, so dass auch der letzte Schatten des Goldes aus dem nationalen und internationalen Währungssystem verschwand.

2.2 Ursachen von Preisniveauänderungen in unterschiedlichen Paradigmen

It is true that a train cannot move when the brake is on, but it would be foolish to say that the cause of motion in a train is that the brake is removed. It is no less, but no more, sensible to say that an increase in the quantity of money is the cause of inflation.

(J. Robinson)

Bevor die institutionelle und instrumentelle Ausgestaltung des ESZB näher analysiert wird, sollen mögliche Ursachen für inflationäre Prozesse diskutiert werden. Auch auf diesem Feld stehen sich neoklassische und klassische Vorstellungen einerseits und keynesianische andererseits gegenüber.

Die keynesianische Sicht

Beginnen wir mit der keynesianischen Vorstellung: In seinem neben der "Allgemeinen Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes" zweiten Hauptwerk "Vom Gelde" hat Keynes die sogenannten Grundgleichungen für den Wert des Geldes herausgearbeitet, an denen sich die folgenden Ausführungen orientieren.¹³ Aus dem System der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen lässt sich die folgende Gleichung ableiten, mit der gezeigt werden kann, wodurch das Preisniveau determiniert wird:¹⁴

$$\text{(Gleichung 1)} \quad P = \frac{W}{Y_r} + \frac{i \cdot PV}{Y_r} + \frac{I - S_H}{Y_r}$$

In der obigen Gleichung steht Y_r für das reale Sozialprodukt, W für die Lohnsumme einer Volkswirtschaft, i für den Zinssatz und PV für das eingesetzte Produktivvermögen der Unternehmen, so dass $i \cdot PV$ die Zinskosten wiedergeben. I steht für die Investitionen und S_H für die Ersparnisse der Haushalte. Das erste Glied der rechten Seite der Gleichung stellt die volkswirtschaftlichen Lohnstückkosten dar, das zweite Glied die Zinsstückkosten. Lohn- und Zinsstückkosten ergeben die Stückkosten. Die Lohnstückkosten lassen sich noch präzisieren, indem Zähler und Nenner durch die Anzahl der Arbeitsstunden (H) dividiert werden, so dass

sich $\frac{W}{Y_r} \cdot \frac{H}{H}$ ergibt. $\frac{W}{H}$ gibt den gesellschaftlich durchschnittlichen nominalen Stundenlohn und

¹³ Vgl. Keynes, 1936 sowie Keynes, 1931.

¹⁴ Eine detaillierte Ableitung und Diskussion findet sich bei Heine/Herr, 2000.

$\frac{Y_r}{H}$ die durchschnittliche Arbeitsproduktivität an, so dass die Lohnstückkosten durch das Verhältnis von Stundenlohn und Arbeitsproduktivität definiert sind.

Nunmehr lassen sich die unterschiedlichen Elemente, die zu Preisniveauerhöhungen führen, aufzeigen. Steigen die durchschnittlichen Stundenlöhne schneller als die durchschnittliche Arbeitsproduktivität, so erhöhen sich die Lohnkosten für die Unternehmen, die sie (*ceteris paribus*) auf die Preise abwälzen. In diesem Fall spricht man von einer *Lohninflation*. Wird auf eine Lohnerhöhung im Umfang der Steigerung der Arbeitsproduktivität verzichtet oder kommt es gar zur Senkung der Nominallöhne, so führt dies zur *Lohndeflation*. Es lässt sich zeigen, dass eine Erhöhung der Lohnstückkosten eine gleichgerichtete Erhöhung der Stückkosten insgesamt bewirkt, da die Preise für Produktivkapital von lohninduzierten Preiserhöhungen nicht unberührt bleiben können.¹⁵

Die keynesianische Inflationstheorie ist auch unter einem beschäftigungspolitischen Aspekt interessant. Die neoklassische These, wonach die Reallöhne gesenkt werden müssten, um zur Vollbeschäftigung zu kommen, übersieht, dass Lohnsenkungen zu Kostensenkungen führen. Da jedoch sinkende Kosten zu sinkenden Preisen führen, können die Reallöhne unverändert bleiben. Damit beschwören Nominallohnsenkungen die Gefahr deflationärer Entwicklungen herauf und führen gerade nicht zu steigender Beschäftigung.

Die Unwirksamkeit von Lohnsenkungen zur Senkung der Reallöhne gilt unabhängig von dem Umstand, dass die neoklassische Theorie sowieso nur unter extrem restriktiven Annahmen einen Zusammenhang zwischen fallenden Reallöhnen und steigender Beschäftigung konstruieren kann, nämlich dann, wenn es in der gesamten Ökonomie nur ein Kapitalgut gibt und Mikro- und Makroökonomie in der Analyse zusammenfallen. Verlässt man aus gutem Grund die theoretische Ebene dieser Eingutwelt, dann kann eine Volkswirtschaft nicht mehr wie eine Einzelunternehmung analysiert werden. Makroökonomisch lässt sich zeigen, dass jede Einkommensverteilung mit einer spezifischen Struktur relativer Preise verbunden ist und sich jede Änderung der Einkommensverteilung in einer veränderten Struktur der relativen Preise niederschlägt. Damit ändert sich aber auch der Wert des Kapitals und/oder die gewinnmaximale Technik. Ob die neue gewinnmaximale Technik nun mehr oder weniger Arbeitskräfte benötigt, ist völlig offen. Es ist dann - wohlgermerkt innerhalb des neoklassischen Modells - möglich, dass in einer Situation des Ungleichgewichts der Reallohnsatz zur Erreichung eines

¹⁵ Vgl. Heine/Herr, 2000, S. 397 ff.

neuen Gleichgewichts fallen oder steigen muss. Vergleicht man zwei Gleichgewichtspunkte, dann können Steigerungen (Absenkungen) des gleichgewichtigen Reallohns mit steigender (fallender) Beschäftigung einhergehen. Der von Neoklassikern oftmals ohne Verdeutlichung der Prämissen postulierte Zusammenhang zwischen Reallöhnen und Beschäftigung steht somit theoretisch auf tönernen Füßen.¹⁶ Auch empirisch findet die neoklassische These keine Bestätigung.¹⁷

Die Erhöhung des zweiten Gliedes auf der rechten Seite drückt eine Erhöhung der Zinskosten aus, was das Preisniveau (*ceteris paribus*) ebenfalls erhöht. Diese beiden ersten Glieder bringen die gesellschaftliche Kostenstruktur der Produktion zum Ausdruck. Steigt dieser Wert, so handelt es sich um eine *Kosteninflation* und im umgekehrten Fall um eine *Kostendeflation*. Da die Kosten der Unternehmen den Einkommen der Haushalte entsprechen, kann auch von einer *Einkommensinflation* bzw. *-deflation* gesprochen werden. Bei kosteninduzierten Änderungen des Preisniveaus spielt die Entwicklung der Lohnstückkosten die entscheidende Rolle, da Zinssätze schwerlich so stark schwanken können, um Inflations- und Deflationswellen auszulösen. Inflations- und Deflationsprozesse sind damit in letzter Instanz immer mit Lohn-Preis-Spiralen verbunden, wobei es völlig gleichgültig ist, ob Preisniveauänderungen ursächlich durch eine Veränderung der Lohnstückkosten oder andere Faktoren angestoßen werden.

Ist das letzte Glied dieser Gleichung positiv, so handelt es sich um eine *Nachfrageinflation*. Denn immer dann, wenn $I > S_H$ ist, ist die gesellschaftliche Nachfrage auf den Gütermärkten größer als das Angebot und im umgekehrten Fall ist das Angebot größer als die Nachfrage. Sind die Haushaltsersparnisse größer als die Investitionen, dann resultiert daraus ein Überschussangebot auf den Gütermärkten und eine *Nachfragedeflation*. Insofern drückt das dritte Glied der Gleichung ein Ungleichgewicht auf dem Gütermarkt aus.¹⁸

Wird ein Gütermarktgleichgewicht unterstellt, so wird das Preisniveau einer Volkswirtschaft durch die Kostenstruktur determiniert. Bei der obigen Gleichung wird folglich davon ausgegangen, dass Unternehmen ihre Preise erhöhen, wenn sie nicht die Kosten decken. Misslingt dieser Versuch, so werden sie perspektivisch Pleite gehen. Da durch Lohnerhöhungen alle Unternehmen in einer Branchen gleichermaßen betroffen sind, gelingt eine Überwälzung stei-

¹⁶ Vgl. Heine/Herr, 1999.

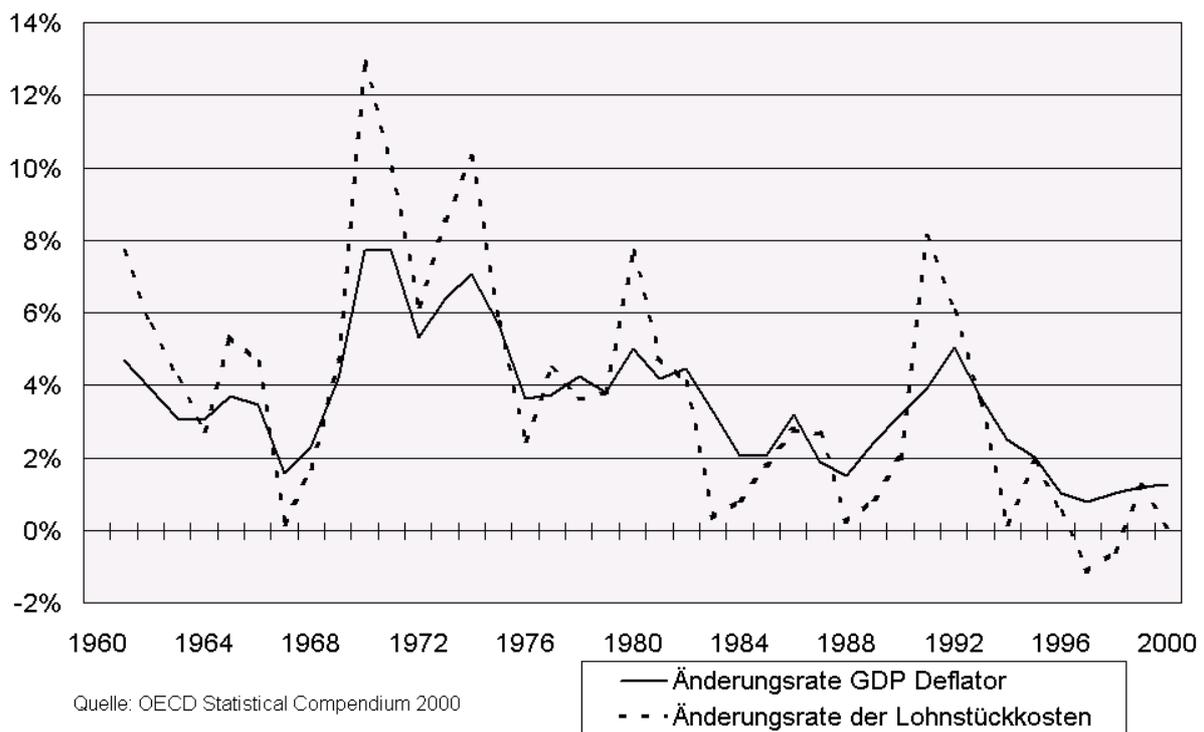
¹⁷ Vgl. Flassbeck/Spieker, 2000.

¹⁸ Da $I - S_H$ den unausgeschütteten Gewinnen der Unternehmen entsprechen, kann bei $I > S_H$ von einer *Gewinninflation* und bei $I < S_H$ von einer *Gewinndeflation* gesprochen werden. Gewinne und Verluste sind dann auch die Größen, die ein ex-ante Ungleichgewicht zwischen Investitionen und Ersparnissen in ein Gleichgewicht ex-post bringen.

gender Kosten auf die Preise längerfristig immer. Umgekehrt wird angenommen, dass Kostensenkungen über den Wettbewerbsdruck in Preissenkungen münden.¹⁹

Aus den theoretischen Überlegungen ergibt sich, dass die Entwicklung der Lohnstückkosten für die Preisniveaumentwicklung den entscheidenden Faktor darstellen. In Abbildung 2 ist die jährliche Veränderungsrate der Lohnstückkosten sowie die Inflationsrate für die Bundesrepublik Deutschland angegeben. Nun können empirische Belege nicht den Wahrheitsgehalt einer Theorie belegen, jedoch zeigt sich, dass Lohnstückkosten und Preisniveau stark korrelieren. Zudem liegt die Veränderung der Lohnstückkosten meist vor der Erhöhung des Preisniveaus, was zu der keynesianischen Inflationshypothese passt.

Abbildung 2: Veränderung der Lohnstückkosten und des Preisniveaus in Deutschland von 1960 bis 2000



¹⁹ Dies gilt auch bei vermachteten Märkten, wenn die Preise nicht den Kosten entsprechen müssen. Denn selbst ein Monopol wird in aller Regel bei steigenden Kosten die Preise erhöhen und bei fallenden Kosten die Preise senken: Verschiebt sich die Grenzkostenfunktion bei einer Kostenerhöhung nach oben, wird der Monopolist einen höheren gewinnmaximierenden Preis wählen. Verschiebt sich die Grenzkostenfunktion nach unten, wird der Monopolist den Preis senken.

Gleichung 1 kann auch zur Erfassung konjunktureller Schwankungen herangezogen werden. Aufschwünge sind typischerweise in der ersten Phase durch eine Mengenkonzunktur mit Preisniveaustabilität gekennzeichnet. Hohe Investitionen können die Nachfrage so erhöhen, dass die Ökonomie an Kapazitätsgrenzen kommt und sich so eine Nachfrageinflation ($I > S_H$) ergibt. Um inflationäre Impulse zu erzeugen, reicht es bereits aus, dass in einigen zentralen Branchen die Kapazitätsgrenzen erreicht sind. Stößt die Nachfrageinflation eine Lohn-Preis-Spirale an, was aufgrund der steigenden Beschäftigung in dieser Phase des Aufschwungs wahrscheinlich ist, kommt es zu einer Interaktion zwischen Kosten- und Nachfrageinflation. Bei ungünstiger Entwicklung wird dadurch ein kumulativer Inflationsprozess in Gang gesetzt. Früher oder später wird in diesem Fall die Zentralbank auf den Plan gerufen, die den Wert des von ihr produzierten Geldes verteidigen muss. Erhöht sie die Refinanzierungszinssätze, so werden die Geschäftsbanken ihrerseits ihre Verleihzinsen erhöhen, um die aus ihrer Sicht gestiegenen Refinanzierungskosten auf ihre Kunden abzuwälzen. Dies führt zu einem Anstieg des Zinsniveaus insgesamt, so dass sich für die Unternehmen ebenfalls die Finanzierungskosten erhöhen. Die Unternehmen müssten nun ihrerseits die Preise anheben. Da aber die Zinserhöhungen die Nachfrage – zunächst vor allem nach Investitionsgütern – drosseln, kommt es zum Angebotsüberschuss ($S_H > I$), der es zahlreichen Unternehmen nicht erlaubt, die notwendig gewordene Preisanpassung vorzunehmen. Produktion und Beschäftigung beginnen zu sinken, während das Preisniveau noch ansteigt – die Ökonomie befindet sich in der Konstellation einer *Stagflation*. Ausgeprägte Stagflationen gab es in den siebziger Jahren in zahlreichen westeuropäischen Ländern. Stagflationen sind temporärer Natur, da die schrumpfende Produktion und die sinkende Beschäftigung den Inflationsdruck in der Ökonomie eliminieren.

Schrumpft die Ökonomie weiter oder ergibt sich auch nur eine längerfristige Stagnation, dann taucht ein neues Problem auf, nämlich das der Deflation. Denn sobald die Nominallöhne weniger ansteigen als die Produktivität setzen sich in der Ökonomie deflationäre Tendenzen durch. Katastrophal wäre es, wenn sich Nachfrage- und Kostendeflation verbinden.

Nachfrageinflationen erweisen sich häufig als Schwachstelle im Rahmen einer staatlich finanzierten Vollbeschäftigungspolitik. So ist es denkbar, dass der gesellschaftliche Kapitalstock zu klein für Vollbeschäftigung ist. Empirisch würde sich dies daran zeigen, dass die Kapazitäten bei den Unternehmen weitgehend ausgelastet sind, obwohl es einen möglicherweise sogar hohen Bestand an Arbeitslosen gibt. Wenn in einer solchen Situation der Staat Nachfrageprogramme implementiert, erhöht er nicht das Beschäftigungs- sondern das Preisniveau. Sofern das staatliche Nachfrageprogramm die Investitionen anzukurbeln hilft, was nicht sicher ist,

werden allerdings produktive Kapazitäten geschaffen, die mittelfristig das Angebot erhöhen und damit das Inflationsproblem reduzieren. Ökonomisch gefährlich werden fiskalische Impulse, wenn sie in eine kosteninduzierte Lohn-Preis-Spirale einmünden und damit kumulative Züge annehmen; in diesem Fall wird von einer Preis-Lohn-Preis-Spirale gesprochen.

Klassik und Neoklassik erfassen die Geldsphäre mit der Quantitätstheorie des Geldes. Schon in frühen Anfängen dieser Theorie wurde die Quantitätsgleichung entwickelt, die auch zur Verdeutlichung der keynesianischen Position hilfreich ist. Wenn Y_r für das reale Sozialprodukt, P für das Preisniveau, M für die nominale Geldmenge und v für die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes steht, dann ergibt sich zwingend:

$$(Gleichung 2) \quad M \cdot v = P \cdot Y_r$$

Auf der rechten Seite der Gleichung 2 steht das nominale Sozialprodukt einer Volkswirtschaft. Es soll das Transaktionsvolumen in einer Volkswirtschaft repräsentieren. Zwar ist das Transaktionsvolumen tatsächlich größer als das nominale Sozialprodukt, da einzelne Güter mehrfach den Eigentümer wechseln können und auch Vermögenswerte (wie z.B. Wertpapiere) ge- und verkauft werden, die bei der Berechnung des Sozialprodukts nicht berücksichtigt werden, jedoch wird hier zur Vereinfachung unterstellt, dass alle Transaktionen durch $P \cdot Y_r$ erfasst sind. Auf der linken Seite der Gleichung steht die nominale Geldmenge, die zur Durchführung dieser Transaktionen dient, multipliziert mit der durchschnittlichen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Letztere gibt an, wie oft ein Geldstück im Durchschnitt während einer Periode die Hände wechselt. Ist sie größer als eins, dann genügt eine Geldmenge, die kleiner ist als das nominale Transaktionsvolumen einer Volkswirtschaft. Diese Quantitätsgleichung ist eine Tautologie, die immer stimmt: Bei gegebener Geldmenge und gegebenem nominalen Sozialprodukt ergibt sich statistisch immer eine Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, welche die Quantitätsgleichung erfüllt.

Zu einer gehaltvollen Theorie wird sie erst, wenn "Ursache-Wirkung-Zusammenhänge" begründet werden. Wenn wir zur Vereinfachung der Argumentation einmal unterstellen, die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und das reale Sozialprodukt seien (warum auch immer) gegeben, dann kann sich das Preisniveau erhöhen, indem die Geldmenge steigt. Es kann aber auch sein, dass ein Anstieg des Preisniveaus zu einer Erhöhung der Geldmenge führt. Das keynesianische Paradigma geht, wie oben gesehen, vom zweiten Fall aus. Denn das Preisniveau wird im Kern durch die Kostenstruktur gegeben, während sich die Geldmenge bei gege-

benem realen Sozialprodukt und gegebener Umlaufgeschwindigkeit des Geldes endogen ergibt.

Unterstellen wir ein Gleichgewicht auf den Gütermärkten ($I = S_H$ in Gleichung 1), dann wird das Preisniveau durch die durchschnittlichen Stückkosten (K_d) bestimmt. Um formal auszudrücken, dass die Preise funktional von den Stückkosten abhängen, kann $P(K_d)$ geschrieben werden. Stellen wir nun Gleichung 2 nach M um, so ergibt sich:

$$(Gleichung 3) \quad M = P(K_d) \cdot \frac{Y_r}{v}$$

Die Geldmenge passt sich den Stückkosten, der Entwicklung des realen Sozialprodukts und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes an, wobei letztere potenziell instabil sein kann. Angenommen, das Preisniveau steigt beispielsweise aufgrund einer Lohn-Preis-Spirale. Dann steigen selbstverständlich auch die Preise für Investitionsgüter, mit dem Ergebnis, dass Investitionen nominal teurer werden. Folglich nehmen die Unternehmen nominal größere Kredite auf, die ihrerseits dazu führen, dass die Nachfrage nach Zentralbankgeld steigt. Bedient die Zentralbank die gestiegene Geldnachfrage, indem sie die Refinanzierungszinssätze für die Banken unverändert lässt, so erhöht sich die Geldmenge: Das steigende Preisniveau hat einen Anstieg der Geldmenge bewirkt.²⁰ Selbstverständlich muss eine Zentralbank einer inflationären Entwicklung nicht tatenlos gegenüberstehen. In der beschriebenen Situation kann die Zentralbank die Refinanzierungszinssätze erhöhen und damit die Kreditnachfrage drosseln. Führt diese Geldpolitik beispielsweise über einen Nachfragerückgang zu einem sinkenden (oder weniger schnell steigenden) Preisniveau, so reduziert sich endogen auch die Nachfrage der Banken nach Zentralbankgeld, so dass die Geldmenge langsamer steigt oder gar schrumpft. Wichtig nach keynesianischer Auffassung ist, dass die Zentralbank aufgrund ihrer Funktion als Lender of Last Resort eine inflationäre Entwicklung nicht unmittelbar durch eine Geldmengenverknappung bekämpfen kann, sondern nur indirekt über eine Erhöhung der Zinssätze.

Die klassisch-neoklassische Sicht

Im Unterschied zu der skizzierten keynesianischen Inflationstheorie gehen vor allem Neoklassiker davon aus, dass die eigentliche Ursache für inflationäre Prozesse in einer zu starken

²⁰ Joan Robinson hat diesen Aspekt vor vielen Jahren für die Hyperinflation 1923 in Deutschland sehr eindrucksvoll im Rahmen einer Buchbesprechung in *The Economic Journal* 48/1938, S. 507 ff. herausgearbeitet.

Geldmengenerhöhung durch die Zentralbank liegt. Die traditionelle Darstellung dieser Theorie, heute auch unter dem Begriff Monetarismus bekannt, knüpft an der Quantitätsgleichung (Gleichung 2) an.²¹ Wird diese Gleichung nach dem Preisniveau umgestellt, so ergibt sich:

$$\text{(Gleichung 4)} \quad P = \frac{v}{Y_r} \cdot M$$

Es erfolgen nun drei zentrale Annahmen:

- Die nominelle Geldmenge wird exogen von der Zentralbank gesetzt. Dem entspricht die Parabel von M. Friedman, bei der die Geldschöpfung durch den Notenabwurf eines Hubschraubers über einem Währungsgebiet erfolgt. Unterstellt ist eine omnipotente Zentralbank, die punktgenau die Geldmenge, die zu einem bestimmten Zeitpunkt existieren soll, durchsetzen kann.
- Das reale Sozialprodukt wird durch die Realsphäre, unabhängig von Geld, bestimmt. Begründet werden diese Annahmen zum einen dadurch, dass der Umfang an Produktion kurzfristig, bei gegebenem Kapitalstock, durch die Höhe der Reallöhne bestimmt wird, längerfristig kann der volkswirtschaftliche Kapitalstock durch temporären Konsumverzicht der Haushalte, der wiederum vom Realzins abhängt, erhöht werden. Kurz: das reale Sozialprodukt ist für die Geldsphäre gleichsam ein "Datum".
- Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes wird als stabil postuliert. Die ältere Quantitätstheorie betonte, dass sich Zahlungsgewohnheiten und -sitten kurzfristig nicht ändern.²² Diese ursprüngliche Fassung der Quantitätstheorie wurde im Laufe der Jahre in der Tradition der sogenannten Cambridge-Version von der Neoquantitätstheorie, deren herausragender Vertreter M. Friedman²³ ist und der neuklassischen Theorie rationaler Erwartungen weiterentwickelt.²⁴

Mit $\frac{v}{Y_r}$ als gegebene Größen wird M zur Bestimmungsgröße für P. Der "Schurke" für Inflation oder Deflation ist in diesem Fall die Zentralbank. Denn eine Erhöhung der Geldmenge durch die Zentralbank würde dazu führen, dass die Wirtschaftssubjekte nun unerwünscht viel

²¹ Die am besten ausgearbeitete Darstellung der traditionellen Variante der Quantitätstheorie liefert Fisher, 1922 (amerikanische Originalausgabe 1911).

²² Zur genauen Ableitung vgl. Heine/Herr, 2000, Kapitel III.

²³ Vgl. als Aufsatzsammlung zur Neoquantitätstheorie, manchmal mit Monetarismus I bezeichnet, Friedman, 1976, (erstmalig erschienen 1969).

²⁴ Zur Neuklassik, manchmal auch Monetarismus II genannt, vgl. Lucas, 1981.

Geld in der Kasse halten. Um die Kasse auf das gewünschte Maß zu reduzieren, tätigen sie Käufe, so dass es zu einer Erhöhung der Nachfrage kommt. Dieser Nachfrageschub führt hier aber nicht zu zusätzlicher Produktion oder zu einer Verlangsamung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, sondern zu steigenden Preisen.

Die monetäre Sphäre erscheint hier strikt getrennt von der realwirtschaftlichen Sphäre, so dass man auch von einer *Dichotomie zwischen Geld- und Gütersphäre* spricht, wobei die Geldsphäre letztlich keinen Einfluss auf die Realsphäre hat. Alle Versionen der Quantitätstheorie vertreten die These von der langfristigen Neutralität des Geldes und der Dichotomie zwischen Real- und Gütersphäre. Daher ist es an dieser Stelle nicht notwendig, hier alle Verästelungen der Quantitätstheorie zu diskutieren.

2.3 Grundlegende wirtschaftspolitische Überzeugungen in unterschiedlichen Paradigmen

Die adäquate Wachstumsrate ebenso wie die adäquate monetäre Gesamtgröße sind weniger ausschlaggebend als die Annahme einer festen und bekannten Rate.
(M. Friedman)

Aus den unterschiedlichen Paradigmen ergeben sich verschiedene wirtschaftspolitische Konsequenzen und Empfehlungen. Die neoklassischen Vorstellungen vermögen unseres Erachtens nach nicht zu überzeugen.²⁵ Dies soll an einigen zentralen Punkten nun verdeutlicht werden, die insbesondere für die Geldpolitik relevant sind.

