

Geldpolitik in Europa vor dem Hintergrund der Euro-Schwäche

Michael Heine
Hansjörg Herr

Die wirtschaftliche Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland verläuft nach wie vor unbefriedigend: Das nur mäßige Wirtschaftswachstum reicht keinesfalls aus, um für durchgreifende Entlastungen auf dem Arbeitsmarkt zu sorgen. Für diese Entwicklung werden von Wirtschaftswissenschaftlern, die der Mainstreamökonomie kritisch gegenüberstehen, vor allem die zu zaghafte anti-zyklische Fiskalpolitik der Bundesregierung und die zu restriktive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) verantwortlich gemacht. Der zweite Aspekt wird in diesem Beitrag behandelt. Tatsächlich sind inflationäre Gefahren nicht erkennbar, so dass die EZB unter diesem Gesichtspunkt risikofrei ihre Refinanzierungszinssätze senken und der Konjunktur einen wichtigen Impuls geben könnte. Warum also verweigert sie sich einer expansiven Geldpolitik? Obwohl die Geldpolitik der EZB auf einer zweifelhaften theoretischen Grundlage basiert, liegt hier nicht der zentrale Grund für die zu restriktive Geldpolitik. Plausibler, so die zentrale These dieses Beitrags, erscheint es, in der Angst der Eurobanker vor einer weiteren Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar die Ursache für ihre geldpolitischen Entscheidungen zu sehen.

1 Problemlage

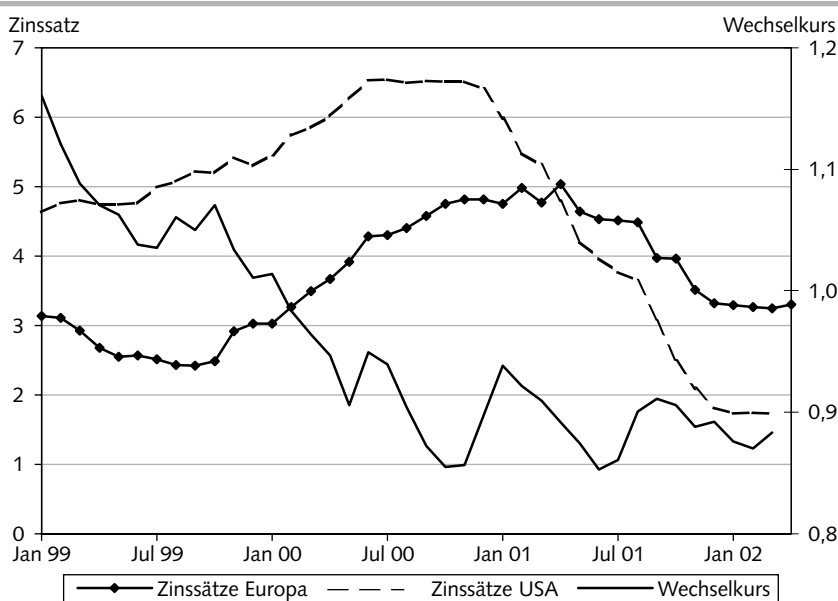
Die Einführung des Euro im Jahre 1999 und des Bargeldes Anfang 2002 ging ohne größere technische Probleme vonstatten. Jedoch sollte dieser Erfolg nicht über die außenwirtschaftlichen Probleme der neuen europäischen Währung hinwegtäuschen. Gegenüber dem US-Dollar – dem Haupt-

konkurrenten des Euro bei der Übernahme internationaler Geldfunktionen – verlor die europäische Währung während der ersten 18 Monate rund 30 % ihres Wertes, um dann mit einigen Schwankungen auf einem niedrigen Niveau zu verharren (Abbildung 1). Diese Entwicklung ist nicht primär in einer außerordentlich stabilen Lage der amerikanischen Ökonomie zu suchen, die bei der Analyse von Fundamentaldaten ein durchaus widersprüchliches Bild aufweist (Evans/Heine/Herr 2001).

Die Schwäche des Euro scheint in Europa selbst zu liegen.