Eine wichtige, aber analytisch unbegründete Annahme der Mainstream-Neoklassik ist, dass die sogenannte Realsphäre immanent stabil sei.²⁶ Störungen würden gleichsam nur "von außen" durch eine inadäquate Geldpolitik (und auch Fiskalpolitik) an den stabilen Realsektor herangetragen, der dann die "Schocks" zu verarbeiten habe. Die neoklassische Idee einer stabilen Realsphäre führt ihrerseits zu der Auffassung, dass sich der Staat weitgehend aus dem ökonomischen Geschehen zurückziehen habe, um keine Störungen zu erzeugen. Geldpolitik kann aber nicht privatisiert und muss deshalb wirtschaftspolitisch entschieden werden. Der neoklassische Monetarismus schlägt eine regelgebundene Geldpolitik vor. Die vorgeschlagene

²⁵ Wir können in dieser Abhandlung keine systematische Kritik des neoklassischen Ansatzes leisten. Vgl. hierzu z.B. Riese, 1986 oder Heine/Herr, 2000, Kapitel III und IV.

²⁶ Im Rahmen der neoklassischen Mikroökonomie ist dagegen bekannt, wie schwer die Darstellung von dynamischen Prozessen ist. Im Kern kann kein ökonomisches Paradigma starke Aussagen über dynamische Prozesse und damit über die Stabilität einer Realsphäre machen.

Geldmengenregel besagt, dass die, wie auch immer definierte Geldmenge (vgl. unten) mit einer konstanten jährlichen Rate wachsen soll und die Zentralbank diese Wachstumsrate der Geldmenge garantieren muss. Wie die Geldmenge definiert wird und welche Rate vorgesehen ist, sind dabei von sekundärer Bedeutung.²⁷ Eine Geldmengenregel ist nach neoklassischer Sicht notwendig, da ansonsten die Wirtschaftssubjekte nicht in der Lage sind, die Preisänderungsrate korrekt zu antizipieren. Sind die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte nicht korrekt, dann kann es kurzfristig zu Abweichungen des Produktionsniveaus und der Beschäftigung von ihren natürlichen – sprich gleichgewichtigen – Niveaus kommen. Die Neoquantitätstheorie in der Tradition von Friedman geht davon aus, dass Unternehmen Preisänderungsraten richtig antizipieren, während die Arbeiter aufgrund adaptiver bzw. in die Vergangenheit gerichtete Erwartungen eine Veränderung der Inflations- bzw. Deflationsrate nicht erwarten. Arbeitnehmer haben somit Geldillusion. Bei einem kräftigen Anstieg der Inflationsrate erwarten demnach Unternehmer sinkende Reallöhne und die Arbeitnehmer bei leicht steigenden Geldlöhnen steigende Reallöhne. Bei diesen spezifischen Erwartungen steigt die Beschäftigung bzw. die Arbeitslosigkeit fällt unter ihr "natürliches Niveau". Der Effekt ist allerdings nur temporär, da die Geldillusion zerbricht und die Arbeitslosigkeit auf ihr altes Niveau zurückfällt. Bei Rückführungen von Inflationsraten steigt entsprechend dieses Ansatzes die Arbeitslosigkeit über ihr natürliches Niveau. Geld kann somit kurzfristig aufgrund von Geldillusion Wirkungen auf die Realsphäre haben, langfristig jedoch nicht. Da die kurzfristigen monetären Störungen die Ökonomie von ihrem realwirtschaftlichen Gleichgewicht temporär wegstoßen, sind sie eindeutig negativ zu beurteilen und durch eine konstante Expansion der Geldmenge, die allgemein bekannt ist, zu unterbinden. Die Neuklassik als modernste Variante des Monetarismus geht davon aus, dass alle Wirtschaftssubjekte eine regelgebundene Geldpolitik erkennen. In diesem Fall wirkt nur eine Geldpolitik, die unsystematisch und damit für alle Wirtschaftssubjekte unerwartet ist, als monetärer Schock. Um solche Schocks zu vermeiden, schlägt auch diese Variante der Quantitätstheorie des Geldes eine Geldmengenregel vor.

Die Geldmengenregel in der Form einer konstanten Wachstumsrate des Geldangebots basiert auf zwei fragwürdigen Annahmen. Erstens wird die (verhaltenstheoretische) Annahme einer stabilen Nachfrage der Wirtschaftssubjekte nach Geld getroffen, was einer stabilen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes gleichkommt. Diese Setzung ist für alle Varianten der Quantitätstheorie deshalb so wichtig, weil ansonsten die Proportionalität zwischen Geldmengen- und

²⁷ Vgl. Friedman, 1976, S. 135 -156.

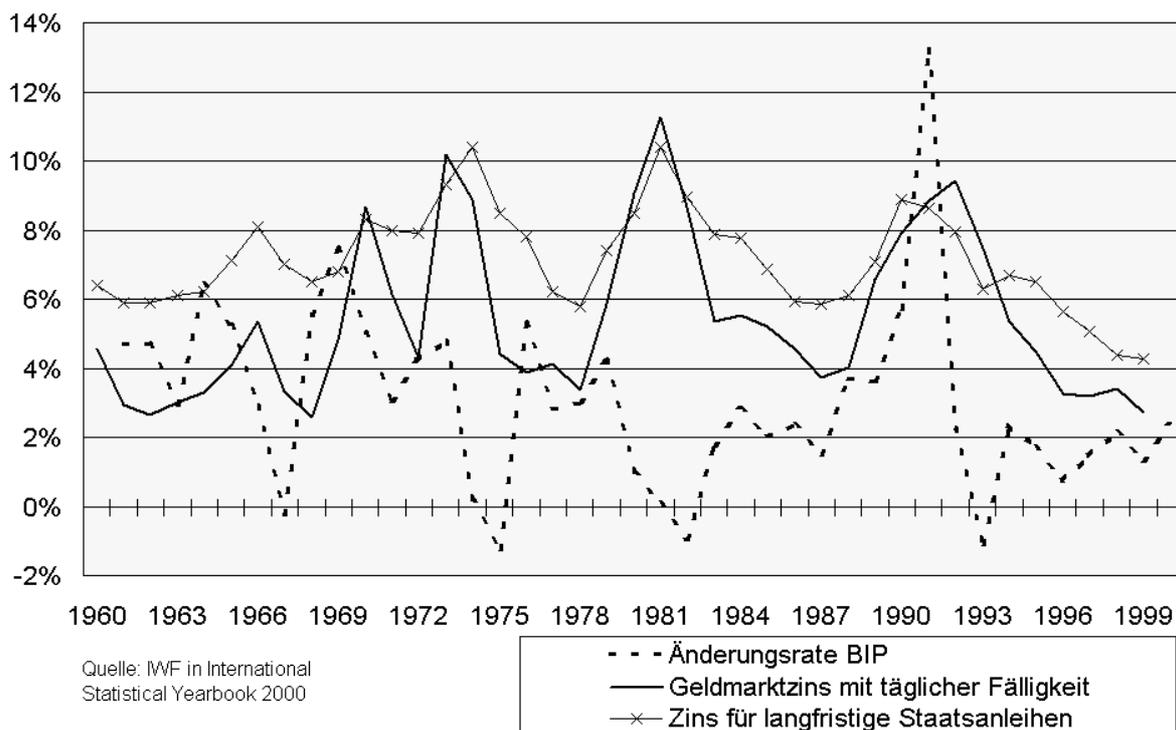
Preisniveauveränderungen zerstört wird. Werden beispielsweise Währungsspekulationen oder Portfolioumschichtungen aufgrund veränderter Erwartungen (man erwartet z.B. eine Wirtschaftskrise und hält verstärkt Geld) berücksichtigt, dann verliert die Geldnachfrage bzw. die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ihre Stabilität. Im Ergebnis zerbricht dann der behauptete Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisniveauveränderungen. Wir werden unten auf diesen Punkt zurück kommen.

Wenig überzeugend ist auch die Annahme, dass die Zentralbank die Geldmenge einseitig festlegen und in Umlauf setzen kann, so dass aus der Sicht der Wirtschaftssubjekte die Geldmenge exogen (eben durch die Zentralbank) gesetzt wird. Auch auf diesen Aspekt werden wir noch ausführlich zurück kommen. Daher soll an dieser Stelle der Hinweis reichen, dass eine Zentralbank den Wirtschaftssubjekten ihr Geld nicht aufzwingen, sondern lediglich ihre Zinssätze senken kann. Ob zu den geforderten Zinssätzen dann Geld nachgefragt wird, liegt im ausschließlichen Entscheidungskalkül der Wirtschaftssubjekte. Im Zweifelsfall zahlen die Geschäftsbanken sogar Kredite bei der Zentralbank zurück, so dass die Geldmenge sinkt, obwohl die Zentralbank sie gerne erhöhen möchte. Und umgekehrt gibt es ökonomische Konstellationen, in denen die Zentralbanken als Lender of Last Resort den Geschäftsbanken Kredite nicht verweigern können, ohne die Wirtschaft insgesamt fundamental zu erschüttern. In so einem Fall steigt die Geldmenge unabhängig von den Geldmengenzielen der Zentralbank. Damit wird deutlich, dass eine Zentralbank zwar ein bestimmtes Geldmengenziel anstreben, ihr eine Punktlandung jedoch schwerlich gelingen kann. Die Zentralbank ist Marktteilnehmerin und kann die Geldmenge nur indirekt steuern. Bei entsprechendem Verhalten der Wirtschaftssubjekte kann sie ihr Geldmengenziel nicht durchsetzen.

Für Keynesianer ist die Ökonomie immanent instabil, da Geldwirtschaften durch Unsicherheit gekennzeichnet sind, die Erwartungsbildung der Wirtschaftssubjekte instabil ist und Marktprozesse zu kumulativen Preis- und Mengeneffekten tendieren, die Instabilitäten endogen verstärken. Erzeugt eine so strukturierte Ökonomie aus sich heraus Störungen und/oder führen exogene Schocks zu destabilisierenden Prozessen, dann muss die Wirtschaftspolitik zur Stabilisierung der Ökonomie permanent eingreifen. Die Eingriffe müssen dabei diskretionär, also fallweise, gestaltet werden, da entlang der historischen Zeitachse Instabilitäten einen unterschiedlichen Charakter haben. Das nach keynesianischer Sicht wichtigste makroökonomische Instrument zur Stabilisierung von ökonomischen Prozessen ist die *diskretionäre Geldpolitik*, die auf die jeweilige historische Situation reagieren muss.

Vom keynesianischen Standpunkt aus betrachtet ist die klassisch-neoklassische Unterteilung der Ökonomie in eine Real- und Geldsphäre eine falsche Konstruktion. Für Keynesianer ist Geld kein Störfaktor, sondern "money makes the world go round". Denn in Ökonomien vom Typ der Bundesrepublik Deutschland werden Geldvorschüsse benötigt, damit überhaupt produziert wird und Einkommen gebildet werden. Damit wird der Geldzins zum Kriterium, an dem sich die (erwartete) Verwertungsrate des Produktivvermögens zu messen hat. Es gibt zwar physische Produktionsprozesse und deren monetäre Bewertung, mit einer Real- und Geldsphäre im neoklassischen Sinne hat dies jedoch nichts zu tun. Ist die (erwartete) Profitrate geringer als der monetäre Zinssatz, so werden die Investitionen ceteris paribus sinken. Da eine Erhöhung des Zinsniveaus die Investitionstätigkeit drosselt, zeitigt sie ohne Zweifel massive reale Auswirkungen. Dies dokumentiert die folgende Abbildung sehr deutlich.

Abbildung 3: Reale Wachstumsraten des BIP und Zinssätze in Deutschland



Unabhängig davon, welche Gründe im Einzelnen für inflationäre und deflationäre Prozesse verantwortlich sind, sollte deutlich geworden sein, dass die Vermeidung kumulativer inflationärer und deflationärer Prozesse eine zentrale Funktionsbedingung für geldgesteuerte Ökonomien ist. Daher ist der institutionelle, instrumentelle und rechtliche Rahmen des Eurosystems danach zu bewerten, ob er grundsätzlich in der Lage ist, kumulative Prozesse der Geldwertveränderung zu vermeiden. Dies ist der Gegenstand des folgenden Kapitels.

3 Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB)

3.1 Der organisatorische Rahmen des Eurosystems

Bevor die einzelnen geldpolitischen Instrumente und Strategien dargestellt werden, soll der Aufbau des Eurosystems kurz erläutert werden. Das Eurosystem steht auf zwei Säulen und zwar einerseits auf den nach wie vor existierenden, rechtlich selbständigen nationalen Notenbanken jener Staaten, die am Europrojekt teilnehmen, und andererseits auf der ebenfalls rechtlich selbständigen Europäischen Zentralbank. Sie ist ein Tochterinstitut der nationalen Zentralbanken und hat ihren Hauptsitz in Frankfurt am Main. Die teilnehmenden nationalen Zentralbanken haben das Grundkapital für die EZB aufgebracht. 50 Prozent des jeweiligen nationalen Anteils wurden auf der Grundlage des Bevölkerungsanteils der Teilnehmerstaaten an der Gemeinschaft bestimmt und die anderen 50 Prozent auf Basis des nationalen Anteils am BIP der Gemeinschaft. Hätten alle EU-Mitgliedsländer mitgemacht, so wäre auf die Deutsche Bundesbank ein Anteil von etwa 25 Prozent gefallen. Da aber zur Zeit nur 12 Länder teilnehmen, beläuft sich der Anteil noch auf rund 30 Prozent.

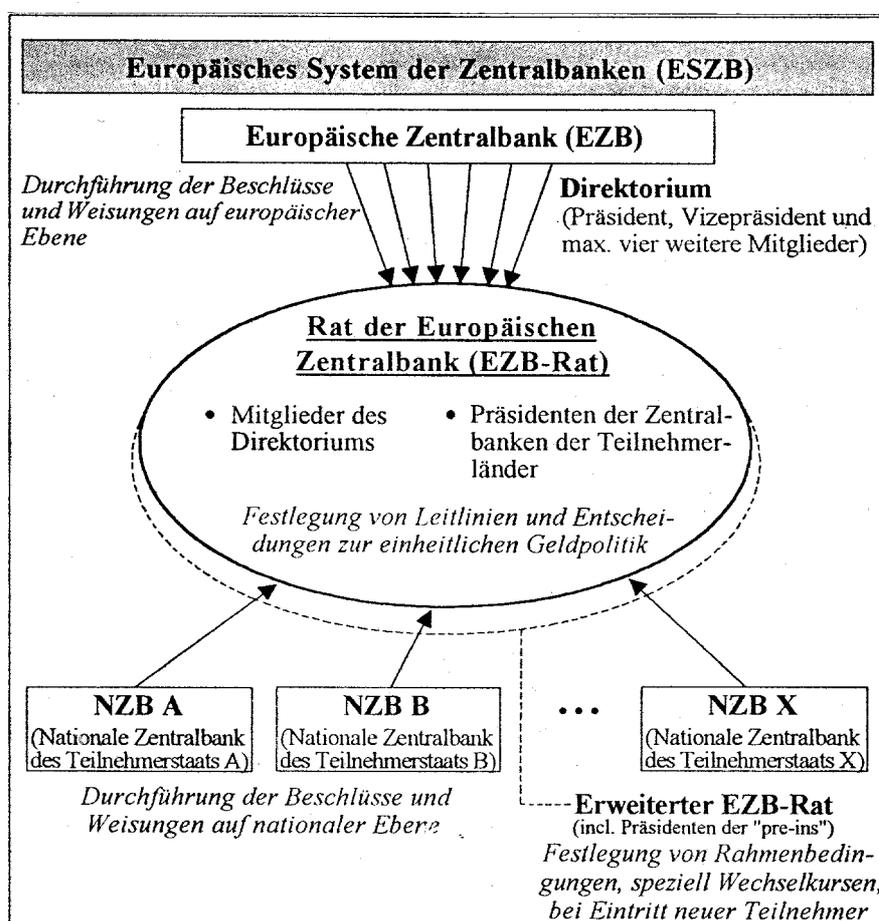
Das entscheidende Gremium, in dem die geldpolitischen Entscheidungen gefällt und die einzusetzenden Instrumente ausgewählt werden, ist der *Rat der EZB*. Er besteht aus den Mitgliedern des noch zu erklärenden Direktoriums des EZB-Rates, also dem Präsidenten der EZB, dem Vizepräsidenten und den (vier) weiteren Mitgliedern des Direktoriums einerseits sowie den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Länder andererseits. Die Umsetzung der im EZB-Rat gefassten Beschlüsse erfolgt durch das *Direktorium* der EZB, das sich – wie gesagt – aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie zur Zeit vier weiteren Mitgliedern zusammensetzt. Die Präsidenten der nationalen Zentralbanken werden von den in den jeweiligen Staaten dafür vorgesehenen Einrichtungen bestimmt (in Deutschland wird der Präsident der Bundesbank vom Bundespräsidenten auf Vorschlag der Bundesregierung benannt), und die Direktoriumsmitglieder werden durch die Staats- und Regierungschefs der Teilnehmerstaaten im Europäischen Rat einvernehmlich ernannt. Auf nationaler Ebene werden die geldpolitischen Orientierungen der EZB von den nationalen Zentralbanken umgesetzt. Die nationalen Zentralbanken haben keinerlei autonome geldpolitische Macht mehr.

Die Beschlüsse des Rates der EZB werden grundsätzlich mit einfacher Mehrheit der anwesenden Mitglieder gefasst. Ausnahmen von dieser Mehrheitsregelung ergeben sich bei Entscheidungen über das EZB-Kapital und der Überführung von Währungsreserven der nationalen

Zentralbanken an die EZB sowie über die Gewinnverteilung. In diesen Fragen wird im Kern nach den eingezahlten Kapitalanteilen abgestimmt, wobei sich die Verteilung der Nettoeinkünfte und -gewinne im Wesentlichen an den eingezahlten Anteilen orientiert.

Da noch nicht alle EU-Mitglieder am Euro-Projekt teilnehmen, existiert ein sogenannter *Erweiterter Rat*, dem auch die Präsidenten jener Zentralbanken angehören, die noch nicht mitmachen. Hier werden geldpolitische Fragen erörtert und koordiniert. Allerdings verfügt der Erweiterte Rat über keine geldpolitische Entscheidungskompetenz. Die Abbildung 4 gibt den skizzierten organisatorischen Aufbau in seiner Grundstruktur wieder

Abbildung 4: Organisatorischer Aufbau des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)



Quelle: Duwendag u.a. 1999, S. 338

3.2 Aufgaben, Rechte und geldpolitische Ziele der Europäischen Zentralbank

Die Inflation hat als Mittel der Besteuerung große, sozusagen monopolistische Vorzüge, und das ist der Grund, warum man in schwierigen oder verzweifelten Situationen immer wieder auf sie zurückgreift.
(W. Rieger)

Die Aufgaben, Rechte und Zuständigkeiten des ESZB bzw. des Eurosystems wurden im EG-Vertrag geregelt. Das Statut des ESZB und der EZB wurden in einem Protokoll zum EG-Vertrag fixiert. Diese Regelungen lehnen sich vor allem an die Strukturmerkmale der Deutschen Bundesbank an, wenngleich vor allem bei der Auswahl der geldpolitischen Instrumente auch die Erfahrungen anderer Mitgliedsländer berücksichtigt wurden. Im Folgenden sollen einige zentrale Festlegungen kurz vorgestellt werden.

Gemäß Artikel 106 EG-Vertrag besitzt die EZB das Monopol auf die Herausgabe von Banknoten, die ihrerseits gesetzliches Zahlungsmittel sind. Diese Regelung entspricht, wie weiter oben bereits ausgeführt wurde, dem Recht und der Aufgabenstellung aller modernen Zentralbanken und ist insofern auch wenig spektakulär.

Artikel 106 EG-Vertrag (Banknoten und Münzen)

(1) Die EZB hat das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Banknoten innerhalb der Gemeinschaft zu genehmigen. Die EZB und die nationalen Zentralbanken sind zur Ausgabe von Banknoten berechtigt. Die von der EZB und den nationalen Zentralbanken ausgegebenen Banknoten sind die einzigen Banknoten, die in der Gemeinschaft als gesetzliches Zahlungsmittel gelten.

(2) Die Mitgliedstaaten haben das Recht zur Ausgabe von Münzen, wobei der Umfang dieser Ausgabe der Genehmigung durch die EZB bedarf. (...)

Das vorrangige Ziel des ESZB besteht laut Artikel 105 des EG-Vertrages in der Sicherung der Preisniveaustabilität²⁸, was ohne Zweifel – neben der ausreichenden Versorgung der Wirtschaft mit Liquidität – zur Kernaufgabe von Zentralbanken zählt.

²⁸ Im Artikel 105 des EG-Vertrages (siehe Kasten) heißt es nicht ganz korrekt Preisstabilität. Tatsächlich soll das Preisniveau stabil bleiben, während sich die relativen Preise durchaus verändern können.

Artikel 105 EG-Vertrag (Ziele und Aufgaben des ESZB)

(1) Das vorrangige Ziel der ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt des ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen. (...)

Gegenüber dem alten Bundesbankgesetz stellt diese Festlegung eine gewisse Verschärfung dar, da es im § 3 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank noch hieß, dass sie "die Währung zu sichern" habe. Die Sicherung der Währung kann man im Sinne der Vermeidung von gravierenden Abwertungen interpretieren, was in einem inflationären Umfeld nicht zwingend mit Preisniveaustabilität einhergehen muss. Die Deutsche Bundesbank hat sich immer von dem Ziel einer relativen Preisniveaustabilität – also einer Preisniveaustabilität, die nicht eine Inflationsrate von Null anstrebt – leiten lassen, so dass die formale Verschärfung der Zielvorgabe eher einer begrifflichen Klarstellung gleichkommt. Die EZB hat für sich festgelegt, dass sie unter Preisniveaustabilität eine auf längere Frist durchschnittliche maximale Preissteigerungsrate von zwei Prozent versteht. Wir werden weiter unten der Frage nachgehen, ob eine solche Festlegung sinnvoll ist und ebenfalls die Frage der Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik thematisieren.

3.3 Unabhängigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken

Keinen Kompromiss hat es bei der politischen Unabhängigkeit der EZB gegeben.

Artikel 108 EG-Vertrag (Unabhängigkeit)

Bei der Wahrnehmung der ihnen durch diesen Vertrag und die Satzung des ESZB übertragenen Befugnisse, Aufgaben und Pflichten darf weder die EZB noch eine nationale Zentralbank noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Die Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft 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.

Unabhängigkeit hat unterschiedliche Dimensionen. So kann man zwischen funktionaler, institutioneller, instrumenteller, personeller und finanzieller Unabhängigkeit unterscheiden. Im Rahmen der *funktionalen Unabhängigkeit* ist die EZB beispielsweise frei, das Ziel der Preisniveaustabilität durch eine auf längere Frist einzuhaltende durchschnittliche maximale Inflationsrate (hier: 2 Prozent) zu quantifizieren. Sie ist auch frei in ihrer Bewertung inflationärer Gefahren und folglich in der Entscheidung, die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft (nicht) zu unterstützen. In einem Punkt wurde die funktionale Unabhängigkeit der EZB allerdings eingeschränkt (vgl. Kasten zur Wechselkurspolitik). Denn bei der Wechselkurspolitik kann der Rat der Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN-Rat) mit anderen Ländern Wechselkursvereinbarungen treffen, welche die EZB letztlich zu akzeptieren hat. Sie ist lediglich anzuhören.

Artikel 111 EG-Vertrag (Wechselkurspolitik)

(1) Abweichend von Artikel 300 kann der Rat einstimmig auf Empfehlung der EZB oder der Kommission und nach Anhörung der EZB in dem Bemühen, zu einem mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang stehenden Konsens zu gelangen, nach Anhörung des Europäischen Parlaments gemäß den in Absatz 3 für die Festlegung von Modalitäten vorgesehenen Verfahren förmliche Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für die ECU gegenüber Drittländswährungen treffen. Der Rat kann mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der EZB oder der Kommission und nach Anhörung der EZB in dem Bemühen, zu einem mit dem Ziel der Preisstabilität im Einklang stehenden Konsens zu gelangen, die ECU-Leitkurse innerhalb des Wechselkurssystems festlegen, ändern oder aufgeben. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament von der Festlegung, Änderung oder Aufgabe der ECU-Leitkurse.

(2) Besteht gegenüber einer oder mehreren Drittländswährungen kein Wechselkurssystem nach Absatz 1, so kann der Rat mit qualifizierter Mehrheit entweder auf Empfehlung der Kommission und nach Anhörung der EZB oder auf Empfehlung der EZB allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik gegenüber diesen Währungen aufstellen. Diese allgemeinen Orientierungen dürfen das vorrangige Ziel des ESZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, nicht beeinträchtigen.

(...)

Neben der funktionalen Unabhängigkeit geht es um die *institutionelle Unabhängigkeit*. Hier ist der Artikel 108 EG-Vertrag eindeutig: Der EZB ist es nicht erlaubt, Weisungen einzuholen

oder entgegenzunehmen. Dies impliziert, dass die Regierungen weder das Recht haben, die Gültigkeit von EZB-Entscheidungen von der eigenen Zustimmung abhängig zu machen, noch dass sie Stimmrecht in den EZB-Entscheidungsgremien hätten. Diese Regelung entspricht im Wesentlichen dem alten § 12 des Gesetzes über die Deutsche Bundesbank. Bereits im Vorfeld der Schaffung des ESZB haben alle Teilnehmerländer ihre Zentralbankgesetze so geändert, dass eine institutionelle Unabhängigkeit bei Beginn der Währungsunion gewährleistet war. Auf eine solche Regelung hatte die Deutsche Bundesbank viel Wert gelegt.

Auch eine *instrumentelle Unabhängigkeit* der EZB ist gewährleistet. Die Artikel 18, 19 und 20 des Protokolls über die Satzung des ESZB und der EZB legen die geldpolitischen Instrumente dem Grundsatz nach fest, räumen der EZB aber zugleich ein, allgemeine Grundsätze des Einsatzes selbst aufstellen und unter bestimmten Bedingungen auch andere Instrumente der Geldpolitik einsetzen zu dürfen. Selbstverständlich legt die EZB auch eigenverantwortlich ihre Refinanzierungszinssätze fest, da administrative Zinsfestlegungen mit einer instrumentellen Unabhängigkeit nicht vereinbar wären.

Die bislang dargelegten Aspekte von Unabhängigkeit könnten eventuell ausgehebelt werden, wenn die EZB nicht auch finanziell unabhängig wäre und ihre Mitglieder personell letztlich doch abhängig wären von den politischen Regierungsinstanzen – beispielsweise durch sehr kurze Laufzeiten ihrer Arbeitsverträge. In so einem Fall wäre eine unabhängige Geldpolitik kaum zu erwarten. Aus diesem Grunde sind für die Mitglieder des Direktoriums der EZB Amtsperioden von acht Jahren und für die Gouverneure der nationalen Notenbanken von fünf Jahren vereinbart worden. Im Unterschied zum Präsidenten können die Mitglieder des Direktoriums nicht wieder ernannt werden. Lediglich bei der ersten Bestellung kam es zu gestaffelten Vertragslaufzeiten bei den Verträgen der Direktoriumsmitglieder um zu verhindern, dass alle Mitglieder zum selben Zeitpunkt ausscheiden. Vorzeitige Entlassungen sind nur in Ausnahmefällen möglich, die in den gültigen Satzungen festgelegt wurden. Schließlich werden die unterschiedlichen Funktionsträger des ESZB von verschiedenen Stellen vorgeschlagen und ernannt. Damit ist eine *personelle Unabhängigkeit* ohne Zweifel gewährleistet.

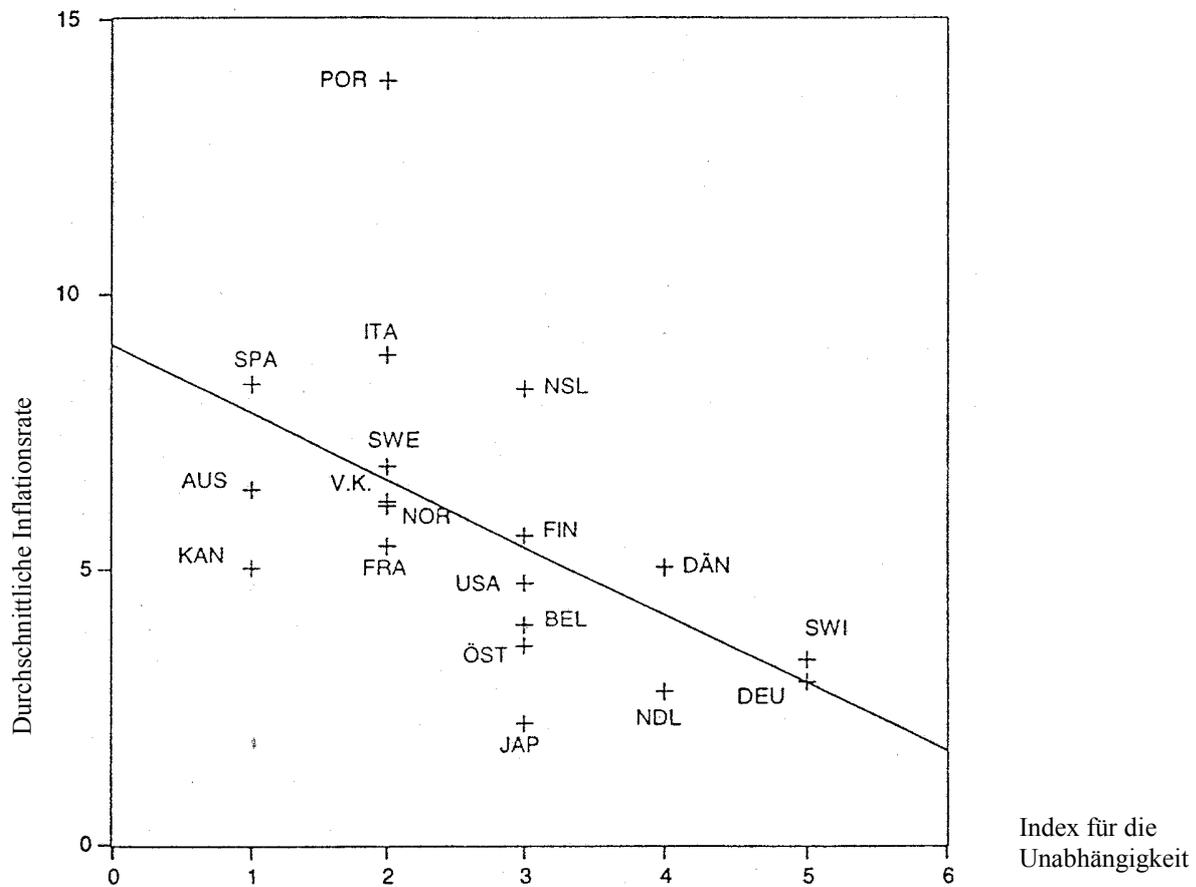
Die *finanzielle Unabhängigkeit* der EZB wurde dadurch sichergestellt, dass die EZB in die Lage versetzt wurde, die ihr zugewiesenen Aufgaben mit eigenen finanziellen Mitteln zu erfüllen. Ihr Budget ist kein Bestandteil des allgemeinen Haushalts der Gemeinschaft. Die Prüfung der Finanzen erfolgt durch einen unabhängigen Wirtschaftsprüfer.

Ob und in welchem Umfang Zentralbanken von den politischen Instanzen unabhängig sein sollen, ist periodisch immer wieder Gegenstand von politischen und wirtschaftspolitischen Debatten. Zwar hat sich in den letzten zwei Dekaden ein Trend in Richtung größerer Unabhängigkeit der Zentralbanken vor allem in Europa durchgesetzt, aber nach wie vor existieren deutliche nationale Unterschiede und nach wie vor gibt es Länder, wie beispielsweise Neuseeland, die den Regelungen einer unabhängigen Zentralbank misstrauen. In Großbritannien, um ein anderes Beispiel zu nennen, ist die Bank of England erst in den neunziger Jahren unabhängig geworden. In Deutschland freilich sind solche Debatten geradezu anachronistisch: Die Erfahrungen von zwei Währungsreformen aufgrund instabiler Währungsverhältnisse mit dem faktischen Verlust aller (oder doch fast aller) Ersparnisse und die internationale Reputation, welche die D-Mark genoss, haben den Glauben an die Notwendigkeit einer unabhängigen Zentralbank sehr gefestigt.

Ob die Unabhängigkeit von Zentralbanken tatsächlich von Vorteil ist, war Gegenstand zahlreicher empirischer Untersuchungen.²⁹ Wie die folgende Abbildung zeigt, gibt es – auch wenn man alle methodischen Probleme derartiger Untersuchungen berücksichtigt – offenbar einen relativ engen inversen Zusammenhang zwischen Unabhängigkeit und Inflationsraten.

²⁹ Eine Übersicht liefern z.B. Bofinger u.a., 1996, S. 188 ff. sowie Görgens u.a., 1999, S. 30 ff.

Abbildung 5: Grad der Unabhängigkeit der Zentralbank und durchschnittliche Inflationsrate in Industrieländern im Zeitraum 1980 bis 1995



Quelle: R. Solveen, 1998, S. 189; übernommen aus Görgens, 1999, S. 32.

Diese empirischen Befunde sind sicherlich nicht überraschend, auch wenn die Ergebnisse nur "verhaltenstheoretisch" erklärbar sind, es also keine methodisch harten Ableitungszusammenhänge gibt. So kann es ohne Zweifel Regierungen geben, die der Geldwertstabilität große Priorität einräumen und nicht im Traum daran denken würden, ihre geldpolitische Entscheidungskompetenz dergestalt auszunutzen, dass etwa vor Wahlen kreditfinanzierte Geschenke und arbeitsmarktpolitische Strohfeuereffekte über die Notenpresse finanziert würden. So zeigt Abbildung 5, dass beispielsweise die japanische Notenbank nicht umfassend unabhängig war und der Yen gleichwohl zu den stabilsten Währungen der Welt (im Übrigen auch im Außenverhältnis, gemessen am Wechselkurs) zählte. Zur Begründung der Unabhängigkeit von Zentralbanken bedarf es daher einer Verhaltenshypothese. Sie besagt in ihrem Kern, dass man unabhängigen Notenbankern im Zweifelsfall eher zutrauen kann, für stabile Währungsverhältnisse zu sorgen als Politikern, die nicht zuletzt ihre Wiederwahl im Auge haben. Wie gesagt,

das muss nicht so sein. Aber die Wahrscheinlichkeit, dass Politiker eher als Notenbanker bereit sind, zugunsten kurzfristiger Erfolge die langfristigen Perspektiven von Preisniveaustabilität aus den Augen zu verlieren, ist doch groß. Vor diesem Hintergrund sollten Notenbanken unseres Erachtens nach in der Tat politisch unabhängig sein. Allerdings sollten Notenbanken dann gerade nicht in der Form einer Geheimdiplomatie geführt werden. Vielmehr erzwingt in demokratischen Gesellschaften die Unabhängigkeit der Zentralbank ein ganz besonderes Maß an Transparenz und Offenlegung. Wir kommen unten auf diesen Punkt zurück.

Um den Dialog und Erfahrungsaustausch mit anderen Einrichtungen der Europäischen Gemeinschaft zu fördern, sieht der EG-Vertrag eine Reihe von Kommunikationskanälen und Foren vor. Beispielsweise legt die EZB dem Europäischen Parlament einen Jahresbericht über die Tätigkeit des ESZB vor, der bei Bedarf im Parlament diskutiert werden kann. Des Weiteren erscheint der Präsident der EZB mehrmals im Jahr im Ausschuss für Wirtschaft und Währung und diskutiert dort die Geldpolitik der EZB. Auch zum Rat der Wirtschafts- und Finanzminister (ECOFIN-Rat) und zur Europäischen Kommission existieren Kommunikationswege. So kann der Präsident des ECOFIN-Rats und ein Mitglied der Kommission an den Sitzungen des EZB-Rats teilnehmen, wie auch umgekehrt die EZB an Tagungen des ECOFIN-Rats teilnehmen kann, wenn dort Fragen von geldpolitischer Bedeutung behandelt werden.³⁰ Da die Unabhängigkeit der EZB nicht angetastet werden soll, sind diese Dialoge natürlich ohne bindenden Charakter. Gleichwohl sind solche Foren und Diskussionen zu begrüßen.

Schließlich ist noch erwähnenswert, dass es der EZB verboten ist, Kredite an öffentliche Stellen zu vergeben (vgl. untenstehenden Kasten). Auch diese Regelung wird zuweilen kritisiert. Nach Ansicht der Kritiker darf der Staat sich im Interesse einer Vollbeschäftigungspolitik durchaus verschulden. Damit die Staatsverschuldung nicht "aus dem Ruder" läuft, wäre es danach wünschenswert, wenn er sich billige Kredite bei der Zentralbank holen könnte. Faktisch läuft eine solche Möglichkeit sogar auf zinsfreie Kredite für den Staat selbst dann hinaus, wenn er Zinsen bei der Zentralbank bezahlen müsste. Da die Zentralbankgewinne später wieder an den Staat ausgeschüttet werden, würde er seine Zinszahlungen zurück erhalten.

³⁰ Eine detaillierte Darstellung der Kommunikationswege zwischen der EZB und anderen Organen der EG findet sich in: Europäische Zentralbank, 2000a, S. 51 ff.

Artikel 21 des Protokolls über die Satzung des ESZB und der EZB (Geschäfte mit öffentlichen Stellen)

Nach Artikel 101 (vormals Artikel 104) dieses Vertrags sind Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der EZB oder den nationalen Zentralbanken für Organe oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken.

Sicherlich wird jeder zugestehen, dass die Möglichkeit einer Verschuldungspolitik mittels der Notenpresse dann inflationär wirkt, wenn der Staat hiervon exzessiv Gebrauch machen würde. Üblicherweise initiiert er dann zunächst eine Nachfrageinflation und eine über die Abwertung der eigenen Währung gespeiste importierte Inflation, die schließlich in eine Lohn-Preis-Spirale einmündet. Bei einer abhängigen Zentralbank ist dann einer Hyperinflation Tür und Tor geöffnet, wie nicht nur deutsche Erfahrungen zeigen.³¹

Freilich muss der Staat sich nicht in dieser Form exzessiv verschulden, so dass die inflationären Gefahren begrenzt bleiben. Allerdings bleiben zwei Einwände bestehen. Zum einen weiß man heute nicht, von wem man morgen regiert wird. Daher kann man nicht sicher sein, dass jede künftige Regierung verantwortungsvoll mit einer solchen Möglichkeit umgeht. Man tut gut daran, entsprechende Begehrlichkeiten bis hin zu kriminellen Energien nicht grundsätzlich auszuschließen. So soll es ja selbst in politisch stabilen Gesellschaften zuweilen zu Erscheinungen wie illegale Spendenbezüge gekommen sein, um die Einnahmeseite, in diesem Fall von Regierungsparteien, aufzubessern. Zum anderen würden die Finanzmärkte einer solchen Regelung sicherlich mit Misstrauen begegnen und das Vertrauen in den Euro würde abnehmen. Ein Vertrauensverlust bezüglich einer Währung führt ceteris paribus zu höheren Zinssätzen und belastet so die wirtschaftliche Entwicklung. Wie stark ein solcher Effekt wirkt, ist offen. Aus diesen Gründen ist es aus unserer Sicht zu begrüßen, dass sich die staatlichen Instanzen nicht bei der Zentralbank verschulden dürfen, sondern auf Geschäftsbanken angewiesen sind. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die EZB ihre Gewinne ausschüttet, was einer

³¹ Genau diesen Prozess hat Joan Robinson sehr klar herausgearbeitet. Vgl. Fußnote 20.

begrenzten Finanzierung der Staatsausgaben über zinslose und zeitlich unbefristete Kredite gleichkommt.

3.4 Geldpolitische Instrumente der Europäischen Zentralbank³²

Die Macht der Zentralbank beruht letztlich darauf, dass, vermittelt über die Geschäftsbanken, Zentralbankgeld nachgefragt werden muss. Diese Nachfrage speist sich aus zwei Quellen. Erstens sind Kreditinstitute verpflichtet, bei der Zentralbank *Mindestreserven* zu hinterlegen. Demnach müssen sie für bestimmte Verbindlichkeiten, die sie gegenüber Einlegern eingegangen sind, Guthaben bei der EZB in Höhe eines bestimmten Prozentsatzes halten. Dieser beläuft sich seit einiger Zeit auf zwei Prozent. Die Mindestreserven werden von der EZB verzinst, um den Banken im Währungsgebiet keine Wettbewerbsnachteile gegenüber Banken in anderen Währungsgebieten ohne Mindestreservezwang zuzumuten. Um überhaupt Guthaben als Mindestreserven hinterlegen zu können sind Banken somit zur Geldnachfrage bei der Zentralbank gezwungen. Zweitens wollen Wirtschaftssubjekte – trotz Scheckkarten und elektronischem Geld – zuweilen bar bezahlen. Zur Überraschung einiger Beobachter spielt in den letzten Jahrzehnten insbesondere bei internationalen Reservewährungen die Bargeldhaltung wieder eine zunehmende Rolle, was auf den kriminellen Sektor und Parallelwährungssysteme in Ländern mit instabilen Währungen zurückzuführen ist.³³ Dadurch müssen die Geschäftsbanken immer mit Barabhebungen rechnen, so dass sie Zentralbankgeld vorrätig haben müssen. Auch diese Notwendigkeit führt zur Nachfrage nach Zentralbankgeld seitens der Banken. Zudem bedürfen Banken Zentralbankgeld zur Rückzahlung von Krediten seitens der Zentralbank. Ist Bargeld an das Publikum abgeflossen, können sie Kredite nur bedienen, wenn sie von der Zentralbank zuvor neue Kredite bekommen.

Zentralbankgeld entsteht grundsätzlich durch ein sogenanntes Aktivgeschäft der Zentralbank. Danach müssen die Geschäftsbanken der Notenbank öffentliche und private Schuldtitel wie Wertpapiere oder Handelswechsel als Pfand hinterlegen oder als Eigentum übertragen, um Geld zu erhalten. Welche Sicherheiten akzeptiert werden, also welche Wertpapiere refinanzierungsfähig sind, bestimmt die Zentralbank. Nach einer festgelegten Zeit – meistens nach zwei

³² Es kann hier nicht darum gehen, die einzelnen Instrumente und Operationen in allen Einzelheiten und mit allen geldpolitischen Wirkungsweisen darzustellen, da dadurch der Rahmen dieses Beitrags gesprengt würde. Eine sehr informative Einführung gibt z.B. Görgens, 1999.

³³ "Bisweilen vermutet man sogar schon, dass der Bargeldumlauf gut als Indikator für das Ausmaß illegaler oder am Rande der Legalität betriebener Geschäfte geeignet sei – also all der Aktivitäten, die in nichtetablierten Arbeitsformen unternommen und auch als 'black economy' bezeichnet werden." (Vgl. Grass/Stützel, 1988, S. 234).

Wochen – haben die Kreditinstitute das geliehene Geld plus Zinsen zurückzuzahlen und erhalten im Gegenzug ihre Sicherheiten zurück. An die Stelle von Wertpapieren können bei der Geldentstehung und -vernichtung auch Devisen treten, d. h. die EZB kauft Devisen an und verkauft sie zu einem festgelegten Zeitpunkt wieder an die Geschäftsbank. Diese Operation ist ein *Devisenswapgeschäft*. Die von der Zentralbank verlangten Zinssätze werden häufig als Refinanzierungszinssätze bezeichnet. Durch die kurzen Laufzeiten ihrer allermeisten Kredite sind die Geschäftsbanken immer wieder gezwungen, Geld bei der Zentralbank nachzufragen, so dass die Zentralbank sie "an der kurzen Leine" führen kann.

Zur Geldemittierung bedient sich die EZB sowie alle modernen Zentralbanken verschiedener Instrumente, von welchen die sogenannten *Offenmarktgeschäfte* die wichtigsten sind. Der Name deutet die Geschichte dieses geldpolitischen Instruments an: Ursprünglich wurden so Käufe und Verkäufe von Wertpapieren an der Börse benannt. Heutzutage werden die refinanzierungsfähigen Wertpapiere üblicherweise beliehen (sie dienen also als Pfänder) oder von der Zentralbank mit einer Rückkaufsvereinbarung durch die Geschäftsbanken "gekauft". Im zweiten Fall handelt es sich um ein sogenanntes Pensionsgeschäft – die Zentralbank nimmt die Wertpapiere eine Zeit lang in Pension. In allen Fällen verlangt die Zentralbank eine Verzinsung ihres Geldes. Solche Geschäfte schließt die EZB nur mit Geschäftsbanken ab.

Von besonderer Bedeutung im Rahmen der Offenmarktgeschäfte ist das "*Hauptfinanzierungsinstrument*" (Haupttender), da mit diesem Instrument der größte Teil des Geldes emittiert und der Leitzinssatz festgelegt wird. Diese Operationen werden üblicherweise wöchentlich auf Initiative der Zentralbank hin durchgeführt. Grundsätzlich gibt es zwei Möglichkeiten der Geschäftsabwicklung. Im ersten Fall nennt die Zentralbank den Zinssatz (bzw. bei Devisenswapgeschäften den Swapsatz), zu dem sie ihr Geld zur Verfügung stellen möchte, und die Geschäftsbanken nennen die Beträge, die sie zu diesem Zinssatz gern hätten. Übersteigt die Nachfrage der Kreditinstitute den von der EZB angestrebten Zuteilungsbetrag, so werden die Gebote der Geschäftsbanken anteilig bedient. Hier handelt es sich um einen "*Mengentender*".

Während die EZB zunächst das Mengentenderverfahren angewandt hat, ist sie seit einiger Zeit auf den "*Zinstender*" umgestiegen. Der Grund war, dass die Geschäftsbanken sehr hohe Gebote abgegeben haben, so dass die Zuteilungsquote immer geringer wurde. Beim Zinstenderverfahren müssen die Geschäftsbanken nicht nur die gewünschte Geldmenge, sondern auch die Zinssätze nennen, zu denen sie bereit sind, das Geld aufzunehmen. Nun kann die Zentralbank den Geschäftsbanken das Geld nach einem einheitlichen Zinssatz zuteilen (holländisches

Verfahren) oder zunächst das höchste Zinsangebot bedienen, dann das zweithöchste usw., bis die erwünschte Zuteilungsgrenze erreicht ist (amerikanisches Verfahren).

Neben den Hauptfinanzierungsgeschäften existieren noch längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten, Feinsteuerungsoperationen und strukturelle Operationen, auf deren Darstellung hier verzichtet werden soll, da dadurch keine grundsätzlich anderen Aspekte der Geldschöpfung und der Arbeitsweise von Notenbanken entstehen würden.

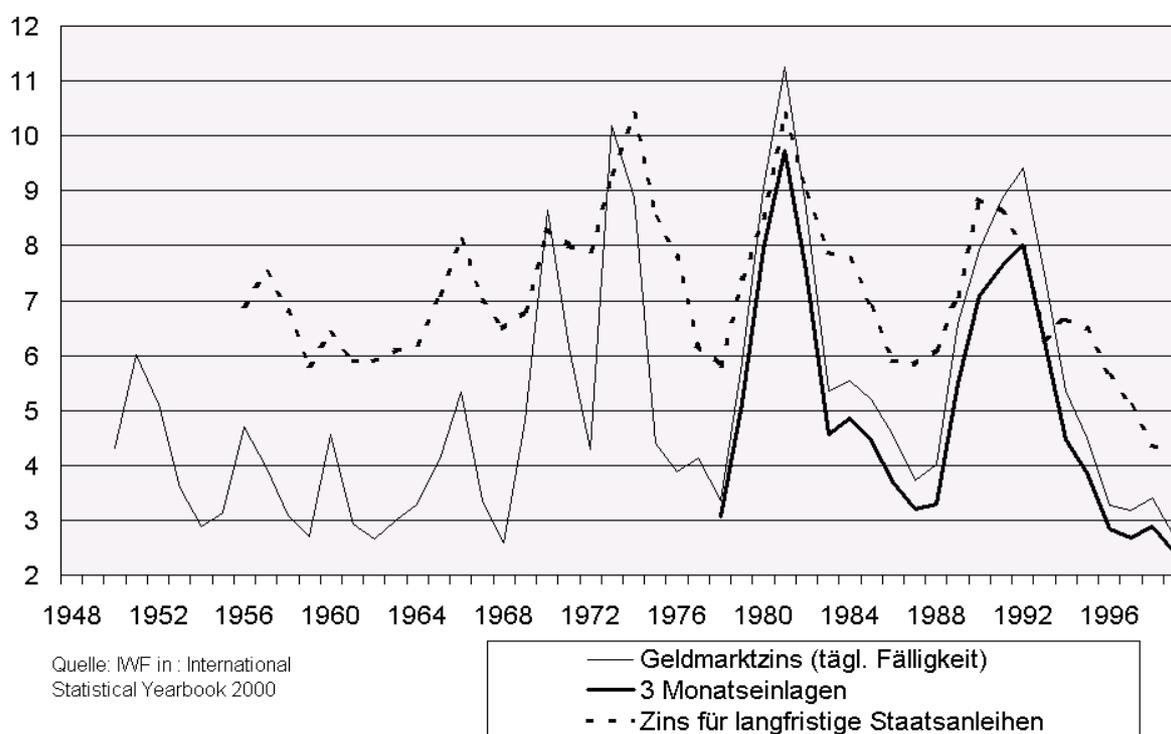
Wichtig für das Verstehen der Geldpolitik der EZB sind allerdings die sogenannten ständigen *Fazilitäten*. Hier wird zwischen *”Spitzenrefinanzierungsfazilitäten”* und *”Einlagefazilitäten”* unterschieden. Durch die Einlagefazilität haben die Kreditinstitute die Möglichkeit, Guthaben bis zum nächsten Geschäftstag bei der EZB zu einem von der EZB zu zahlenden, festgelegten Zinssatz zu *”parken”*. Sofern also eine Geschäftsbank am Abend überschüssige Liquidität hat, kann sie dieses Geld entweder anderen Geschäftsbanken leihen, die *”knapp bei Kasse”* sind, oder es bei der EZB über Nacht anlegen. Der Zinssatz für diese Einlagen liefert somit die untere Grenze für Interbanken-Geldgeschäfte, da keine Geschäftsbank, die Geld verleihen möchte, einen niedrigeren Zinssatz akzeptieren wird als jenen, den ihr die EZB zahlt. Damit kann die EZB nach unten zumindest die kurzfristigen Zinssätze direkt steuern.

Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität liefert die obere Begrenzung. Denn wenn Kreditinstitute in Liquiditätsengpässe geraten, können sie sich auch außerhalb der Hauptfinanzierungsgeschäfte kurzfristig Geld bei der Zentralbank besorgen. Für diese Form der Kreditgewährung durch die EZB gibt es keine Höchstgrenzen, sofern hinreichende Sicherheiten geboten werden können. Dadurch garantiert die EZB dem Finanzsektor eine stets ausreichende Geldversorgung, was auch ihrer Funktion als Lender of Last Resort entspricht. Allerdings sind diese Kredite teurer als die sonstigen Zentralbankkredite. Sie begrenzen die Zinsspanne nach oben, weil auch bei Liquiditätsengpässen keine Geschäftsbank bereit ist, einem anderen Kreditinstitut höhere Zinssätze zu zahlen als die von der EZB verlangten, da sie sich dort jederzeit verschulden kann. Mit dem Zinssatz für Einlagefazilitäten und dem für Spitzenrefinanzierungsfazilitäten schafft die EZB einen Zinskorridor, der die Zinsschwankungen auf dem Interbanken-Geldmarkt eng begrenzt.

Da die Geschäftsbanken auf Zentralbankgeld unter keinen Umständen verzichten können, kann die Zentralbank ihre Refinanzierungszinssätze grundsätzlich beliebig weit erhöhen, ohne dass sich die Geschäftsbanken letztlich dagegen wehren könnten. Die Geschäftsbanken ihrer-

seits erhöhen bei einer Kreditvergabe diesen Refinanzierungszinssatz um die Kosten des Bankbetriebs, eine Gewinnmarge und eine Unsicherheitsprämie. Damit steuern Zentralbanken das Zinsniveau einer Volkswirtschaft; sie können die Geschäftsbanken veranlassen, Geldgeschäfte zu steigenden oder sinkenden Zinssätzen anzubieten. Grundsätzlich sind Zentralbanken so z. B. in der Lage, die Verleihzinsen der Geschäftsbanken nach oben zu treiben und damit die Nachfrage vor allem nach Investitionsgütern, aber auch nach langlebigen Konsumgütern wie Privathäuser, Autos etc. zu drosseln und schließlich eine konjunkturelle Rezession einzuleiten. Dies zeigt die folgende Abbildung.

Abbildung 6: Entwicklung ausgewählter Zinssätze in der Bundesrepublik Deutschland von 1948 bis 1999



Diese Zinssatzsteuerung gelingt den Zentralbanken sehr gut im kurzfristigen Bereich. Schwieriger ist diese Steuerung für langfristige Kreditlaufzeiten. Allerdings vermag die Zentralbank – mit einer gewissen Zeitverzögerung – auch die Zinssätze im Langfristbereich nach ihren Wünschen zu beeinflussen. Falls sie nämlich ihre Refinanzierungszinssätze erhöht, steigen die Zinssätze im Interbankenbereich schnell und zuverlässig. Dadurch entsteht für die Geschäftsbanken ein Interesse, sich vermehrt Geld von den Haushalten zu leihen, so dass auch der Zinssatz für kurzfristige Termingelder steigt. Dadurch wächst die Zinsdifferenz zwischen kurzfristigen Termingeldern und den noch immer zinsgünstigen längerfristigen Anlagen. Durch

den Versuch der Geschäftsbanken, diese Gelder anzuwerben, steigen schließlich auch die Zinssätze in diesem Bereich. Die ursprüngliche Erhöhung der Refinanzierungzinssätze der Zentralbank hat sich durch die skizzierten Arbitrageprozesse auch im langfristigen Bereich niedergeschlagen. Abbildung 6 zeigt, dass dieser Zusammenhang in aller Regel der empirischen Realität der Bundesrepublik Deutschland entspricht.

Im Folgenden sollen nun die geldpolitischen Strategien der EZB an ausgewählten Bereichen konkretisiert und kritisch gewürdigt werden.

4 Kritische Würdigung ausgewählter Bereiche der EZB-Politik

4.1 Das Inflationsziel der Europäischen Zentralbank

Einen Menschen aber, der die Wissenschaft einem nicht aus ihr selbst (wie irrtümlich sie immer sein mag), sondern *von außen*, ihr *fremden, äußerlichen Interessen* entlehnten Standpunkt zu akkommodieren sucht, nenne ich "*gemein*". (K.Marx)

Wie gezeigt wurde, verpflichten die gesetzlichen Grundlagen die EZB, eine Politik der Preisniveaustabilisierung zu betreiben. Diese Zielsetzung entspricht den Funktionsbedingungen geldgesteuerter Ökonomien und ist insoweit zu akzeptieren. Der Gesetzestext gibt jedoch keine eindeutige Definition von Preisniveaustabilität.

Dies veranlasste den EZB-Rat das Ziel der Preisniveaustabilität zu präzisieren. "Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 Prozent gegenüber dem Vorjahr."³⁴ Die Schaffung eines HVPI durch Eurostat war mit der Einführung des Euro notwendig geworden, da es zuvor keinen einheitlichen europäischen Preisindex gab. Wichtig bei der Definition von Preisniveaustabilität ist, dass Deflation ausgeschlossen, also ein Preisanstieg zwischen 0 Prozent und 2 Prozent angestrebt wird. Von Bedeutung ist auch, dass Preisniveaustabilität nach Ansicht der EZB mittelfristig erreicht werden muss und Abweichungen kurzfristig hingenommen werden können.³⁵

Obwohl die meisten Zentralbanken der Welt kein quantitatives Inflationsziel festlegen – beispielsweise auch nicht die US-Zentralbank –, steht die EZB mit einem numerischen Inflationsziel nicht alleine. Jedoch ist der von der EZB gesetzte Standard selbst bei den Zentralbanken, die sich ein explizites Inflationsziel setzen, sehr hoch. So strebt die australische Zentralbank ein Inflationsziel von 2-3 Prozent an, die kanadische von 1-3 Prozent und die neuseeländische von 0-3 Prozent. Zu bedenken ist auch, dass Preisindizes durch Qualitätsverbesserungen alter Produkte und Entwicklung neuer Produkte die Inflationsrate statistisch um 1-2 Prozent zu hoch angeben, so dass der faktische Standard der EZB bei einer Inflationsrate zwischen 0-1 Prozent liegen dürfte.

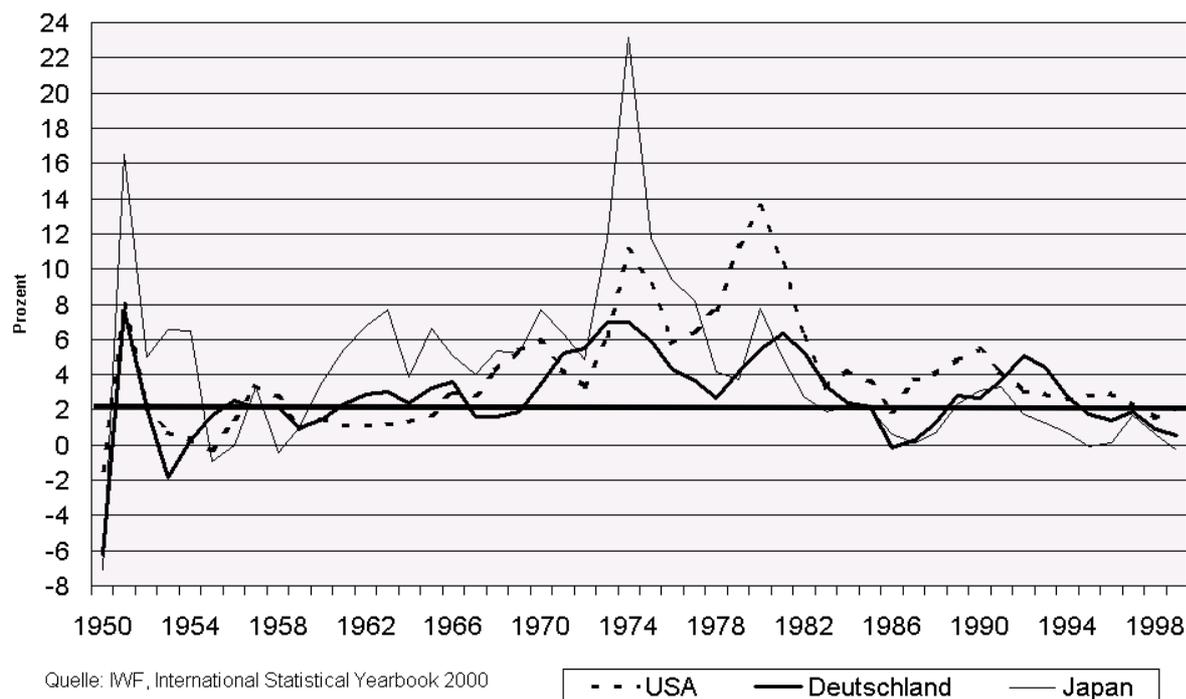
Betrachtet man die Entwicklung der Inflationsraten verschiedener Länder in der Vergangenheit (Abbildung 7), dann wird deutlich, wie hochgesteckt das Inflationsziel der EZB ist. So

³⁴ Vgl. Europäische Zentralbank, 1999, S. 51.

³⁵ Vgl. Europäische Zentralbank, 1999, S. 50 ff.

konnten die USA, Japan und auch die Bundesrepublik Deutschland den EZB-Standard ab 1985 über längere Phasen nicht erfüllen. In den neunziger Jahren liegen insbesondere die USA über der Marke von 2 Prozent. Geschadet hat dies den USA nicht, denn sie konnten eine deutlich höhere reale Wachstumsrate ihres Sozialproduktes erzielen als etwa Japan oder die Bundesrepublik Deutschland.

Abbildung 7: Inflationsraten ausgewählter Länder



Die Fragwürdigkeit eines numerischen Inflationszieles zeigt sich auch daran, dass die EZB bereits kurze Zeit nach ihrer Gründung Probleme hat, das von ihr gesetzte Inflationsziel zu erreichen. Denn im zweiten und dritten Quartal 2000 stieg die Inflationsrate des HVPI auf 2,1 Prozent bzw. 2,5 Prozent im Jahresvergleich.³⁶ Für das gesamte Jahr 2000 wird die Inflationsrate bei über 2,3 Prozent liegen. Im Jahr 2001 rechnet die EZB mit einer Inflationsrate von 1,8 bis 2,8 Prozent.³⁷

Es ist für die Reputation der EZB nicht gerade förderlich, wenn sie schon im zweiten Jahr ihrer Existenz ihr Inflationsziel nicht realisiert. Numerische Festlegungen machen im Bereich der Geld- und Wirtschaftspolitik keinen Sinn, da sie den falschen Eindruck vermitteln, man

³⁶ Vgl. Europäische Zentralbank, 2000c, S. 32f.

³⁷ Vgl. Europäische Zentralbank, 2000c, S. 1 ff.

könne ökonomische Größen nach Belieben steuern. Es wäre für die EZB ausreichend gewesen, wenn sie sich allgemein auf Preisniveaustabilität verpflichtet hätte. Sie hätte sich dann kein Korsett geschaffen, das sie in spezifischen Situationen zu dysfunktionaler Geldpolitik zwingen oder verführen kann.

Die Ursachen des Preisauftriebs in Europa im Jahre 2000 liegen in erster Linie am Anstieg der Rohstoffpreise, die in US-Dollar fakturiert werden, und der gleichzeitigen Schwäche des Euro. Es handelt sich somit um einen kostengetriebenen Preisniveauschub, dessen Quelle nicht die Lohnentwicklung ist.³⁸ Bleiben die Lohnstückkosten stabil, dann wird die Inflationsrate mittelfristig wieder sinken und das Inflationsproblem verschwinden. Es wäre fatal, wenn die Geldpolitik in solchen Fällen restriktiv agieren würde. Sie würde unnötigerweise eine Nachfrageschwächung und ökonomisch teure Krise erzeugen, um letztlich über eine Senkung der Lohnstückkosten die Kostenstruktur in der Ökonomie konstant zu halten. Ökonomisch funktional ist es statt dessen, eine nicht über Lohnkosten angetriebene Kosteninflation zu akzeptieren. Bei einer numerischen Festlegung der Inflationsrate auf maximal zwei Prozent besteht die Gefahr, dass eine Zentralbank sich selbst den Spielraum für funktionale Geldpolitik zerstört.

Ein grundlegendes Problem einer Zwei-Prozent-Grenze der EZB entsteht zusätzlich dann, wenn Preisniveauschwankungen, die während jedes normalen Konjunkturzyklus auftreten, unterdrückt werden sollen. Führt eine hohe Investitionsnachfrage zu einem starken Aufschwung, dann wird damit immer eine Nachfrageinflation verbunden sein, wie wir im Kapitel 2.2 gezeigt haben. Die Inflationsrate dürfte während eines starken Aufschwungs immer über 2 Prozent ansteigen. Dies belegt die gesamte Wirtschaftsgeschichte in allen westlichen Ländern bis hin zum Boom in den USA in den neunziger Jahren.

Werden Aufschwünge aufgrund der mit ihnen unweigerlich verbundenen Nachfrageinflation zu früh durch restriktive Geldpolitik abgebrochen, dann werden ohne Not Wachstums- und Beschäftigungseffekte geopfert. Genau diesen Punkt hat John Maynard Keynes betont: "Das richtige Heilmittel für den Konjunkturzyklus liegt nicht darin, dass wir die Aufschwünge abschaffen und somit dauernd in einer Halbstockung verharren, sondern darin, dass wir die Stockungen abschaffen und uns somit dauernd in einem Quasi-Aufschwung halten."³⁹ Und an anderer Stelle heißt es: "Eine Erhöhung des Zinsfußes als ein Heilmittel für den Zustand, der

³⁸ Vgl. Europäische Zentralbank, 2000c, S. 30 ff.

³⁹ Vgl. Keynes 1936, S. 272, vgl. auch Heine/Herr 2000.

sich aus einer verlängerten Periode abnormal beträchtlicher Neuinvestition ergibt, gehört zu den Heilmitteln, welche die Krankheit heilen, indem sie den Patienten töten.⁴⁰ Die Zwei-Prozent-Grenze hat, wird sie strikt angewandt, den Effekt, Aufschwünge zu früh zu bekämpfen und die Wirtschaft in einer Halbstockung zu belassen. Sofern im Aufschwung selbst eine relativ hohe Inflationsrate nicht zu einer Preis-Lohn-Preis-Spirale führt, sei es aufgrund hoher Arbeitslosigkeit oder einer entsprechenden Einkommenspolitik, macht es keinen Sinn, ihn zu stoppen. Der Kapazitätseffekt der Investitionstätigkeit reduziert, indem er das Angebot erhöht, in aller Regel schnell die Nachfrageinflation. Die von der EZB angestrebte Schwankungsbreite des Preisniveaus von gerade zwei Prozent ist zu gering, um kräftige Aufschwünge zu ermöglichen – die Ökonomie wird am "Atmen" gehindert.

Wir wollen nicht missverstanden werden. Preisniveaustabilität ist eine Voraussetzung stabiler Geldwirtschaften, und Zentralbanken müssen Inflationen bekämpfen, insbesondere, wenn die Entwicklung durch eine Lohn-Preis-Spirale gekennzeichnet ist. Das bedeutet jedoch nicht, dass jede Inflationsrate über zwei Prozent sofort problematisch ist. Es kommt auf die jeweilige ökonomische Konstellation an. Die Zwei-Prozent-Grenze scheint uns zu starr zu sein, um der Zentralbank den Spielraum zu geben, den sie für eine funktionale Geldpolitik benötigt. Die EZB hat sich zwar durch die Einschränkung, ihr Zwei-Prozent-Ziel nur mittelfristigen erreichen zu müssen, ein Hintertürchen geöffnet, jedoch wird die Zukunft zeigen, ob es auch genutzt wird. Am besten wäre es, die EZB würde vom starren Konzept der Zwei-Prozent-Grenze ganz abgehen und damit in die Fußstapfen US-amerikanischer Notenbank oder auch der Deutschen Bundesbank treten, die diesbezüglich weniger rigide sind bzw. waren.

Von Zeit zu Zeit wurde der Deutschen Bundesbank und wird der EZB vorgeworfen, sich statuarisch und faktisch ausschließlich an der Preisniveaustabilität und nicht (auch) an (Voll-) Beschäftigungszielen zu orientieren. Die Forderung, der beschäftigungspolitischen Situation geldpolitisch Rechnung zu tragen, ist eine Idee des keynesianischen Zeitalters. Frühere Epochen kannten diese Forderung nicht, weil das Ziel der Geldpolitik eindeutig darauf gerichtet war, die Parität zum Gold und zu den anderen Währungen zu halten und so die freie Konvertibilität zu sichern. Damit musste sich die Geldpolitik an der Veränderung der Gold- und Devisenreserven orientieren, so dass für Beschäftigungspolitik kein Platz blieb.

Die Grundidee der Forderung nach einer beschäftigungspolitischen Geldpolitik besteht darin, über niedrige Zinssätze das Investitionsvolumen und damit Wachstum und Beschäftigung zu

⁴⁰ Vgl. Keynes 1936, S. 274.

erhöhen. Wenn eine solche easy-money-policy unter den Bedingungen relativer Preisniveaustabilität verfolgt wird, spricht nichts dagegen. Allerdings haben die Stagflationsphasen der siebziger Jahre auch gezeigt, dass es Situationen gibt, in denen hohe Arbeitslosigkeit und hohe Inflationsraten gleichzeitig auftreten können. Damals zerbrach die der Phillips-Kurve entnommene politisch wählbare Alternative zwischen höherer Inflationsrate und niedrigerer Arbeitslosenquote. Stagflationen zeigen eindrucksvoll die logische (und wirtschaftspolitische) Notwendigkeit, einem Ziel ein Instrument zuzuordnen. Der Geldpolitik zwei Ziele vorzugeben, ist ebenso falsch, wie der Ansatz von bezeichnenderweise *magischen* Vielecken, die sich eben auch nicht gleichzeitig realisieren lassen. Interessanterweise wird bei den magischen Vielecken ebenfalls unterstellt, dass Preisniveaustabilität geopfert werden kann, um andere Ziele zu realisieren.

Inflationäre Situationen mit hoher Arbeitslosigkeit können sich aus unterschiedlichen Gründen ergeben. Zwei Beispiele sollen dies verdeutlichen. Erstens ist es denkbar, dass der existierende Kapitalstock zu klein für eine Vollbeschäftigung ist, so dass eine expansive Geld- und Fiskalpolitik bereits vor dem Erreichen (und im Zweifelsfall lange vor dem Erreichen) der Vollbeschäftigung in eine Nachfrageinflation einmündet. Solange dieser inflationäre Impuls seinerseits keine Preis-Lohn-Preis-Spirale oder massive Abwertungserwartungen anstößt und die hohe Nachfrage durch hohe Investitionen getrieben wird, halten sich die Gefahren – wie gezeigt wurde – in Grenzen. Sofern es aber zu sich verstärkenden kumulativen Inflationsspiralen kommt, sind die Zentralbanken mit einem Zielkonflikt konfrontiert. Sie müssen sich für ein Ziel – das der Preisniveaustabilität – entscheiden, wenn sie die Funktionslogik einer geldgesteuerten Ökonomie nicht ernsthaft gefährden wollen.

Denkbar ist zweitens, dass trotz (hoher) Arbeitslosigkeit eine Lohn-Preis-Spirale initiiert wird, beispielsweise weil durch über die Produktivitätsfortschritte hinaus gehende Lohnabschlüsse die Massenkaufkraft gestärkt oder die Einkommensverteilung verändert werden soll. Nach keynesianischer Sicht wird durch solche Lohnerhöhungen weder das eine noch das andere Ziel erreicht, da die Unternehmen die gestiegenen Kosten auf die Preise abwälzen. Auch hier gilt, dass tatsächliche Inflationsgefahren erst aus einer Verstetigung solcher Strategien und einer Verfestigung von Inflationserwartungen resultieren. Ist dies der Fall, so müssen Zentralbanken handeln.

Aus diesem Grund ist die Festlegung der EZB auf das Ziel der Sicherung von Preisniveaustabilität akzeptabel, zumal ausdrücklich betont wurde (vgl. oben, Artikel 105 EG-Vertrag), dass

sie die wirtschaftspolitischen Ziele der Gemeinschaft unterstützen soll, wenn ihr eigentliches Ziel nicht gefährdet erscheint.

Allerdings erzeugt eine zu strikte Orientierung auf Preisniveaustabilität hohe Kosten. So zeigt die Geschichte der Deutschen Bundesbank, dass Notenbanker zuweilen die inflationären Gefahren überbewerten und so beschäftigungspolitische Chancen verspielen. Es geht nicht darum, einem trade-off zwischen hohen Inflationsraten und niedriger Arbeitslosenquote das Wort zu reden, wie er durch die Phillipskurve nahe gelegt wird.⁴¹ Im Gegenteil, hohe Inflationsraten führen typischerweise zu Erwartungen und einem Verhalten der Wirtschaftssubjekte, das die Gefahr kumulativer Geldentwertungs- und Abwertungsprozesse erzeugt, die früher oder später zinspolitisch bekämpft werden müssen. Im Ergebnis führt dies zum Zusammenbruch der Investitionstätigkeit, niedrigen Wachstumsraten und steigender Arbeitslosigkeit. Das kann nicht gewollt sein. Allerdings gab es in Deutschland makroökonomische Konstellationen, die keine inflationären Gefahren signalisierten, da z.B. die Tarifpolitik eindeutig produktivitätsorientiert und die Zentralbank gleichwohl nicht zu einer beschäftigungsorientierten Geldpolitik bereit war.⁴² Eine solche Geldpolitik ist in doppelter Hinsicht schädlich: Zum einen akzeptiert sie ohne geldpolitische Zwänge ein unnötig hohes Ausmaß an Arbeitslosigkeit und untergräbt so das Vertrauen in die Notwendigkeit einer unabhängigen Zentralbank und zum anderen honoriert sie nicht, dass sie durch die Tarifpolitik entlastet wird. Damit aber erschwert sie die notwendige Koordination und Kooperation der zentralen makroökonomischen Instanzen, also der Tarifparteien, der Zentralbank und des Staates. Es bleibt abzuwarten, ob die EZB hier zu einer Kurskorrektur bereit ist. Gerade dieser Aspekt der Geldpolitik bedarf ohne Zweifel in Zukunft einer intensiveren gesellschaftlichen Diskussion und einer größeren Transparenz der Entscheidungsfindung durch die EZB als dies in der Vergangenheit der Fall war (vgl. Kapitel 4.4.1).

⁴¹ Vgl. zur Phillipskurven-Diskussion Heine/Herr, 2000, S. 270 ff.

⁴² Vgl. für Anfang der neunziger Jahre beispielsweise Heine/Herr 1994.

4.2 Die beiden Säulen der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank

Es wurde oben bereits dargestellt, dass auf Grundlage des keynesianischen bzw. des neoklassischen Paradigmas gänzlich unterschiedliche Vorstellungen über die Funktionsweise und Ziele der Geldpolitik resultieren. Geldpolitik im neoklassischen Paradigma hat das Ziel, Geld als Störfaktor einer als stabil postulierten Realsphäre auszuschalten. Neoklassische bzw. monetaristische Vorstellungen kulminieren in einer Geldmengenregel, also einer konstanten jährlichen Wachstumsrate der Geldmenge. Keynesianische Vorstellungen gehen dagegen davon aus, dass Geldwirtschaften durch Instabilitäten wie Erwartungsumschwünge oder kumulative Tendenzen bei Inflationen und Deflationen gekennzeichnet sind und Geldpolitik das wichtigste wirtschaftspolitische Instrument ist, solchen permanenten und oft endogenen "Störungen" entgegenzuwirken. Kann Geldpolitik nach neoklassischen Vorstellungen von einem Finanzbeamten durchgeführt werden, der stur eine Geldmengenregel befolgt, so ist Geldpolitik im keynesianischen Paradigma eine Kunst, da die für Geldpolitik Verantwortlichen die ökonomische Lage richtig einschätzen und geldpolitisch adäquat handeln müssen, um die Ökonomie zu stabilisieren. Das bedeutet, dass Geldpolitik auch falsch betrieben werden kann.

Orientiert die EZB ihre Geldpolitik eher an monetaristischen oder eher an keynesianischen Vorstellungen? Im Vergleich zu vielen anderen Zentralbanken hat die EZB kein klares geldpolitisches Konzept. Sie baut ihre geldpolitische Strategie vielmehr auf "zwei Säulen" auf.⁴³ Die erste Säule basiert auf neoklassischen Vorstellungen, die zweite auf keynesianischen. "Zum einen wird der Geldmenge eine besondere Bedeutung beigemessen, die sich in der Bekanntgabe ... für das Wachstum der ... Geldmenge ... äußert und der mit einer detaillierten Analyse der monetären Entwicklung Rechnung getragen wird. Zum anderen werden zum Zweck einer umfassenden Beurteilung der voraussichtlichen Preisentwicklung (überwiegend) nichtmonetäre Indikatoren analysiert".⁴⁴

Beginnen wir mit dem neoklassischen Part der Geldpolitik der EZB, also der geldpolitischen Orientierung entlang der Geldmengenregel (vgl. Kapitel 3.2). "Um die der Geldmenge zugewiesene herausragende Rolle zu unterstreichen, hat der EZB-Rat einen quantitativen Referenzwert für das Geldmengenwachstum als eine Säule der gesamten stabilitätsorientierten

⁴³ Die geldpolitische Strategie hat die EZB in ihrem ersten Monatsbericht verdeutlicht (vgl. Europäische Zentralbank, 1999).

⁴⁴ Europäische Zentralbank, 1999, S. 39.

Strategie bekannt gegeben.”⁴⁵ Die Deutsche Bundesbank hatte sich zumindest offiziell noch deutlich stärker auf nur eine Säule gestützt, nämlich auf die des Geldmengenwachstums und damit der Neoklassik in gewisser Weise die Referenz erwiesen, die – wie gezeigt wurde – in einer zu expansiven Geldmengenentwicklung die entscheidende Ursache für Inflation sieht.

Als monetäres Aggregat, das, entsprechend der Geldmengenregel, mit einer bestimmten jährlichen Rate wachsen soll, wurde M3 ausgewählt. Die Definition von M3 ergibt sich aus der folgenden Auflistung. Um die quantitativen Dimensionen zu verdeutlichen, wird der Bestand der Teilaggregate für Ende September 2000 jeweils in Klammern angegeben.⁴⁶ Die Aggregate sind ausschließlich auf die Vermögenshaltung des Publikums (Haushalte und Unternehmen) bezogen, da nur von der Liquidität des Publikums – der Geldmenge – zur Inflationsrate eine Beziehung gesehen wird.

M1 = Bargeldumlauf (339,0 Mrd. Euro) + täglich fällige Einlagen (1655,5 Mrd. Euro)

M2 = M1 + Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren (956,3 Mrd. Euro)

+ Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (1214,8 Mrd. Euro)

M3 = M2 + Geldmarktpapiere und ähnliche Papiere sowie Schuldverschreibungen von Finanzinstitutionen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren (789,5 Mrd. Euro)

Nachdem das Geldmengenaggregat – letztlich willkürlich – gewählt wurde, muss nun noch die Wachstumsrate der Geldmenge bestimmt werden. Wird die oben benannte Quantitätsgleichung in Wachstumsraten transformiert und nach der Geldmenge aufgelöst, so erhält man:

(Gleichung 5)
$$\hat{M} = \hat{P} + \hat{Y} - \hat{v}.$$

Die Veränderungsrate der Geldmenge entspricht danach der Veränderungsrate des Preisniveaus zuzüglich der realen Wachstumsrate des Sozialprodukts abzüglich der Veränderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Die Deutsche Bundesbank hatte eine solche Potenzialformel regelmäßig konkretisiert, indem sie in die Formel

- eine aus ihrer Sicht akzeptable Inflationsrate als Normwert (seit 1984 waren es 2 Prozent),
- eine inflationsfreie Wachstumsrate des Sozialprodukts (hierfür wurde ein Wert zwischen 2 und 3 Prozent veranschlagt),

⁴⁵ Europäische Zentralbank, 1999, S. 52.

⁴⁶ Vgl. Europäische Zentralbank, 2000b.

- die Veränderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit (für die letzten Jahre wurde ein Wert von minus 1 Prozent angenommen)

eingesetzt hat.⁴⁷ Gemäß dieser Konkretisierung sollte die Geldmenge jährlich zwischen 4 und 5 Prozent wachsen.

Dieses Geldmengenwachstum wurde als "Zwischenziel" der Geldpolitik angesehen und als solches gegen Kritiker konsequent verteidigt. Solche Zwischenziele werden nach herrschender Meinung deshalb verfolgt, weil

- im Einzelnen die Wirkungsketten und Transmissionsmechanismen geldpolitischer Maßnahmen auf reale und monetäre Größen der Ökonomie nicht bekannt und umstritten sind;
- der Weg vom Mitteleinsatz bis hin zum Endziel lang ist und damit die Gefahr des zu geringen oder zu starken Mitteleinsatzes aufgrund einer unzureichenden Informationsbasis immer vorhanden ist;
- potenzielle Gefahren für das Preisniveau von anderen Strömungen überlagert werden können, so dass sie nicht rechtzeitig genug erkannt werden können.

Die EZB folgt bei der Berechnung der geplanten Geldmengenerhöhung der Logik der Bundesbank. Sie ging Anfang 1999 von einem realen Wachstum von 2 bis 2,5 Prozent aus und schätzte, dass sich die Umlaufgeschwindigkeit um 0,5 bis 1 Prozent verringert. Nimmt man alle drei Größen zusammen, so ergibt sich nach den Vorstellungen der EZB ein Referenzwert für das jährliche Wachstum von M3 in Höhe von 4,5 Prozent.

Die zweite Säule der geldpolitischen Strategie der EZB entspricht einem direkten Inflationsziel. Zur Bestimmung der Geldpolitik greift die EZB hier auf eine breite Palette von Konjunkturindikatoren zurück. "Diese breite Palette von Indikatoren umfasst viele Variablen, die Vorlaufindikatoreigenschaften für zukünftige Preisentwicklungen besitzen. Diese Variablen beinhalten u.a. die Löhne, den Wechselkurs, die Anleihekurse und die Zinsstrukturkurve, verschiedenen Messgrößen für die reale Wirtschaftstätigkeit, fiskalpolitische Indikatoren, Preis- und Kostenindizes sowie Branchen- und Verbraucherumfragen."⁴⁸ Auch sollen Inflationsprognosen von internationalen Organisationen zur Beurteilung der wirtschaftspolitischen Konstellation herangezogen werden. Bei dieser zweiten Säule der Geldpolitik fehlt jegliche Regelbindung in Form einer festgelegten Wachstumsrate eines monetären Aggregats. Viel-

⁴⁷ Vgl. Bofinger u.a., 1996, S. 241 ff.

⁴⁸ Europäische Zentralbank 1999, S. 55.

mehr dominiert ein diskretionäres Herangehen, da Geldpolitik auf Grundlage einer sorgfältigen Analyse der aktuellen wirtschaftlichen Situation des Währungsgebietes definiert wird.

Die geldpolitische Strategie der EZB ist – zumindest was die theoretische Fundierung betrifft – widersprüchlich und trägt nicht zur Transparenz und Klarheit der Geldpolitik in Europa bei. Denn eine Geldpolitik, die beide Säulen der geldpolitischen Strategie befolgt, ist nur in Ausnahmefällen möglich. Oftmals dürften die geldpolitischen Strategien, die sich aus den beiden Säulen ergeben, in Konflikt zu einander geraten. Die EZB muss in einem solchen Fall entscheiden, ob sie einer Geldmengenregel oder einem direkten Inflationsziel auf Grundlage einer großen Anzahl von Indikatoren folgen will. Im Konfliktfall spricht alles dafür, dass die EZB das Geldmengenziel aufgibt. So wird das Geldmengenziel nicht in der Form eines starren Geldmengenkorridors mit einer geplanten maximalen und minimalen Wachstumsrate des gewählten monetären Aggregats definiert – dieser Praxis folgte die Deutsche Bundesbank vor dem Entstehen der EWU –, sondern es wird ein eher unverbindlicher Referenzwert angegeben.

Noch wichtiger allerdings ist, dass die EZB eine Zinspolitik ablehnt, die ein bestimmtes Geldmengenwachstum zu erzwingen versucht. „Der EZB-Rat beschloss, statt eines Referenzkorridors einen speziellen Referenzsatz für das Geldmengenwachstum bekannt zu geben, da die Ankündigung eines Referenzkorridors von der Öffentlichkeit dahingehend falsch interpretiert werden könnte, dass die Zinsen automatisch geändert würden, wenn das Geldmengenwachstum den Korridor verlässt; dies würde der Rolle des Referenzwertes in der Gesamtstrategie widersprechen.“⁴⁹ Es stellt sich hier unmittelbar die Frage, was die Definition eines Geldmengenziels überhaupt soll, wenn die Geldpolitik im Zweifel bei einer Verletzung des Referenzziels ihr zentrales wirtschaftspolitisches Instrument, die Steuerung des Geldmarktzinssatzes, überhaupt nicht einsetzt.

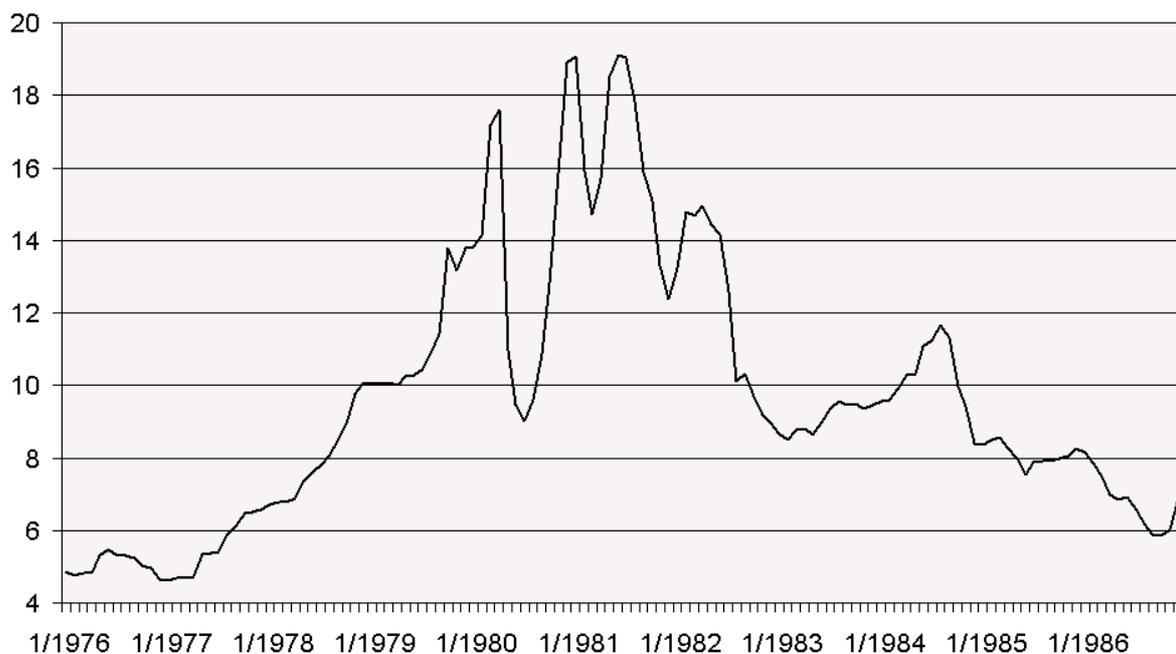
Offensichtlich will die EZB nicht in die gleiche Falle tappen wie die US-amerikanische Zentralbank Ende der siebziger und Anfang der achtziger Jahre. Im Oktober 1979 ging die Federal Reserve unter dem damals neuen Präsidenten Paul Volcker vor dem Hintergrund einer inflationären Entwicklung in den USA, eines starken Wertverlustes des US-Dollar und der Weigerung vor allem der Deutschen Bundesbank, den Dollar zu stützen, zu einer harten Geldmengensteuerung über.⁵⁰ Zwar konnte die Inflationsrate zurückgeführt werden – was zweifelsfrei

⁴⁹ Europäische Zentralbank 1999, S. 54.

⁵⁰ Vgl. Herr, 1992.

notwendig war –, jedoch scheiterte die Geldmengensteuerung kläglich und wurde 1982 wieder aufgegeben. Die geplanten Wachstumskorridore von M1, M2 und M3 wurden selbst in dieser Phase teilweise deutlich verfehlt und das, obwohl die US-Notenbank eine massive Destabilisierung des Geldmarktzinssatzes in Kauf nahm.⁵¹ Im Ergebnis kam es zu einer Abfolge von Zinsschocks für die amerikanische Ökonomie und indirekt für die Weltwirtschaft insgesamt. Abbildung 8 zeigt welche Berg- und Talfahrten bei der Zinsentwicklung das monetaristische Experiment in den USA erzeugt hat. Die kurze Phase der versuchten strikten Geldmengensteuerung in den USA verdeutlicht exemplarisch die Zweifelhaftigkeit einer Geldmengenregel monetaristischer Prägung.

Abbildung 8: US-Geldmarktzinssätze (Federal Funds Rate)



Quelle: IWF International Financial Statistics in International Statistical Yearbook 2000

Vertreter einer Geldmengenregel weisen darauf hin, dass Inflationen ohne eine Geldmengen- ausdehnung letztlich nicht möglich sind und es deshalb sinnvoll ist, sich vorsichtshalber entlang der Geldmenge zu orientieren. Allerdings ist eine solche geldpolitische Ausrichtung, zumal wenn sie tatsächlich konsequent betrieben würde, höchst fragwürdig. Erstens sei angemerkt, dass es Unsicherheiten auch in anderen wirtschaftspolitischen Bereichen gibt, ohne dass deshalb Zwischenziele eingeführt worden wären, die dann die wirtschaftspolitische Fle-

⁵¹ Vgl. Bryant, 1983.

xibilität unnötig reduzieren. Zudem hängt die gesamte quantitätstheoretische Vorstellung an der Stabilität der Geldnachfrage bzw. der Stabilität der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes.

Eine stabile Geldnachfrage ist nicht zu erwarten, weil die Ökonomie selbst nicht stabil ist. Wenn das Investitionsverhalten der Unternehmen, die Portfolioentscheidungen der Haushalte, die Kreditvergabe der Geschäftsbanken oder die Wechselkurse der Währungen von subjektiven Erwartungen abhängen, die unter Bedingungen der Unsicherheit getroffen werden müssen, dann sind diese Größen zwingend Schwankungen unterworfen. Diese Schwankungen haben Rückwirkungen auf die Geldnachfrage. Passt sich die Geldpolitik diesen Erwartungs- und Verhaltensänderungen nicht flexibel an, sondern agiert auf der Grundlage einer starren Geldmengenregel, so sind scharfe ökonomische Krisen vorprogrammiert. Ein solches Verhalten erinnert an jene Segler, die immer die gleichen Segel aufziehen, egal wie das Wetter ist. Ein Scheitern der Geldmengensteuerung ist daher nicht verwunderlich.

Die Grundlage des monetaristischen Ansatzes besteht in der Annahme, dass die Zentralbank das *Geldangebot* exogen steuert und zwischen dem Geldangebot und dem Preisniveau aufgrund der Annahme einer stabilen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ein eindeutiger Zusammenhang besteht (vgl. Kapitel 2.2). Damit sind zwei zentrale Probleme des monetaristischen Ansatzes formuliert, die näher thematisiert werden müssen: Kann erstens die Zentralbank die Wirtschaftssubjekte dazu bewegen, die von ihr angebotene Geldmenge zu halten bzw. kann sie die Geldmenge exogen setzen? Und wie stabil ist zweitens die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bzw. die Geldnachfrage?

Eine exogene Setzung des Geldangebots ist nur unter sehr spezifischen Annahmen denkbar, die freilich in modernen Geldökonomien gerade nicht existieren. Nehmen wir an, das Bargeld einer Volkswirtschaft würde nicht über Kreditbeziehungen zwischen dem Publikum und dem Bankensystem in Umlauf gebracht, sondern über Budgetdefizite der öffentlichen Haushalte. In diesem Fall wäre die so geschaffene Geldmenge in der Tat durch den Staat exogen gesetzt. Da aber, wie wir im zweiten Kapitel gezeigt haben, in allen entwickelten Volkswirtschaften Geld über Kredit entsteht, ist selbst die Bargeldhaltung des Publikums nachfrageseitig bestimmt, da sie davon abhängt, wie viel Bargeld die Haushalte zu halten wünschen. Ist den Haushalten die umlaufende Bargeldmenge zu hoch, so können sie Kredite tilgen und damit Geld vernichten. Umgekehrt kann die Zentralbank als Lender of Last Resort im Zweifelsfall eine Kreditgewährung an Geschäftsbanken nicht ablehnen, wenn die Haushalte massenhaft Bankeinlagen in Bargeld umtauschen wollen. Wird auf breitere monetäre Aggregate übergegangen, dann ergeben sich noch größere Probleme, diese Aggregate als Geldangebot zu bezeichnen. Denn kön-

nen Sichtdepositen, Termineinlagen oder Schuldverschreibungen als Geldangebot interpretiert werden? Sicherlich nicht, denn sie sind Ausdruck des Portfolioverhaltens der Haushalte und der Unternehmen, die ihr Vermögen in Sichtdepositen, Termineinlagen etc. anlegen. Sie sind Angebote des Publikums an das Bankensystem und gerade kein Geldangebot der Zentralbank – größer kann die Verwirrung ökonomischer Kategorien kaum sein. Die Zentralbank kann Bargeld zu bestimmten Zinssätzen anbieten, sonst nichts. Denn in welcher Größenordnung es nachgefragt wird, ist ungewiss, da die Nachfrage von ökonomischen Kalkülen der Marktteilnehmer abhängt.

Kommen wir zum zweiten Problem, zu der behaupteten Stabilität der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bzw. der Geldnachfrage. Wie bereits angedeutet wurde, setzt eine Geldmengenregel eine stabile Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bzw. eine stabile Geldnachfrage voraus. Ist sie instabil, so zerbricht der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisniveau. Dieser behauptete Zusammenhang ist die Achillesferse der Geldmengensteuerung. Denn wird die Umlaufgeschwindigkeit instabil, dann macht eine Geldmengenregel keinen Sinn mehr, vielmehr müsste nach monetaristischer Sicht, die Zentralbank dann die Instabilität der Umlaufgeschwindigkeit durch diskretionäre Geldmengenveränderungen kompensieren, was quantitätstheoretischem Denken völlig zuwiderläuft.

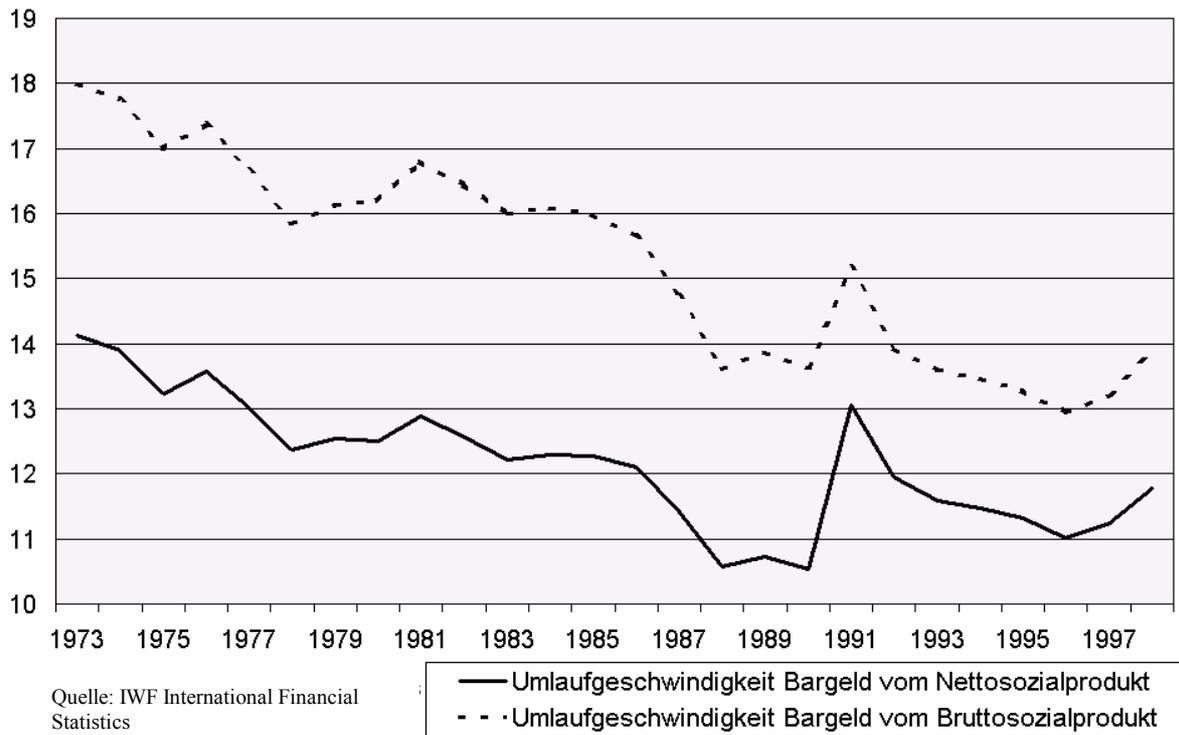
Daher wollen wir nun die Umlaufgeschwindigkeit verschiedener monetärer Aggregate näher betrachten. Sie kann durch das Verhältnis des Bruttosozialproduktes zum jeweiligen monetären Aggregat gemessen werden. Es ist natürlich auch möglich, das Nettosozialprodukt ins Verhältnis zu einem gewählten Aggregat zu setzen. Die letztere Messmethode entspricht eher modernen monetaristischen Modellen, da aus der Umlaufgeschwindigkeit dann unmittelbar der sogenannte Kassenhaltungskoeffizient abgeleitet werden kann, der den Anteil der Kassenhaltung am Nettosozialprodukt (NSP) und damit die Geldnachfrage des Publikums angibt.⁵²

Beginnen wir mit der Bargeldhaltung des Publikums, wobei die Umlaufgeschwindigkeit sowohl in bezug auf das Bruttosozialprodukt (BSP) als auch auf das Nettosozialprodukt angegeben wird (vgl. Abbildung 9). Da das Nettosozialprodukt kleiner als das Bruttosozialprodukt ist, ist die Umlaufgeschwindigkeit beim Nettosozialprodukt selbstverständlich auch kleiner. Langfristig fallen die Umlaufgeschwindigkeiten. Allerdings fallen sie nicht mit einer konstanten Rate, so dass von Stabilität keine Rede sein kann. Die Instabilität bleibt auch bestehen,

⁵² Es gilt: Kassenhaltungskoeffizient = 1/Umschlagshäufigkeit des Geldes.

wenn vom Strukturbruch der deutschen Währungsunion in den Jahren 1990/91 abgesehen wird.

Abbildung 9: Umlaufgeschwindigkeit der Bargeldhaltung in der Bundesrepublik Deutschland: BSP bzw. NSP dividiert durch die Bargeldhaltung des Publikums



Zu dieser Verwirrung gesellt sich, dass die Umlaufgeschwindigkeiten der Aggregate M1, M2 und M3 (vgl. Abbildungen 10 bis 12) ebenfalls nicht sonderlich stabil sind. Trendmäßig fallen seit 1973 alle Umlaufgeschwindigkeiten, jedoch gab es bei allen drei monetären Aggregaten auch Phasen steigender Umlaufgeschwindigkeit.

Abbildung 10: Umlaufgeschwindigkeit von M1 in der Bundesrepublik Deutschland:

BSP bzw. NSP dividiert durch M1

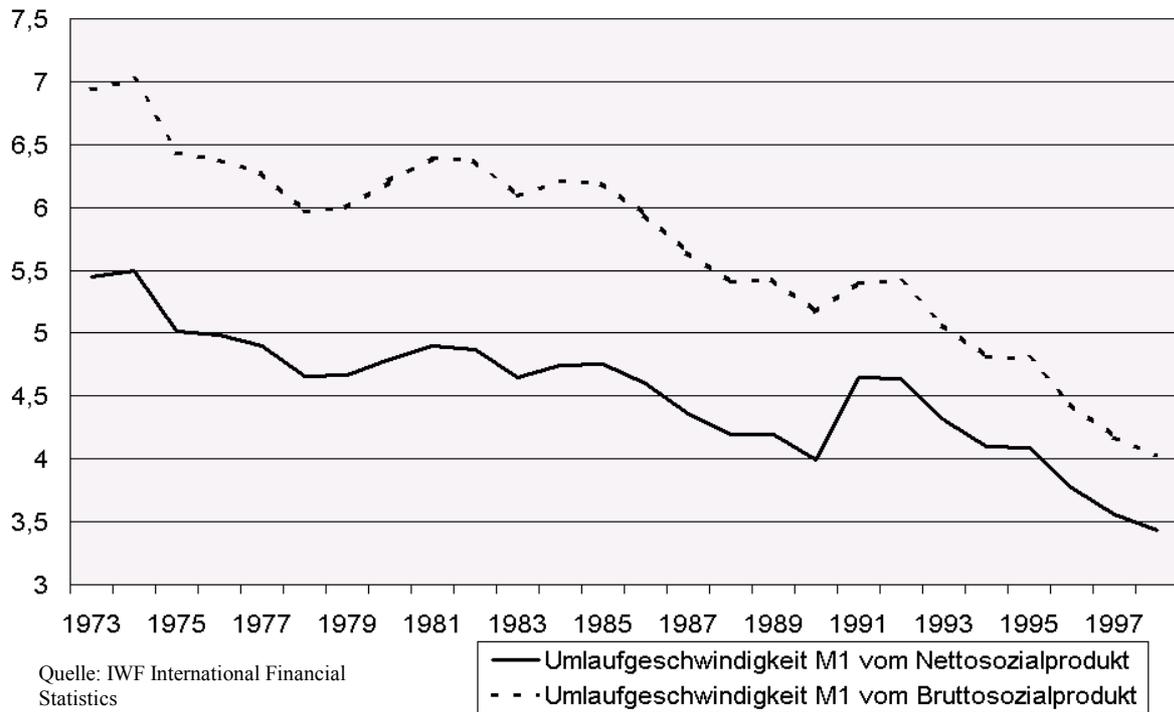


Abbildung 11: Umlaufgeschwindigkeit von M2 in der Bundesrepublik Deutschland:

BSP bzw. NSP dividiert durch M2

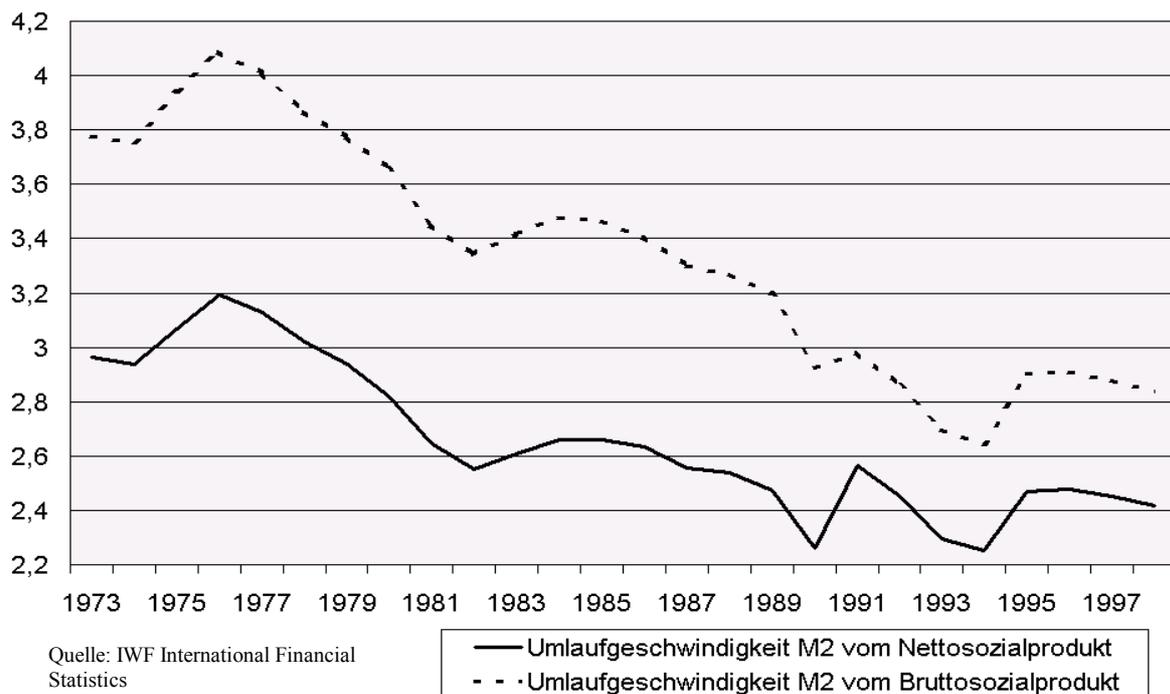
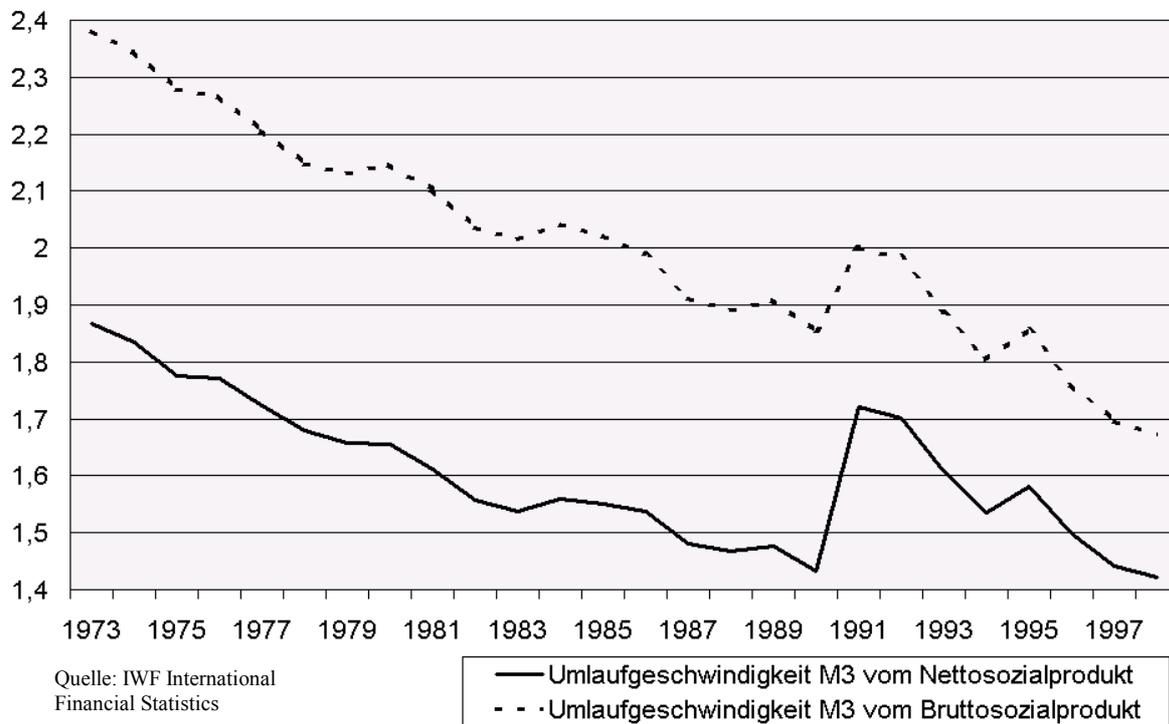


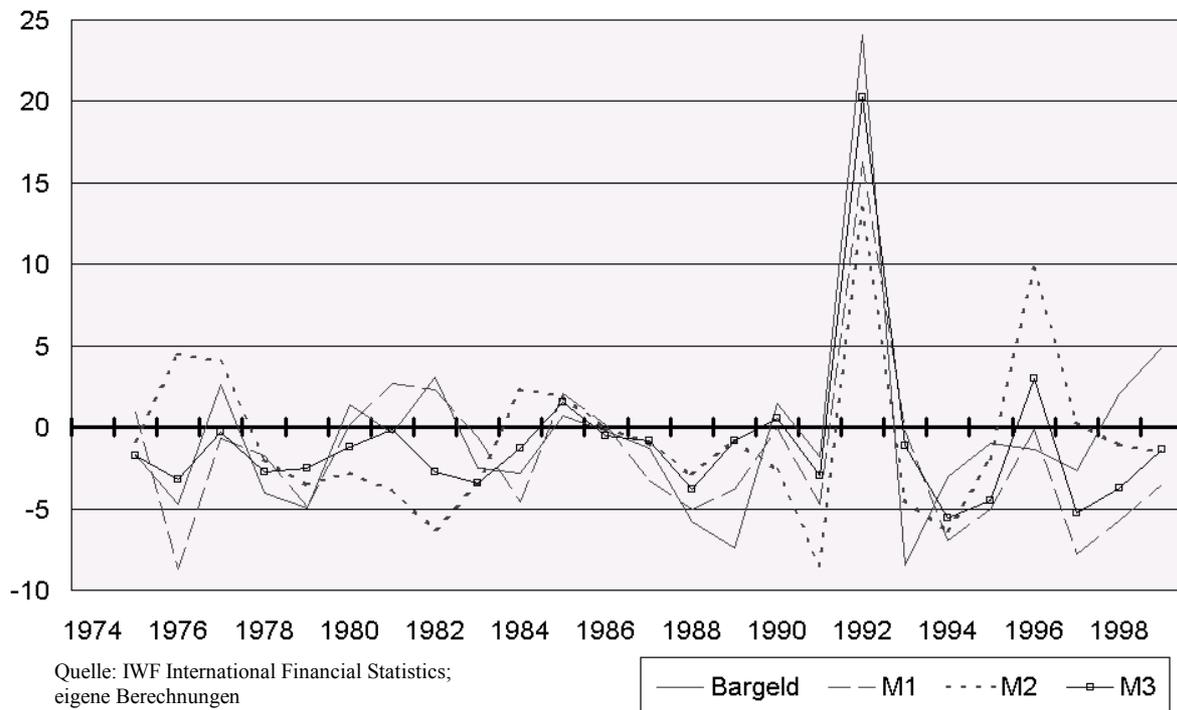
Abbildung 12: Umlaufgeschwindigkeit von M3 in der Bundesrepublik Deutschland:

BSP bzw. NSP dividiert durch M3



Aufgrund ihrer Instabilität sind die Aggregate M1 und M2 für eine Geldmengensteuerung gänzlich ungeeignet. Somit ist es konsequent, dass die Deutsche Bundesbank und nun auch die EZB die Größe M3 als Steuerungsgröße auswählten, da M3 am wenigsten instabil ist. Aber auch M3 zeigt seit den neunziger Jahren eine zunehmende Instabilität. So lässt sich der sprunghafte Anstieg von M3 im Jahre 1991 noch als Effekt der deutschen Vereinigung interpretieren, dies kann jedoch für den Anstieg im Jahre 1995 nicht mehr als Begründung herangezogen werden. Auch in den Jahren davor gab es Phasen steigender Umlaufgeschwindigkeiten von M3 und den anderen monetären Aggregaten (vgl. Abbildung 13). Dies ist bedeutsam, denn bei der Kalkulation der geplanten Zielgrößen des Geldmengenwachstums wird von Zentralbanken – dem langfristigen Trend folgend – eine fallende Umlaufgeschwindigkeit unterstellt. Steigt die Umlaufgeschwindigkeit von M3 wie in den Jahren 1991 und 1995 deutlich an und wird gleichzeitig beim angestrebten Geldmengenwachstum für das betreffende Jahr eine Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit angenommen, dann liegt eine beachtliche Fehlerquote vor, welche die Geldpolitik in die falsche Richtung lenkt.

Abbildung 13: Änderungsraten der Umlaufgeschwindigkeiten vom M1, M2 und M3 in Prozent (Umlaufgeschwindigkeit gemessen am NSP)



Die Instabilität der verschiedenen Umlaufgeschwindigkeiten hat vielfältige Ursachen. So können Zinssenkungen nicht ausreichend sein, um monetäre Aggregate zu erhöhen, da aufgrund pessimistischer Erwartungen selbst niedrige Zinsen nicht zur Kreditexpansion führen. Dieser Fall spiegelt sich in der japanischen Entwicklung während des letzten Jahrzehnts wider und zeigt die Machtlosigkeit von Zentralbanken an, eine Deflation erfolgreich zu bekämpfen, wenn die Erwartungen erst zerrüttet sind. Zinssatzveränderungen können auch falsche Impulse setzen. Erhöht die Zentralbank die kurzfristigen Zinssätze und sind sie dann höher als die langfristigen, so steigt das Publikum von langfristigen Geldanlagen auf kurzfristige Termineinlagen um, was die Geldmengen M2 und M3 erhöht. Je stärker die Zentralbank nun die Zinsen erhöht, um M2 oder M3 zu reduzieren, um so stärker steigen diese monetären Aggregate, ohne dass dadurch die inflationäre Gefahr tatsächlich erhöht würde. Schließlich wurde in der Bundesrepublik wiederholt beobachtet, dass massive spekulative Geldzuflüsse in Erwartung einer Aufwertung der D-Mark M2 und M3 erhöhten, da Spekulanten ihr Geld kurzfristig

”parken”. Erhöht die Zentralbank in einer solchen Situation aufgrund einer Geldmengenorientierung die Zinsen, dann zieht sie zusätzliche Kapitalimporte an.⁵³

Kurzum: Es war absehbar, dass das US-amerikanische Experiment der Geldmengensteuerung scheitern musste. Daher ging man anschließend in den USA mit Erfolg unter Paul Volcker und später unter seinem Nachfolger, Alan Greenspan, zu einer Geldpolitik über, die mehr oder weniger identisch ist mit der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB. Eine ganze Reihe von Zentralbanken bekennt sich heute bei ihrer geldpolitischen Strategie offen zu einem Inflationsziel, das keinen Platz mehr für eine Geldmengenregel hat.⁵⁴

Man darf davon ausgehen, dass die EZB ebenso wie die Deutsche Bundesbank diese Zusammenhänge kennt und auch das US-amerikanische Experiment zur Kenntnis genommen hat. Daher wird die erste Säule der geldpolitischen Strategie der EZB faktisch eine untergeordnete Rolle spielen und im Zweifel wird sie bereitwillig der zweiten Säule geopfert werden. Es scheint, dass die EZB die monetaristische Geldmengenregel als ideologisches Schild voranträgt, sich bei ihrer faktischen Geldpolitik jedoch nach der spezifischen Konstellation der Ökonomie richtet und dann eine ganze Palette von Indikatoren zu ihrer Entscheidung heranzieht. Somit dürfte die Hoffnung berechtigt sein, dass die EZB einer pragmatischen geldpolitischen Strategie folgen wird und das unbrauchbare Konzept einer Geldmengensteuerung bei ihrer faktischen Geldpolitik hinten anstellt. Folgerichtig hat die EZB in den Jahren 1999 und 2000 eine Überschreitung des Referenzwertes beim Geldmengenwachstum hingenommen. Statt der angestrebten Erhöhung von 4,5 Prozent stieg die Geldmenge M3 im Jahre 1999 durchschnittlich um 5,7 Prozent, und auch im Jahre 2000 wird der Referenzwert um rund ein Prozent überschritten werden.⁵⁵

Die EZB führt an diesem Punkt die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank fort. Zwar ging die Bundesbank 1974 zu einer Geldmengensteuerung über – experimentierte mit verschiedenen Aggregaten mit und ohne Korridor – und versuchte dann für lange Zeit bis zum Beginn der EWU das Aggregat M3 zu steuern. Insgesamt war ihr ein Erfolg in nur rund 50 Prozent der Fälle vergönnt. Dies lag einerseits daran, dass es der Bundesbank nicht gelang, über Zins-

⁵³ Sind die Umlaufgeschwindigkeiten von M1, M2 und M3 instabil, dann macht es auch keinen Sinn, die Zentralbankgeldmenge (Banknoten sowie Münzen und Sichteinlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank) zu steuern, da bei gesetzlichen Mindestreserveverpflichtungen die Sichteinlagen der Geschäftsbanken bei der Zentralbank die Passivstruktur der Bilanzen der Geschäftsbanken widerspiegeln.

⁵⁴ Zentralbanken mit einem direkten Inflationsziel finden sich unter anderem in Australien, Kanada, Finnland, Israel, Schweden, Großbritannien oder Neuseeland (vgl. Bernanke/Mishkin, 1997 und Duwendag u.a., 1999, S. 332).

⁵⁵ Vgl. European Central Bank, 1999, S. 11; Europäische Zentralbank, 2000c, S. 9f.

impulse die Aggregate innerhalb der geplanten Korridore zu halten und andererseits daran, dass die Geldmengenregel eine "conditional rule"⁵⁶ blieb, die im Zweifelsfall bereitwillig aufgegeben werden konnte. Letztlich folgte die Bundesbank trotz der offiziell propagierten Geldmengenregel faktisch einer diskretionären Geldpolitik.⁵⁷

Mit der Zwei-Säulen-Strategie der EZB wurde der Kritik an der Geldmengensteuerung in gewisser Weise Rechnung getragen, da nun auch andere, die Preisniveaustabilität beeinflussende Größen wie Tarifabschlüsse, Preise für Importgüter usw. beobachtet und ins Kalkül einbezogen werden. Bezeichnenderweise begründet die EZB ihre Strategie mit dem Hinweis, dass es "wichtig" sei, "sich nicht zu stark auf ein einziges Paradigma festzulegen, sondern einen offenen und flexiblen analytischen Ansatz zu verfolgen. Dies wurde bei der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, die der Geldmenge sowie einer breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität eine herausragende Rolle beimisst, gebührend berücksichtigt."⁵⁸ Insofern ist die Zwei-Säulen-Strategie eine Kompromissformel (bzw. ein vorläufiger "Waffenstillstand") zur Integration unterschiedlicher theoretischer und geldpolitischer Auffassungen.

Es wäre angebracht, dass sich die EZB gänzlich von einem Referenzwert für das Wachstum eines monetären Aggregats verabschiedet. Dies würde zur Klarheit der Strategie der EZB beitragen und dem Umstand Rechnung tragen, dass Geldmengensteuerungen in der Tradition der neoklassischen monetären Ökonomie theoretisch wie empirisch als überholt anzusehen sind. Dies würde auch den Zwang der EZB erhöhen, ihre aktuelle Einschätzung der wirtschaftspolitischen Situation und die Einbettung der geldpolitischen Strategie in diese Situation zu vermitteln. Die öffentliche Diskussion um die geldpolitische Strategie wird dann stimuliert. Eine intensiviertere Diskussion um die Geldpolitik schränkt die Unabhängigkeit der Zentralbank in keiner Weise ein, sondern verdeutlicht nur, dass auch Zentralbanken sich in ihren Aktionen im Rahmen eines öffentlichen Diskurses rechtfertigen sollten. In den USA ist ein solcher Diskurs im Vergleich zu Europa weitaus verbreiteter, was der Geldpolitik in den USA nicht geschadet hat. Allerdings sind auch für die EZB, wie im Kapitel 3.3 gezeigt wurde, Diskussionsforen vorgesehen. Man muss abwarten, ob diese Foren sinnvoll genutzt werden und ob die "strukturelle" Verschlussheit der EZB (vgl. Kapitel 4.4.1) aufgebrochen werden kann.

⁵⁶ Vgl. Issing, 1996.

⁵⁷ Vgl. Bernanke/Mishkin 1997, S. 103f.; sowie Spahn, 1988.

⁵⁸ Europäische Zentralbank, 2000, S. 45.

4.3 Die internationale Ausrichtung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank

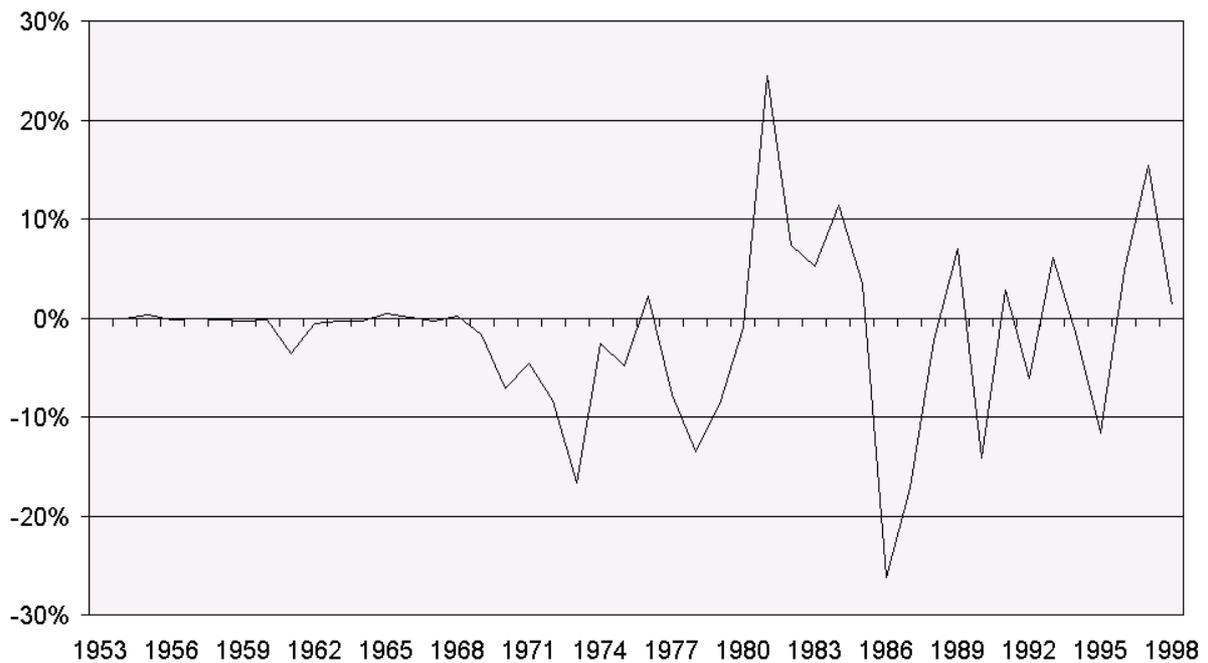
Die ersten beiden Jahrzehnte nach dem Zweiten Weltkrieg waren durch weltweit stabile Wechselkurse im Rahmen des Systems von Bretton Woods gekennzeichnet. Das System von Bretton Woods war ein System institutionell festgelegter Wechselkurse, die nur bei fundamentalen Ungleichgewichten mittels einer politisch abgestimmten Entscheidung, wie es hieß, geändert wurden. Seit der Krise des Systems von Bretton Woods ab Ende der sechziger Jahre und seinem endgültigen Zusammenbruch im Jahre 1973 herrschen zwischen den drei wichtigsten Währungen der Welt, dem US-Dollar, dem Yen und der D-Mark bzw. seit 1999 dem Euro, flexible Wechselkurse. Seit dieser Zeit kommt es zu periodischen massiven Verschiebungen der Wechselkurse (vgl. Abbildung 14). Von Ende der sechziger bis Ende der siebziger Jahre war der Dollar gegenüber dem Yen und der D-Mark schwach – in Abbildung 14 zeigt sich dies, indem der Wechselkurs von D-Mark und Yen fällt. Danach wertete der US-Dollar bis zum Jahre 1985 massiv auf, um danach erneut innerhalb kürzester Zeit gegenüber Yen und D-Mark seinen Wert fast zu halbieren. Auch in den neunziger Jahren blieben die Wechselkurse zwischen den drei wichtigsten Währungen der Welt instabil. So wertete der Euro nach seiner Einführung innerhalb von nicht ganz zwei Jahren um rund 25 Prozent ab.

Abbildung 14: Nominelle Wechselkurse von Yen und D-Mark (ab 1999 Euro) zum US-Dollar



Wie heftig die Wechselkursveränderungen zwischen US-Dollar und D-Mark bzw. ab 1999 Euro waren zeigt Abbildung 15. Jährliche Wechselkursveränderungen von bis zu 25 Prozent sind seit dem Übergang zu flexiblen Wechselkursen Anfang der siebziger Jahre keine Seltenheit.

Abbildung 15: Jährliche Wechselkursveränderungen zwischen US-Dollar und D-Mark



Quelle: Bundesbank in International Statistical Yearbook 2000

Heftige Wechselkursveränderungen innerhalb kurzer Zeit sind mit Schocks für das Preisniveau und die internationale Wettbewerbsfähigkeit verbunden. Wertet der Euro ab, dann ist aufgrund verteuerter Importpreise ein Preisniveauschub unvermeidlich, der immer die Gefahr beinhaltet, eine durch inländische Faktoren getragene Inflationsspirale anzustoßen. Ist dies der Fall, kann sich eine kumulative Abwertungs-Inflations-Spirale ergeben, die nur durch eine restriktive Geldpolitik gestoppt werden kann und die regelmäßig mit einer binnenwirtschaftlichen Krise einher geht. Massive Aufwertungen führen zwar zur Stabilisierung des Preisniveaus, sie können jedoch die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit zerstören und Länder in eine Konstellation von Leistungsbilanzdefiziten bringen, die langfristig destabilisierend wirken. Während einer Aufwertungsphase können die dem Weltmarkt ausgesetzten Branchen so unter Druck geraten, dass sie kräftig schrumpfen. Bei einer folgenden Abwertung müssen sie dann wieder aufgebaut werden – wenn dies überhaupt geht. Flexible Wechselkurse haben seit den siebziger Jahren das System relativer Preise in allen offenen Nationalökono-

mien permanent durcheinander gewirbelt und wurden zu einer Quelle permanenter Fehlallokation und Ressourcenverschwendung.⁵⁹

Noch heftiger als die destabilisierenden Wirkungen flexibler Wechselkurse auf Preisniveau, Produktion und Beschäftigung sind die Auswirkungen auf dem internationalen Vermögensmarkt.⁶⁰ Die Funktionsbedingungen eines internationalen Vermögensmarktes verlangen an sich feste Wechselkurse, da flexible zu erheblichen Störungen der internationalen Geldfunktionen führen. Internationale Kreditbeziehungen, die zwingend zumindest für einen der Vertragspartner ein Wechselkursrisiko beinhalten, werden durch flexible Kurse gestört. Wertet die Währung eines Schuldners ab, der sich in fremder Währung verschuldet hat, dann erhöht sich dessen Realschuld. Der Effekt ist vergleichbar mit einer Deflation im Innern. Die zerstörerische Kraft des wechselkursbedingten Realschuldeneffektes zeigte sich jüngst während der Asienkrise ab 1997. Sind Kredite in der Währung des Schuldners abgeschlossen, dann führt eine Abwertung der Schuldnerwährung zu Vermögensverlusten der Gläubiger. Die USA, die sich als einziges Land in fremder Währung verschulden können, exerzierten wiederholt vor, wie man Gläubigern durch Abwertungen des US-Dollar die Verlustkarte zuspielen kann.

Flexible Wechselkurse zwischen den wichtigen Reservewährungen der Welt sind identisch mit der Abwesenheit eines stabilen internationale Wertaufbewahrungsmittels. Vermögen wird durch Wechselkursveränderungen beständig neu bewertet. Da international agierende Unternehmen, Finanzinstitutionen und Haushalte dies wissen, müssen sie bei flexiblen Wechselkursen beständig auf der Hut sein, ihr Vermögen so anzulegen, dass sie keine Vermögensverluste erleiden. Entsprechend der Erwartungen in bezug auf Wechselkursveränderungen und Zinsatzdifferenzen zwischen Ländern strukturieren Wirtschaftssubjekte ihr internationales Portfolio beständig um. Das zentrale Problem dabei ist, dass diese Erwartungen und damit die Wechselkurse gerade nicht durch Fundamentalfaktoren geleitet werden, sondern Devisenmärkte, ganz ähnlich wie Aktienmärkte, ein stark spekulatives Moment und ein "Herdenverhalten" aufweisen. Dadurch sind auch fundamentale Veränderungen nicht auszuschließen. So besteht unter Ökonomen nunmehr eine große Einigkeit, dass die Kaufkraftparitätentheorie, welche die Wechselkursbewegung an den Inflationsratendifferenzen zwischen Ländern fest-

⁵⁹ Vgl. Obno, 1994.

⁶⁰ Vgl. Herr, 2000.

macht und das Herzstück der neoklassischen Wechselkursstheorie darstellt, unbrauchbar ist.⁶¹ Das Scheitern der Kaufkraftparitätentheorie ist wenig verwunderlich, da sie Wechselkursbewegungen an Gütermarktphänomenen festmacht und die Wirkungsweisen internationaler Vermögensmärkte ignoriert.⁶²

Feste nominelle Wechselkurse haben die zentrale Funktion, Erwartungen zu stabilisieren und das Niveau der Unsicherheit in der Ökonomie zu vermindern. Insofern ist die EWU ein wichtiges und richtiges Projekt, da sie für die an der EWU teilnehmenden Länder Wechselkursunsicherheiten beseitigt hat und für kleinere Länder eine Währung geschaffen hat, die als stabiler nomineller Anker benutzt werden kann. Weltweit wirkt die internationale Währungsarchitektur seit dem Zusammenbruch des Systems von Bretton Woods jedoch destabilisierend.

Ein entscheidender Fortschritt in Richtung Stabilität wäre es, wenn zwischen den zentralen Weltwährungen – US-Dollar, Yen und Euro – eine größere Stabilität geschaffen werden könnte. Da es im Vergleich zur Situation nach dem Zweiten Weltkrieg keine Hegemonialmacht mehr gibt, die aufgrund ihrer Dominanz und ihres Interesses ein stabiles Weltwährungssystem schafft, bleibt im Rahmen der gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Situation nur die Möglichkeit der Kooperation zwischen den zentralen Wirtschaftsblöcken. Dies würde bedeuten, dass die Geldpolitik zwischen der amerikanischen Federal Reserve, der Bank of Japan und der EZB abgestimmt wird. Zusätzlich wäre auch eine Abstimmung der Fiskalpolitik wünschenswert und notwendig. Für die Stabilität der internationalen Vermögensmärkte und der Weltwirtschaft wäre eine Rückkehr zu einem System fester Wechselkurse sicherlich am Günstigsten. Ein solches System, wenn es auch in Krisensituationen hart verteidigt wird, beinhaltet die Chance, dass es die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte ausreichend stabilisiert, um mit leichten Zinsimpulsen die internationalen Kapitalströme zu steuern. Weichere Kooperationsmodelle, etwa Wechselkurszielzonen, beinhalten das Problem, dass sie aufgrund geringerer Glaubwürdigkeit die Funktion der Stabilisierung der Erwartungen nur unvollkommen ausüben und zu Spekulationen einladen. Es spricht einiges dafür, dass es vor dem Hintergrund hoher Kapitalmobilität nur eine Option zur Überwindung des Systems flexibler Wechselkurse

⁶¹ So schreiben Krugman und Obstfeld: "How well does the PPP theory explain actual data on exchange rates and national price levels? A brief answer is that all versions of PPP theory do badly in explaining the facts. In particular, changes in national price levels often tell us little or nothing about exchange rate movements." (Krugman/Obstfeld, 2000, S. 406; vgl. auch Isard, 1995; PPP = purchasing power parity).

⁶² Shiller schreibt zwar über die Börse, jedoch lassen sich seine Argumente auf den Devisenmarkt übertragen (vgl. Shiller, 2000).

gibt: Wechselkurse müssen absolut fest sein.⁶³ Sollten die Kapitalströme auch unter einem System fester Wechselkurse ihre Instabilität nicht verlieren, dürfen Kapitalverkehrsregulierungen ebenfalls nicht unbedingt ein Tabu sein. Aus fiskalischen Gründen ist eine Devisenumsatzsteuer (Tobin-Steuer) zu begrüßen, jedoch ist eine solche Steuer nicht geeignet, Kapitalströme zu stabilisieren. Dazu sind gegebenenfalls härtere Maßnahmen notwendig, wobei vor allem Kapitalimportkontrollen eine wichtige Rolle übernehmen können.⁶⁴

Derzeit scheinen Schritte in Richtung festerer Wechselkurse zwischen den zentralen Währungen der Welt nicht sehr realistisch zu sein, was allerdings nichts an der Dysfunktionalität flexibler Wechselkurse ändert. Die Hindernisse für ein System fester Wechselkurse liegen darin, dass ein solches System seinen Preis hat. Denn in einem System fester Wechselkurse muss die Geldpolitik strikt wechselkursorientiert sein. Dies kann in bestimmten Situationen zur Einschränkung der nationalen geldpolitischen Souveränität führen, da die Verteidigung des Wechselkurses Priorität genießen muss. Jedoch sollte bedacht werden, dass ein System fester Wechselkurse die Funktionsfähigkeit der Weltwirtschaft insgesamt erhöht. Wichtiger freilich ist, dass in aller Regel die geldpolitische Souveränität auch bei flexiblen Wechselkursen eingeschränkt ist, sobald die eigene Währung Schwächetendenzen zeigt. So hat die EZB im Verlauf der Schwächephase des Euro ihren Hauptrefinanzierungssatz von 2,5 Prozent im April 1999 auf 4,75 Prozent im Oktober 2000 erhöht.⁶⁵ Diese nahezu Verdopplung des Refinanzierungszinssatzes ist eindeutig außenwirtschaftlich bedingt, da es keine ernsthaften binnenwirtschaftlich bedingten inflationären Gefahren gab. Es zeigt sich, dass selbst die EZB sich nicht von der Zinsentwicklung in den USA abkoppeln konnte, ohne den Euro noch weiter zu schwächen. Die EZB hat in ihrer geldpolitischen Strategie zwar kein Wechselkursziel genannt, jedoch sind alle Zentralbanken der Welt in Wahrheit gezwungen, den Wechselkurs bei ihrer Geldpolitik zu berücksichtigen. Denn bei Abwertungserwartungen kann es schnell zu destabilisierenden Kapitalexporten oder sogar -fluchten und damit unter Umständen massiven Abwertungen kommen, die dann die importierte Inflation erhöhen. Daher wirkte sich der schwache Euro auch indirekt auf die Inflationsrate im Eurowährungsraum aus.

Die EZB sollte bei ihrer geldpolitischen Strategie verdeutlichen, dass sie nicht von Wechselkursentwicklungen absehen kann, sondern dass sie für sie eine wichtige Rolle spielen. Wie will sie ansonsten erklären, warum sie in der zweiten Hälfte des Jahres 2000 zusammen mit

⁶³ Vgl. auch Eichengreen, 1999, S. 105.

⁶⁴ Vgl. Eichengreen, 1999.

⁶⁵ Vgl. Europäische Zentralbank 2000c, S. 8*.

anderen Zentralbanken auf den Devisenmärkten massiv intervenierte, um den Euro zu stützen? Die EZB sollte offen eine währungspolitische Kooperation anstreben, zumindest anbieten. Dies könnte einen Schritt in Richtung stabilerer Wechselkurse initiieren.

Das Haupthindernis für die Schaffung fester Wechselkurse dürfte jedoch die fehlende Bereitschaft zur Kooperation vor allem seitens der USA sein. Dies mag vielfältige politische Gründe haben, die hier nicht diskutiert werden können. Die geringe Kooperationsbereitschaft der USA hat jedoch auch einen ökonomischen Hintergrund. Da sich die USA bisher in eigener Währung verschulden können und Wechselkurssturbulenzen damit die amerikanischen Schuldner, die gegenüber dem Ausland verschuldet sind, nicht treffen, haben die USA ein geringeres ökonomisches Interesse an Wechselkursstabilität. Dies soll nicht heißen, dass nicht auch die USA unter Wechselkurssturbulenzen leiden können. So kamen sie Ende der siebziger Jahre in eine Abwertungs-Inflations-Spirale, die dann zur radikalen Kehrtwende in der Geldpolitik und einer tiefen Krise in den USA und der Weltwirtschaft insgesamt führte. Gleichwohl ist das Interesse der USA an kooperativen Beziehungen zur Zeit nicht stark ausgeprägt. Damit steht es nicht in der Macht der EZB, ein bestimmtes Währungsregime zu wählen.

Zwar legt auch der EG-Vertrag (vgl. oben) der EZB währungspolitische Fesseln an. So ist es ohne weiteres möglich, dass die an der EWU beteiligten Regierungen auch gegen den Willen der EZB ein System fester Wechselkurse zusammen mit den USA und Japan beschließen. Auch ohne die Schaffung eines formalen Festkurssystems hat der Rat der Finanzminister Einfluss auf die Wechselkurspolitik der EZB. Wie gezeigt wurde, legt der Artikel 109 des Maastrichter Vertrages fest, dass der Rat der Finanzminister auf Grundlage einer Empfehlung der EZB oder der Europäischen Kommission eine generelle Wechselkursorientierung aussprechen kann. Allerdings darf das Ziel der Preisniveaustabilität nicht verletzt werden. Unklar bleibt, was passiert, wenn es zwischen dem Rat der Finanzminister und der EZB zu Meinungsverschiedenheiten kommt, ob eine Wechselkursorientierung die Preisniveaustabilität gefährdet oder nicht. Auf alle Fälle gibt Artikel 109 den Finanzministern formal das Recht, auch unterhalb der Ebene eines Systems fester Wechselkurse mit anderen Ländern eine wechselkurspolitische Kooperationen anzustreben und umzusetzen. Immerhin könnte die EZB aber auf der Grundlage des Artikels 109 auch ihrerseits jederzeit aktiv werden und dem Rat der Finanzminister Vorschläge unterbreiten, welche die Stabilität der internationalen Finanz- und Währungsarchitektur erhöhen.

4.4 Institutionelle Schwächen der Europäischen Zentralbank

4.4.1 Transparenz, Offenheit und Rechenschaftspflicht

Die EZB schreibt völlig zurecht: "Alle Zentralbanken sind in einem bestimmten sozialen, politischen und institutionellen Umfeld tätig. In einem demokratischen Rahmen ist es unerlässlich, dass eine unabhängige Zentralbank offen, transparent und deutlich in bezug auf die Gründe für ihre Handlungen und rechenschaftspflichtig für ihre Leistungen ist."⁶⁶ Transparenz umfasst zwei Dimensionen und zwar

- erstens die Vermittlung der faktisch verfolgten Geldpolitik einer Zentralbank gegenüber dem Publikum und
- zweitens die Offenlegung und Verdeutlichung des Prozesses, der zu dieser oder jener Geldpolitik geführt hat.⁶⁷

Die EZB folgt im wesentlichen der Position der Deutschen Bundesbank, die allein die erste Dimension von Transparenz und Offenheit betonte und die zweite Dimension strikt ablehnte.

Dass der Prozess der Herausbildung einer spezifischen geldpolitischen Strategie – etwa ob in einer spezifischen historischen Situation der Zinssatz erhöht werden soll oder nicht – nicht offen gelegt werden soll, zeigt sich an folgenden Punkten:

- Die EZB gibt nicht bekannt, wie die Mitglieder im Zentralbankrat bei den regelmäßigen Sitzungen dieses Gremiums abgestimmt haben. In Pressemitteilungen wird der (wahrscheinlich fehlerhafte) Eindruck erweckt, dass Entscheidungen immer im Konsens und einstimmig fallen.
- Sie veröffentlicht keine Protokolle der Sitzungen des Zentralbankrates, welche die wichtigsten Kontroversen bezüglich der Festlegung der Geldpolitik verdeutlichen würden. Der Präsident der EZB, Willem F. Duisenberg, vermerkte fast flapsig, dass Protokolle nach 16 Jahren veröffentlicht werden könnten. Eine solche Haltung läuft faktisch auf eine Ablehnung der Veröffentlichung der Protokolle heraus.⁶⁸

⁶⁶ Europäische Zentralbank, 1999.

⁶⁷ So beispielsweise das Direktoriumsmitglied der EZB Issing: "The issue of accountability for the ECB's performance with respect to is clearly defined mandate need to be logically separated from concerns over the transparency of the policy-making *process* itself as opposed to the *outcomes* of this process." (Issing, 1999).

⁶⁸ Vgl. Buiter, 1999.

- Sie veröffentlicht keine Mitschriften der Sitzungen des Zentralbankrats, also keine genaue Wiedergabe jedes einzelnen Diskussionsbeitrags während der Sitzungen.
- Die Mitglieder des Zentralbankrates sind gezwungen, nach außen die Mehrheitsposition zu vertreten.
- Seit Dezember 2000 publiziert die EZB ihre Wachstums- und Inflationsprognose. Davor hielt sie selbst diese Informationen geheim.

Diese Verschlossenheit der EZB ist weder selbstverständlich noch bei anderen Zentralbanken üblich. So veröffentlicht das Federal Reserve Board in den USA das individuelle Abstimmungsverhalten der Mitglieder des Open Market Committee – das Organ, das dem Zentralbankrat entspricht – nach sechs bis sieben Wochen, ein Protokoll der Sitzungen mit der Zusammenfassung der verschiedenen Standpunkte wird schon nach einigen Tagen publiziert. Die genaue Mitschrift der Sitzungen wird nach fünf Jahren veröffentlicht. Die Bank von Japan veröffentlicht nach dem neuem japanischen Bankgesetz von 1998 nach etwa acht Wochen das individuelle Abstimmungsverhalten und die Protokolle der Sitzungen des Zentralbankrates. In Japan besteht zudem die Möglichkeit für die bei der Abstimmung unterlegenen Mitglieder, in einem Anhang zum Protokoll ihre Position zu verdeutlichen. Die Bank of England veröffentlicht, seit sie vom Parlament unabhängig ist, die individuellen Abstimmungen und Protokolle zwei Wochen nach den Sitzungen des Monetary Policy Committee.⁶⁹

Die EZB begründet ihre äußerst restriktive Informationspolitik und die Versuche, jegliche Diskussion um die Geldpolitik möglichst zu unterbinden, damit, dass von den nationalen Mitgliedern des Zentralbankrates der Druck seitens nationaler Interessengruppen einschließlich nationaler Regierungen gelindert und das Publikum nicht durch offene Diskussionen über die Geldpolitik verunsichert werden soll.

Überzeugen können die Argumente nicht. Nationale Regierungen und mächtige Lobbygruppen erfahren die Argumentationen und das Abstimmungsverhalten "ihrer" nationalen Vertreter im Zentralbankrat sowieso, da das Gremium einschließlich des gesamten Verwaltungsapparates zu groß ist, um keine Informationen durchsickern zu lassen. Auf Basis von Informationsvorsprüngen von spezifischen Gruppen und Gerüchten ist ein nationaler Vertreter im Zentralbankrat jedoch größerer Einflussnahme ausgesetzt als bei einer offenen Diskussion, bei der sich das Zentralbankratsmitglied offen gegen Druck zur Wehr setzen kann. Die lange Amtspe-

⁶⁹ Vgl. Buiters, 1999.

riode sowie das Verbot einer zweiten Amtsperiode sind zudem ausreichend, nationale Vertreter unabhängig agieren zu lassen.

Noch wichtiger ist, dass Geldpolitik in demokratischen Gesellschaften kein Bereich sein darf, der nicht öffentlich zu diskutieren ist. Gerade wenn die Zentralbank von der Regierung unabhängig sein soll ist es notwendig, dass ihre Strategien und Aktionen innerhalb und außerhalb der Zentralbank offen diskutiert werden und Mitglieder des Zentralbankrats individuell ihre Position verteidigen müssen – und dies nicht nur, aber auch vor den Interessengruppen der jeweils entsendenden Region. Die ehemalige Position der Bundesbank und der EZB muss als paternalistisch und einer demokratischen Gesellschaft unangemessen eingestuft werden.⁷⁰ Hinzu kommt, dass eine offene Diskussion über die Geldpolitik einschließlich verschiedener Positionen innerhalb des Zentralbankrates das Verständnis des Publikums über die Strategie der Geldpolitik erhöhen kann. Zukünftige Optionen und Szenarien der Geldpolitik werden transparenter. Dadurch werden Unsicherheiten über die zukünftige Geldpolitik nicht erhöht, sondern reduziert. Zudem trennt sich bei den Mitgliedern des Zentralbankrates Streu vom Weizen, denn es wird öffentlich, welche Mitglieder des Zentralbankrates in ihrer Beurteilung der spezifischen historischen Lage richtig lagen und welche nicht. Natürlich können auch Minderheiten richtig liegen. Wenn dann noch die Minderheiten die Mehrheitsentscheidungen nach außen vertreten müssen, als seien es ihre eigenen, dann bleiben Transparenz und Prüfung auf der Strecke.

4.4.2 Die Rolle der EZB als Lender of Last Resort

Der Bankakt von 1844 ... statt also die Krisen zu beseitigen steigert er sie vielmehr bis auf den Punkt, wo entweder die ganze industrielle Welt in die Brüche gehn muß oder der Bankakt.

(F. Engels)

Moderne Zentralbanken, wie sie seit 1844 existieren, müssen die Funktion des Lender of Last Resort übernehmen, da nur sie aufgrund des Monopols der Notenausgabe als einzige Institution unbegrenzt Liquidität schaffen können. Dies bedeutet, dass Zentralbanken nicht nur im Allgemeinen, sondern auch bei Finanzkrisen ausreichend Liquidität zur Verfügung stellen

⁷⁰ Sehr schön bringt dies Buiter, ehemaliges Mitglied im Monetary Policy Committee der Bank of England, zum Ausdruck: "One cannot have this paternalistic approach to economic policy making in a contemporary democratic society. Mr. Duisenberg's accountability model which suggests that as long as daddy brings home the bacon, mummy and the children ought not ask where he got it, is not viable as a modern model for the relationship between the citizen and the state." (Buiter, 1999, S.6).

müssen, um das Finanzsystem und damit “die ganze industrielle Welt” funktionsfähig zu halten. Inflationär wirkt eine auch massive Geldschöpfung der Zentralbank bei Liquiditätsproblemen von Banken nicht, da nach der Überwindung der Krise das Geld wieder an die Zentralbank zurückfließt und vernichtet wird. Die Funktion einer Zentralbank als Lender of Last Resort wird bei systemischen Finanzkrisen relevant, also nicht beim Zusammenbruch eines einzelnen Finanzinstituts, das schlecht gewirtschaftet hat. Zentralbanken haben im Prinzip durchaus Mittel, sich gegen eine zu risikoreiche Kreditvergabe einzelner Banken zu wehren, also dem sogenannten Moral-Hazard-Problem entgegenzuwirken. Sie können sie Pleite gehen lassen. Müssen sie sie aber im Interesse der Stabilität des gesamten Finanzsystems stützen, so können sie die Geschäftsbanken durch hohe Zinssätze bestrafen und so deren Gewinne (empfindlich) reduzieren. Buitter hat sogar vorgeschlagen, überschuldete Banken notfalls kurzfristig durch die Zentralbank zu übernehmen, das Management ohne ”goldenen Handschlag” zu entlassen und die Bank wieder zu privatisieren.⁷¹

In den gesetzlichen Grundlagen der EWU taucht der Begriff des Lender of Last Resort nicht auf.⁷² Auch ist es fraglich, ob die EZB intern institutionelle Regelungen und Instrumente entwickelt hat, um im Falle einer systemischen Finanzkrise die Funktion als Lender of Last Resort effizient ausüben zu können. Neben Willem Buitter sah auch der Internationale Währungsfonds die Gefahr einer ungenügenden Vorbereitung der EZB für den Fall einer systemischen Finanzkrise.⁷³ Es wäre wünschenswert, wenn die EZB ihre diesbezügliche Strategie offen legen würde.

⁷¹ Vgl. Buitter, 1999.

⁷² Vgl. Buitter, 1999.

⁷³ Vgl. IMF, 1998b.

5 Grenzen der Geldpolitik und Notwendigkeit weiterer Integrationsschritte

5.1 Europa als unfertiges Haus

Im Maastrichter Abkommen ist zwar das Projekt der Währungsunion am weitesten konkretisiert und nun auch umgesetzt worden, jedoch sah der Vertrag eine weitere Integration auch auf anderen Gebieten vor. Es ist verwunderlich und bedenklich, dass mit der Schaffung eines einheitlichen europäischen Geldes nicht eine neue Welle der Europabegeisterung entstanden ist, die einen massiven Schub für weitere europäische Integrationsschritte ausgelöst hat. Zwar zeigt die Entwicklung seit dem Zweiten Weltkrieg, dass Integrationsschritte in Europa immer erst auf ökonomischem Gebiet vorangetrieben wurden und politische Integrationsschritte dann folgten. Zweifelsfrei wird die Existenz des Euro den Druck in Richtung einer weiteren Integration in Europa erhöhen. Es kann sich jedoch eine ökonomisch wie politisch instabile Konstellation ergeben, wenn notwendige Integrationsschritte aufgrund politischer Blockaden nicht oder zu spät realisiert werden können.

Mit der Schaffung des Euro haben die an der EWU teilnehmenden Länder einen relevanten Teil nationalstaatlicher Politik auf eine supranationale Ebene übertragen. Geldpolitik wird somit zentral entschieden. Zwar stellt Geldpolitik den Kern der Makropolitik dar, jedoch ist Geldpolitik nicht "omnipotent". Sie muss vielmehr durch andere Makropolitiken unterstützt und ergänzt werden, um eine stabile makroökonomische Entwicklung garantieren zu können. Geldpolitik kann zwar inflationäre Entwicklungen erfolgreich bekämpfen, da Zinssatzerhöhungen früher oder später immer eine Konjunktur abwürgen und zu geringer Nachfrage, Produktion und Beschäftigung führen, sie kann jedoch bei der Setzung expansiver Impulse versagen. Ein neueres Beispiel für diesen Fall ist Japan in den neunziger Jahren. Selbst Zinssätze von nahe Null konnten Japan nicht aus der Stagnation herausführen.

Insbesondere versagt Geldpolitik bei folgenden drei Problemen:

- Geldpolitik kann Nachfrage und Produktion nicht erhöhen und damit einem Schrumpfungsprozess der Ökonomie nicht entgegenwirken, wenn Investoren und Konsumenten beispielsweise aufgrund zerrütteter Zukunftserwartungen ihre Ausgaben nicht erhöhen. Dies führt zur Notwendigkeit einer aktiven Fiskalpolitik in einer solchen Situation.
- Geldpolitik kann einen Deflationsprozess, der die Realschulden der Unternehmen und anderer Schuldner erhöht und insofern äußerst zerstörerisch wirkt, nicht stoppen, wenn sich das Geldlohniveau aufgrund von Lohnabschlüssen unterhalb des Produktivitätsfort-

schrittes senkt und die Nachfrage auf den Gütermärkten zu gering ist. Dies führt zur Notwendigkeit einer spezifischen Lohn- und Fiskalpolitik.

- Geldpolitik ist untauglich, Regionalprobleme zu lösen, da sie in einem Währungsraum nur einen einheitlichen Zinssatz setzen kann. Daher kann Geldpolitik keine Rücksicht auf spezielle regionale Gegebenheiten nehmen. Es ist einer der Nachteile einer Währungsunion, dass Wechselkursanpassungen und nationale Zinspolitiken zur Lösung von Regionalproblemen definitionsgemäß ausgeschlossen sind. Dies führt uns wiederum zur Notwendigkeit einer spezifischen Lohn- und regional orientierten Fiskalpolitik.

Aus den Grenzen der Geldpolitik ergibt sich auch, dass sie keinen hohen Beschäftigungsstand garantieren kann. Ist sie aufgrund einer produktivitätsorientierten Lohnpolitik von der Aufgabe der Inflationsbekämpfung entlastet, kann sie die Voraussetzung für hohe Beschäftigung schaffen, mehr jedoch nicht. Das Problem ist, dass erst das Zusammenspiel von Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik einschließlich funktionaler staatlicher, institutioneller, sozialer und politischer Rahmensetzungen zu hoher Beschäftigung führt. Wir gehen davon aus, dass in Europa noch eine Reihe von Reformen auf verschiedensten Ebenen notwendig sind, um den Rahmen für einen anhaltenden Abbau von Arbeitslosigkeit zu setzen.

Im Folgenden sollen fiskal- und lohnpolitische Probleme der EWU in knapper Form diskutiert werden, um zu verdeutlichen, wohin der weitere Weg führen muss.

5.2 Fiskalpolitische Probleme

Der außenwirtschaftliche Spielraum für Fiskalpolitik erhöht sich, wenn die Außenverflechtung eines Wirtschaftsraumes mit einer gemeinsamen Währung geringer wird. Erstens sinkt dann der "Versickerungseffekt" expansiver fiskalischer Impulse. So macht es beispielsweise für kleine Länder wenig Sinn, mit expansiven fiskalischen Impulsen eine konjunkturelle Schwäche bekämpfen zu wollen, wenn aufgrund der hohen Außenhandelsverflechtung ein Großteil der geschaffenen Nachfrage über Importe im Ausland wirksam wird.⁷⁴ Für den Währungsraum des Euro liegt die Summe aus Exporten plus Importen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bei etwas über 10 Prozent. Der Euro-Währungsraum ist damit ähnlich offen wie

⁷⁴ Der Gütermarktmultiplikator, der bei unausgelasteten Kapazitäten und reinen Mengeneffekten die Beziehung zwischen einem autonomen Nachfrageimpuls und der Erhöhung des Volkseinkommens angibt, beträgt $1/(1-c+b)$ mit c als marginaler Konsumneigung und b als marginaler Importneigung (vgl. Heine/Herr, 2000, S. 624ff). Bei einer marginalen Konsumneigung von 0,8 und einer marginalen Importneigung von 0,5 beträgt der Multiplikator rund 1,4; sinkt die marginale Importneigung auf 10 Prozent, dann steigt der Multiplikator auf rund 3,3.

die USA. Zweitens kann Fiskalpolitik über Vertrauens- und/oder Zinseffekte unerwünschte internationale Kapitalbewegungen und Wechselkursveränderungen auslösen. Bei einem großen Währungsraum sind unter ansonsten gleichen Bedingungen solche Störungen geringer als bei einem kleinen Währungsraum. Durch die Schaffung der EWU hat sich somit der fiskalpolitische Spielraum in Europa erhöht.

Allerdings fehlen Institutionen, die eine ökonomisch funktionale Fiskalpolitik auf europäischer Ebene organisieren könnten. So gibt es kein europäisches Wirtschaftsministerium, das analog zu Wirtschaftsministerien auf nationalstaatlicher Ebene die Macht hätte, expansive oder kontraktive europäische Fiskalpolitik durchzuführen. Obwohl der Euro-Währungsraum in etwa dem US-amerikanischen entspricht, gibt es hier kein auch nur in Ansätzen mit dem US-amerikanischen Bundesstaat vergleichbares fiskalisches Zentrum.⁷⁵ Statt einer europäischen Institution, die fiskalpolitische Verantwortung übernimmt, wurde das institutionelle Vakuum durch den sogenannten "Stabilitäts- und Wachstumspakt" gefüllt. Derartige "Hilfskonstruktionen" führen allerdings zu wenig optimalen Strukturen.⁷⁶

Das fiskalpolitische Vakuum der EWU birgt unter anderem das Risiko, dass die Mitgliedsländer der EWU zukünftig ein ausgesprochen prozyklisches Verhalten praktizieren. Ein solches Verhalten ist durchaus rational, da die positiven Wirkungen einer antizyklischen Politik um so eher für die eigene Region verpuffen, je kleiner sie ist. Antizyklische Fiskalpolitik bedarf daher eines Agenten, der entgegen der Logik kleinerer ökonomischer Einheiten in konjunkturellen Boomphasen mit relativ geringen Ausgabensteigerungen und/oder hohen Steuereinnahmen Budgetüberschüsse schafft und in konjunkturellen Krisenphasen Budgetdefizite zur Konjunkturstabilisierung hinnimmt. Die Erfahrung in den USA zeigt, dass selbst große Staaten innerhalb eines gemeinsamen Währungsraums keine antizyklische Wirtschaftspolitik verfolgen. Auch in der Bundesrepublik Deutschland kann beobachtet werden, dass die Bundesländer und Gemeinden wenig gewillt sind, antizyklisch zu agieren.

Die Bereitschaft der Mitgliedsländer der EWU zu antizyklischem Handeln wird durch die Schaffung der EWU abnehmen. Gleichzeitig ist auf zentraler Ebene der EWU-Staaten keine Institution vorhanden, die fiskalisch erfolgversprechend handeln könnte. Daher ist erstens zu befürchten, dass Europa zukünftig stärkere konjunkturelle Schwankungen aufweist als in der Vergangenheit. Zweitens besteht die Gefahr, dass in einer schweren Wirtschaftskrise, die auch

⁷⁵ Vgl. Eichengreen, 1990.

⁷⁶ Vgl. Heine, Herr, 1999a.

für Europa nicht prinzipiell ausgeschlossen werden kann, keine ausreichend aktive Fiskalpolitik betrieben wird und eine Koordination der Fiskalpolitik zu langsam und schwerfällig ist – wenn sie überhaupt gelingt.

Es ließe sich an zahlreichen weiteren Beispielen zeigen, dass im Grunde schnelle Schritte unternommen werden müssten, um in Richtung der "Vereinigten Staaten von Europa" voran zu kommen. Im ersten Schritt wäre die europäische Zentralebene zu stärken, etwa indem die EU eigene Steuern auf Kosten der nationalstaatlichen Ebene erhebt und sich bei konjunkturellem Bedarf auch verschulden kann. Diese Mittel könnten vorrangig für den Ausbau von wirtschaftsnaher Infrastruktur innerhalb und zwischen den Mitgliedsländern sowie nach Mittel- und Osteuropa eingesetzt werden.

Eine solche Orientierung setzt eine Weiterentwicklung des institutionellen Gefüges voraus. So muss die Kompetenz des Europäischen Parlaments ohne Zweifel gestärkt werden. Erforderlich wäre auch, dass der Europäische Wirtschaftsrat schrittweise zu einem europäischen Wirtschafts- und Finanzministerium ausgebaut wird.

5.3 Lohnpolitische Probleme

Bekanntlich sind die einzelnen Mitgliedsländer der EWU unter ökonomischen Aspekten sehr unterschiedlich entwickelt. Die Unterschiede betreffen beispielsweise die Pro-Kopf-Einkommen, das Niveau der Arbeitsproduktivität, die Abhängigkeiten vom Export oder die Wirtschaftsstrukturen. Aber auch die kulturellen Normen, gesetzlichen Regelungen und arbeitsrechtlichen Beziehungen unterscheiden sich zum Teil erheblich voneinander. Jedes der Euroländer ist durch eine spezifische Struktur der Gewerkschaften, der Arbeitgeberverbände und des Lohnbildungsmechanismus gekennzeichnet. Als Folge dieser Differenzen existieren für die einzelnen Länder unterschiedliche Möglichkeiten, die Lohnentwicklung in eine bestimmte Richtung zu orientieren und mit veränderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und besonderen Herausforderungen umzugehen. Ein Problem für die Euroländer ergibt sich insbesondere dadurch, dass es zwar jeweils national etablierte Lohnbildungsmechanismen und Arbeitsmarktinstitutionen gibt, auf europäischer Ebene solche Institutionen jedoch fehlen. Die Gefahren dieses institutionellen Vakuums sollen in diesem Abschnitt diskutiert werden.

Außenwirtschaft konstituiert sich über nationale Währungen und Wechselkurse. Innerhalb eines einheitlichen Währungsraums existieren keine außenwirtschaftlichen Beziehungen. Seit der Einführung des Euro gibt es im ökonomischen Sinn innerhalb der EWU keine National-

staaten mehr, sondern nur noch Regionen eines gemeinsamen Währungsraumes. Aus diesem Grunde gewinnt in Europa die Regionalpolitik eine zentrale Bedeutung. Der Übergang von Nationalstaaten zu Regionen hat, was zu erwarten war, dazu geführt, dass die Bedeutung der Lohnpolitik für die wirtschaftliche Entwicklung in den verschiedenen Regionen ins Zentrum des Interesses gerückt ist. Zum einen wird befürchtet, dass die Gewerkschaften in Ländern mit Entwicklungsrückständen gegenüber den Hochlohnregionen der EWU dazu übergehen könnten, für eine rasche überregionale Lohnangleichung zu sorgen.⁷⁷ Gelingt dies nicht, so erwarten viele Beobachter wachsende Migrationsprozesse. Zum anderen wird gefordert, dass die Lohnpolitik flexibler wird und faktisch die ehemalige Rolle des Wechselkurses übernimmt: Immer dann, wenn die regionale wirtschaftliche Entwicklung, beispielsweise gemessen an Wachstumsraten des Sozialprodukts oder Arbeitsmarktdaten, relativ ungünstig verläuft, soll eine entsprechend disziplinierte Lohnpolitik – analog zu einer Abwertung – die regionale Wettbewerbsfähigkeit erhöhen.⁷⁸ Sehen wir uns die Argumente genauer an. Dabei werden wir uns im Folgenden auf die Entwicklung des Lohnniveaus konzentrieren und andere Aspekte (Lohnstruktur, Arbeitsmarktpolitik etc.) nicht berücksichtigen. Es geht uns – wie gesagt – darum, exemplarisch die Gefahren einer unzureichenden Integration zu verdeutlichen.

Die Befürchtung, dass in der gegenwärtigen Situation hoher Arbeitslosigkeit in Europa Gewerkschaften in ökonomisch relativ schwach entwickelten Volkswirtschaften die Einführung des Euro generell nützen könnten, um eine aggressive Lohnpolitik zu betreiben, ist wenig plausibel. Denn implizit wird bei diesem Argument die Verhaltenshypothese unterstellt, dass die Gewerkschaften vor der Einführung des Euro nichts von Einkommensunterschieden in Europa gewusst haben. Für eine solche Annahme spricht freilich nichts. Natürlich weiß die überwältigende Mehrzahl der Iren und Portugiesen seit Jahren, dass in ihren Ländern weniger verdient wird als etwa in Deutschland oder Schweden. Um dies zu erfahren, bedurfte es ganz gewiss nicht der Einführung des Euro. Trotz des Wissens um Reallohnunterschiede innerhalb Europas hielten sich in der Vergangenheit die Migrationsprozesse aus Gebieten mit niedrigen Reallöhnen in Gebiete mit hohen Reallöhnen in engen Grenzen. Sprachbarrieren und kulturelle Normen führen in den Mitgliedsländern der EU offenbar zu geringerer Mobilität als etwa in den USA. Es deutet nichts darauf hin, dass sich die Migration in die reichen Regionen Europas mit der Einführung des Euro plötzlich erhöht.

⁷⁷ Vgl. IMF, 1998a, S. 98.

⁷⁸ Vgl. IMF, 1998a, S. 96.

Betrachtet man die nominelle Lohnentwicklung in den EU-Ländern, ist während des letzten Jahrzehnts ein Prozess der Angleichung erkennbar. Dies zeigt sich daran, dass die Steigerungsraten der Stundenlöhne in jeweils nationaler Währung bei den EU-Mitgliedsländern in den neunziger Jahren im Vergleich zu den achtziger Jahren deutlich enger an die Produktivitätsentwicklung angepasst wurden und folglich die Spanne zwischen Ländern mit hohen und jenen mit niedrigen nominalen Lohnabschlüssen erheblich geringer geworden ist.⁷⁹ Bei der nominellen Lohnentwicklung sind somit erhebliche Veränderungen möglich. Auch nominelle Lohnsenkungen können zukünftig in den Euroländern nicht prinzipiell ausgeschlossen werden. Dies gilt um so mehr, als in faktisch allen Ländern des EWS spätestens seit dem Beginn der achtziger Jahre eine Trendwende eingesetzt hat. Seither liegen die Produktivitätsfortschritte oberhalb der Reallohnsteigerungen.⁸⁰ In einigen Ländern wurden sogar tarifpolitische Vereinbarungen mit dem Ziel getroffen, die Nominallohnsteigerungen unterhalb jener in den Wettbewerbsländern zu halten. Vor diesem Hintergrund haben sich die Gefahren einer deflationären Entwicklung eher verstärkt.

Lohnsenkungswettläufen würden ernsthafte ökonomische Probleme erzeugen, was freilich von neoklassisch geprägten Autoren bestritten wird. Für sie bestimmt das Niveau der Reallohnsätze die Beschäftigungsmenge. Führt ein Lohnsenkungswettlauf in Europa zu einem sinkenden Reallohniveau, dann entspricht dies nach neoklassischer Ansicht einem gewünschten Marktergebnis, das zu einer Ausdehnung des Arbeitseinsatzes führt. Werden Produktivitätsentwicklungen berücksichtigt, dann steigt die Beschäftigung, wenn reale Lohnerhöhungen die Produktivitätsfortschritte nicht ausschöpfen. Allerdings lässt sich diese Beziehung zwischen Reallohnsenkung und Beschäftigungserhöhung weder theoretisch⁸¹ noch empirisch begründen.⁸² Für keynesianisch orientierte Autoren bestimmt die Lohnhöhe nicht die Beschäftigungsmenge, sondern – wie gezeigt wurde – das Preisniveau. Positive Beschäftigungseffekte von Lohnsenkungen existieren nicht im keynesianischen Paradigma.

Vor diesem Hintergrund wird auch verständlich, warum die deutlich niedrigeren Nominallohnabschlüsse in den EU-Mitgliedsländern in den 90er Jahren im Vergleich zu den 80er Jahren zu erheblich niedrigeren Inflationsraten in Europa geführt haben, jedoch das Problem einer

⁷⁹ Vgl. IMF, 1998a, S. 184.

⁸⁰ Vgl. DIW, 1997a.

⁸¹ Das neoklassische Modell, das seine entwickelte Fassung in der walrasianischen Allgemeinen Gleichgewichtstheorie besitzt, kann zwischen Reallohnveränderung und Beschäftigungsentwicklung keinen eindeutigen Zusammenhang ableiten (vgl. Heine/ Herr 2000, Kap. 3.3.).

⁸² Vgl. Flassbeck, 1998.

steigenden Arbeitslosenquote nicht lösen konnten. Lagen die Preissteigerungsraten zwischen 1980 und 1989 in der EU insgesamt noch bei mehr als sieben Prozent, so sanken sie im Durchschnitt der neunziger Jahre auf gut drei Prozent. Wenig überraschend konnte die Arbeitslosigkeit durch die Lohnzurückhaltung nicht gesenkt werden. Sie stieg in den betrachteten Zeiträumen von 9,3 Prozent auf 10,2 Prozent.⁸³ Außerdem zeigt sich, dass Gewerkschaften auf die Reallohnentwicklung keinen Einfluss haben, da sie von der Preisniveaumentwicklung abhängt und insofern ein Marktergebnis ist. Selbst wenn die Tarifparteien wollten, könnten sie eine Reallohnsenkung nicht garantieren.

Sofern Länder versuchen, mit Hilfe der Lohnpolitik Beschäftigungspolitik zu betreiben, müssen sie auf eine Exportsteigerung setzen. Einigten sich in der Vergangenheit beispielsweise in Deutschland die Tarifparteien auf niedrigere Tarifabschlüsse in Relation zur Produktivitätsentwicklung als jene in Wettbewerbsländern, so kam es hierzulande zu geringeren Preissteigerungsraten als dort. Dies entspricht im übrigen auch dem empirischen Verlauf der siebziger und achtziger Jahre. In den neunziger Jahren lagen Nominallohn- und Preisniveaumentwicklung in Deutschland eher im Mittelfeld aller entwickelten Volkswirtschaften.⁸⁴ Vergleichsweise niedrigere Inflationsraten bei unveränderten nominellen Wechselkursen führen zu einer realen Abwertung, die die internationale Wettbewerbsfähigkeit erhöht und zu Leistungsbilanzüberschüssen führt. Allerdings führt eine solche Entwicklung in der Regel zu Aufwertungstendenzen, wie die Beispiele der Bundesrepublik Deutschland und Japan vor allem für den Zeitraum von Anfang der sechziger bis Ende der achtziger Jahre zeigen. Eine im internationalen Vergleich niedrige Inflationsrate und Leistungsbilanzüberschüsse regen in aller Regel Kapitalimporte an, die die inländische Währung aufwerten und/oder zu massiven Devisenmarktinterventionen der inländischen Zentralbanken zwingen, die wiederum die inländische Geldmenge erhöhen und nicht unbegrenzt durchgeführt werden können. Eine erzwungene Aufwertung kann dann die Effekte der Lohnzurückhaltung zunichte machen und im Zweifelsfall sogar überkompensieren. Insbesondere die Bundesrepublik Deutschland hat in der Vergangenheit wiederholt "Aufwertungskrisen" erlebt – beispielsweise Anfang der sechziger, Ende der siebziger oder Anfang der neunziger Jahre –, die die inländische Beschäftigung empfindlich trafen.

⁸³ Vgl. IMF, 1998, S. 175 u. 183.

⁸⁴ Vgl. IMF1998, S. 183.

Dieser Aufwertungseffekt fällt aufgrund der Existenz des Euro innerhalb der Teilnehmerländer der EWU selbstverständlich weg. Wäre es dann nicht eine rationale Strategie, gerade in der gegenwärtigen Situation hoher Arbeitslosigkeit in Europa durch nominelle Lohnsenkungen in einer Region – freilich auf Kosten anderer – Entlastungen auf dem Arbeitsmarkt erzielen zu wollen? Wir gehen – wie gesagt – davon aus, dass eine solche Lohnfindungslogik nicht auszuschließen ist. Durchaus denkbar ist folgendes Szenario: Selbst die großen Ökonomien können sich untereinander nicht auf eine abgestimmte Lohnpolitik einigen, und jedes Land (jede Region) versucht, seine Arbeitsmarktprobleme mit einer Politik der Lohnsenkung zu lösen. Sofern ein Land mit einer solchen Politik startet, werden die anderen gezwungen sein, nachzuziehen. Denn es ist völlig unwahrscheinlich, dass die negativ betroffenen Länder gleichsam die Hände in den Schoß legen und steigenden Arbeitslosenzahlen im eigenen Land tatenlos zusehen werden. Ein allseits betriebenes Lohndumping wird aber nicht zu mehr Beschäftigung, sondern zu einem sinkenden Preisniveau, also zur Deflation führen.

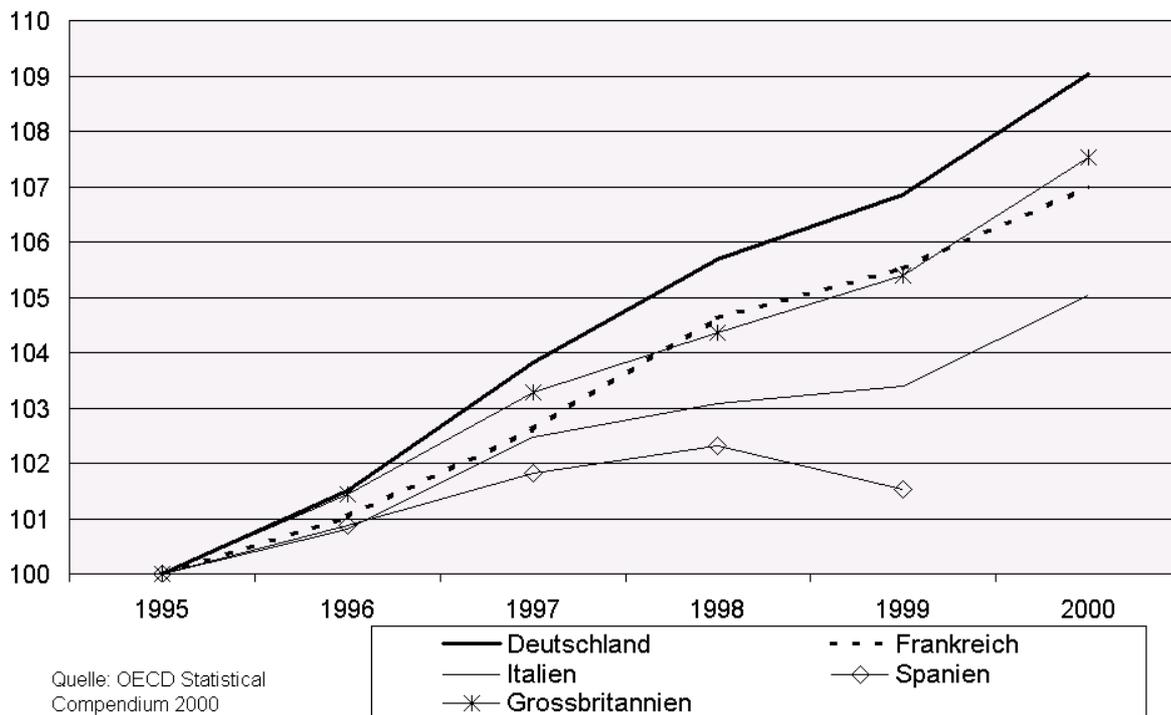
Eine solche Entwicklung wäre aus mehreren Gründen verhängnisvoll. Erstens führt ein sinkendes Preisniveau zu verstärkter Geldhaltung, da Käufe morgen günstiger sind als Käufe heute. Im Ergebnis ist mit einer rückläufigen Nachfrage zu rechnen. Zweitens erwarten die Unternehmen bei sinkenden Preisen und damit Umsätzen künftig eine niedrigere Verzinsungsrate ihres eingesetzten Kapitals. Zur Investitions lähmung führt Deflation auch, weil Unternehmen damit rechnen müssen, dass Investoren später langlebige Investitionsgüter billiger einkaufen können und damit Wettbewerbsvorteile haben. Drittens bewirkt eine Deflation eine Erhöhung der Realschulden von Unternehmen, privaten und öffentlichen Haushalten. Viertens schließlich führen sinkende Preise dazu, dass die Abschreibungen nicht erwirtschaftet werden können, so dass sich die Verschuldungsproblematik auch aus diesem Grund zuspitzt.⁸⁵ Es besteht dann die große Gefahr von massenhaften ökonomischen Zusammenbrüchen von Schuldnern und von systemischen Finanzkrisen, die die Kohärenz einer Kreditökonomie zerstören.⁸⁶

⁸⁵ Der von neoklassischen Autoren betonte Realkasseneffekt, der bei Deflationen zur Nachfragestimulierung führt, kann als vernachlässigbar gelten. Zur Analyse von Deflationen vgl. Heine/Herr, 2000, Kap. 4.5.

⁸⁶ Bei einer regional nicht abgestimmten Lohnpolitik kann es auch zu Lohnerhöhungswettläufen kommen, die zu einer Lohn-Preis-Spirale führen. In der gegenwärtigen Situation hoher Arbeitslosigkeit ist die Gefahr des gegenseitigen regionalen Hochschaukelns von Löhnen jedoch gering. Dies schließt jedoch nicht aus, dass es in anderen historischen Situationen zu einer solchen Entwicklung in Europa kommen kann. Auch in diesem Fall sind die Institutionen in Europa, die einer dysfunktionalen Lohnentwicklung entgegenwirken könnten, ungenügend ausgebaut.

Wie lassen sich diese Risiken minimieren? Denkbar wären zum einen Tarifabschlüsse, die in allen Teilnehmerländern Gültigkeit haben. Eine solche Übereinkunft ist freilich mehr als unwahrscheinlich, da es sowohl an den rechtlichen und organisatorischen Strukturen als auch am politischen Willen hierzu fehlt. Dann bleibt eine Lohnpolitik nach dem Muster der Lohnfindung in der Bundesrepublik Deutschland. Eine bedeutende Branche eines großen Mitgliedslandes geht voran und setzt durch die Tarifvereinbarung die Norm. An dieser Norm orientieren sich dann möglichst alle, vor allem aber die großen Teilnehmerländer. Natürlich ist denkbar, dass von dieser Norm begründet abgewichen wird. So wird, dies zeigen die Erfahrungen der Vergangenheit, die Produktivitätsentwicklung zwischen den einzelnen Ländern voneinander abweichen (vgl. Abbildung 16) und eine regional differenzierte Lohnentwicklung notwendig machen. Denkbar sind auch exogene Schocks, von denen einige Länder stärker betroffen werden als andere. Wichtig ist, dass die Abweichungen begründet sind und nicht im Interesse eines Lohndumpings eingeführt werden.

Abbildung 16: Produktivitätsentwicklung in ausgewählten Ländern



Orientierungsmaßstab kann die gesamtgesellschaftliche Produktivitätsentwicklung sein, da sie ein stabiles Preisniveau garantiert. Natürlich werden einzelne Branchen so mit Nominallohnerhöhungen konfrontiert, die oberhalb der Produktivitätsfortschritte liegen. Bei anderen ist es umgekehrt. Dies wird zu Veränderungen der relativen Preise führen, das Preisniveau selbst

aber stabil halten. Eine branchenorientierte produktivitätsorientierte Lohnpolitik würde Beschäftigte in Bereichen, in denen Produktivitätsfortschritte objektiv nur sehr schwer zu realisieren sind, von der allgemeinen Einkommensentwicklung abkoppeln, ohne dass dies zu erkennbaren ökonomischen Vorteilen führen würde. Sofern sich die Tarifparteien allerdings in einigen Ländern an Branchenentwicklungen orientieren sollten, würde dies zu Wettbewerbsverzerrungen gegenüber jenen Ländern führen, die sich an der gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsentwicklung orientieren. Auch hier zeigt sich die Notwendigkeit einer zumindest faktischen tarifpolitischen Kooperation zwischen den Mitgliedsländern.

Die beiden Beispiele aus der Fiskal- und Lohnpolitik zeigen, wie bedeutungsvoll – neben einer funktionalen Geldpolitik durch die EZB – der Aufbau von Institutionen und Kooperationsformen auf zentraler europäischer Ebene für die weitere Entwicklung ist. Bleiben die Politikformen nationalstaatlich dergestalt ausgerichtet, dass die gänzlich neuen ökonomischen Rahmenbedingungen nicht oder nicht hinreichend zur Kenntnis genommen werden, dann sind ökonomische Fehlentwicklungen mehr als wahrscheinlich.

Literaturliste

- Bagehot, W. (1962), *Lombard Street – A Description of the Money Market*, Homewood.
- Bernanke, B.S., Mishkin, S. (1997), *Inflation Targeting. A New Framework for Monetary Policy?*, National Bureau of Economic Research, 5893.
- Bernholz, P. (1998), *Die Bundesbank und die Währungsintegration in Europa*. In: *Deutsche Bundesbank (Hrsg.), Fünfzig Jahre Deutsche Mark. Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München.
- Bofinger P. u.a. (1996), *Geldpolitik. Ziele, Institutionen, Strategien und Instrumente*, München.
- Bryant, R.C. (1983), *Controlling Money: The Federal Reserve and its Critics*, The Brookings Institution, Washington, DC.
- Buiter, W.H. (1999), *Alice in Euroland, March 17*, revision of a *Journal of Common Market Studies Annual Lecture*, given on the 15th December 1998 at the South Bank University.
- Deutsche Bundesbank (1998), *Monatsbericht*, Mai 1998.
- DIW (Deutsches Institut für Wirtschaft) (1997), *Wochenbericht 17/97*.
- DIW (Deutsches Institut für Wirtschaft) (1997a), *Rahmenbedingungen für den Arbeitsmarkt in einer erfolgreichen Wirtschafts- und Währungsunion der EU-Mitgliedsstaaten*, Berlin.
- Duwendag D. u.a. (1999), *Geldtheorie und Geldpolitik in Europa. Eine problemorientierte Einführung mit einem Kompendium monetärer Fachbegriffe*, Berlin u.a. 1999 (5. Auflage).
- Eichengreen, B. (1999), *Towards a New International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington, DC.
- Eichengreen, B. (1990): *One Money for Europe? Lessons from the US Currency Union*, in: *Economic Policy*, April 1990.
- Europäische Zentralbank (1999), *Monatsbericht Januar 1999*.
- Europäische Zentralbank (2000), *Monatsbericht Juli 2000*.
- Europäische Zentralbank (2000a), *Monatsbericht Oktober 2000*.
- Europäische Zentralbank (2000b), *Monatsbericht November 2000*.
- Europäische Zentralbank (2000c), *Monatsbericht Dezember 2000*.
- European Central Bank (1999), *Annual Report*.
- Fisher, I. (1922), *Die Kaufkraft des Geldes*, Berlin u.a.
- Flassbeck, H., Spieker, F. (2000), *Reallohn und Arbeitslosigkeit: Es gibt keine Wahl – Die neoklassische Wahlthese erweist sich beim Vergleich der USA mit Europa als falsch*. In: *WSI-Mitteilung*, Heft 11.
- Flassbeck, H. (1998), *Reallöhne und Arbeitslosigkeit. Eine einfache empirische Widerlegung der neoklassischen Beschäftigungstheorie*. In: *WSI-Mitteilungen*, Heft 4/1998.
- Friedman, M. (1976), *Die optimale Geldmenge und andere Essays*, Frankfurt a.M.

- Görgens E. u.a. (1999), Europäische Geldpolitik, Düsseldorf 1999.
- Grass, R.-D., Stützel, W. (1988), Volkswirtschaftslehre, 2. Auflage, München.
- Heine, M., Herr, H. (1992), Der esoterische und der exoterische Charakter der Marxschen Geldtheorie – eine Kritik. In: A. Schikora, u.a., (Hrsg.), Politische Ökonomie im Wandel. Festschrift für Klaus Peter Kisker, Marburg.
- Heine, M., Herr, H. (1994), Binnen- und außenwirtschaftliche Koordinationsprobleme nach der deutschen Vereinigung. In: WSI-Mitteilungen, Heft 1/1994.
- Heine, M., Herr, H. (1999), Die beschäftigungspolitischen Konsequenzen von "Rot-Grün". In: Prokla 116.
- Heine, M., Herr, H. (1999a), Verdrängte Risiken der Euro-Einführung. In: WSI-Mitteilungen, Heft 8/1999.
- Heine, M., Herr, H. (2000), Volkswirtschaftslehre. Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie, 2. Auflage, München, Wien.
- Herr, H. (1992), Geld, Währungswettbewerb und Währungssysteme. Theoretische und historische Analyse der internationalen Geldwirtschaft, Frankfurt, New York.
- Herr, H. (2000), Finanzkrisen und die Architektur des internationalen Währungs- und Finanzsystems. In: D. Boris, u.a., (Hrsg.), Finanzkrisen im Übergang zum 21. Jahrhundert, Marburg 2000, S. 219-362.
- IMF (International Monetary Fund) (1998), Statistical Appendix, World Economic Outlook, October 1998, Washington, D.L.
- IMF (International Monetary Fund) (1998a), World Economic Outlook, October 1998, Washington, D.L.
- IMF (International Monetary Fund) (1998b), International Capital Markets, IMF Annual Report, September 1998.
- Isard, P. (1995), Exchange Rate Economics, Cambridge.
- Issing, O. (1996), Is Monetary Targeting in Germany Still Adequate? In: H. Siebert (ed.), Monetary Policy in an Integrated World Economy, Tübingen.
- Issing, O. (1999), The Euro – Four Weeks After the Start. Speech delivered to the European-Atlantic Group, House of Commons, London, 28 January 1999.
- Keynes, J.M. (1931), Vom Gelde (A Treatise on Money), Berlin.
- Keynes, J.M. (1936), Allgemeine Theorie der Beschäftigung des Zinses und des Geldes, Berlin.
- Keynes, J.M. (1937), The "Ex-Ante" Theory of the Rate of Interest. In: The Economic Journal, Vol. 47.
- Krugman, P., Obstfeld, M. (2000), International Economics. Theory and Policy, 5th edition, Reading.
- Lucas, R.E. (1981), Studies in Business Cycle, London.
- Marx, K. (1890), Das Kapital, Band 1. In: Marx-Engels-Werke, Bd. 23, Berlin o. J.
- Marx, K. (1894), Das Kapital, Band 3. In: Marx-Engels-Werke, Bd. 25, Berlin o. J.

- Obno, K. (1994), The Case for a New System. In: Bretton Woods Commission, Bretton Woods: Looking to the Future, Commission Report, Staff Review, Background Papers, Washington, DC, S.C 5 - C 12.
- Riese, H. (1986), Theorie der Inflation, Tübingen.
- Schumpeter, J.A. (1926), Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung, 2. Auflage, München und Leipzig.
- Shiller, R. (2000), Irrationaler Überschwang. Warum eine lange Baisse an der Börse unvermeidlich ist, Frankfurt a. M., New York.
- Spahn, H.-P. (1988), Bundesbank und Wirtschaftskrise. Geldpolitik, gesamtwirtschaftliche Finanzierung und Vermögensakkumulation der Unternehmen 1970 - 1987, Regensburg.
- Wagner, V.A. (1937), Geschichte der Kredittheorien, Wien.