Die EZB kann bei ihren geldpolitischen Entscheidungen die Euro-Schwäche nicht ignorieren, da alle Zentralbanken auf den externen Wert ihrer Währung achten müssen, auch wenn die geldpolitischen Spielräume unterschiedlich groß sind. Gleichwohl behauptet die EZB in offiziellen Verlautbarungen, bei ihrer Geldpolitik nicht auf den Wechselkurs zu achten. Vielmehr folge sie einer Zwei-Säulen-Strategie, die sie sich selbst gegeben hat. Im ersten Kapitel werden wir herausarbeiten, dass diese Strategie nicht überzeugen kann. Das zweite Kapitel beschäftigt sich mit der Reaktion der EZB auf den schwachen Euro, denn wir glauben zeigen zu können, dass sich die Geldpolitik der EZB mit dem „Primat externer Stabilisierung“ (Riese 1986) plausibel erklären lässt. Das dritte Kapitel geht der Frage der internen institutionellen Ausgestaltungen der EZB nach, und zeigt, dass die EZB eine wenig transparente und offene Politik verfolgt.

Abb. 1: Geldmarktzinssätze in der EWU und in den USA sowie Wechselkurs Euro zu US-Dollar



Quelle: Zeitreiheninformationen der Europäischen Zentralbank und der Federal Reserve Bank of St. Louis

WSI Hans Bockler
Stiftung

Dr. Michael Heine ist Professor an der Technischen Universität Berlin.

Arbeitsschwerpunkte: Währungs- und Makroökonomie, Regionalökonomie.
e-mail: heine@gp.tu-berlin.de

Dr. Hansjörg Herr ist Professor an der Fachhochschule für Wirtschaft Berlin.

Arbeitsschwerpunkte: Währungs- und Makroökonomie, Entwicklungs- und Transformationstheorie.
e-mail: Hansherr@fhw-berlin.de

2

Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB

Bei ihren geldpolitischen Entscheidungen lässt sich die EZB von einer sogenannten Zwei-Säulen-Strategie leiten. „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.“ (EZB 1999, S. 39). Diese *erste Säule* findet bei der EZB Niederschlag in einem Referenzwert für die angestrebte Wachstumsrate der Geldmenge M3 von jährlich 4,5 %. Dieser Wert ergibt sich aus der Zielinflationsrate (von der EZB zwischen 0 % und 2 % angesetzt), zuzüglich des Zuwachses des Produktionspotenzials (von der EZB mit + 2,0 % bis 2,5 % geschätzt) und abzüglich der Veränderungsrate der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (mit -0,5 % bis -1,0 % von der EZB geschätzt). Erwähnenswert ist, dass dem Referenzwert jeweils die restriktivsten Schätzungen zugrunde gelegt wurden. Bei einer „expansiven“ Deutung hätte sich ein Referenzwert von 5,5 % ergeben.

Die EZB folgt bei der ersten Säule der Geldpolitik den geldpolitischen Vorstellungen von *Milton Friedman*, der vorschlug, ein monetäres Aggregat mit einer konstanten jährlichen Wachstumsrate wachsen zu lassen (Friedman 1976, S. 155). Auch die EZB argumentiert eindeutig monetaristisch, wenn sie „der Geldmenge eine herausragende Rolle zu(weist); darin spiegelt sich wider, dass die Inflation im mittel- bis längerfristigen Bereich grundsätzlich monetären Ursprungs ist“ (EZB 2001b, S. 12). Die EZB postuliert monetaristische Ideen noch strikter als ehemals die Deutsche Bundesbank, die auf Basis diskretionärer Entscheidungen jedes Jahr den Korridor des Geldmengenwachstums neu festsetzte.

Das Geldmengenkonzept der EZB kann nicht überzeugen. Insbesondere bleibt unklar, wie eine Zentralbank die Geldmenge exogen festlegen können soll, wenn sie doch von der Geldnachfrage privater Wirtschaftssubjekte abhängig ist (vgl. hierzu ausführlich Heine/Herr 2001b). Aber auch jenseits solcher fundamentaler Einwände bleibt eine Politik der Geldmengenorientierung äußerst problematisch. So bleibt die Schätzung des Wachstums des

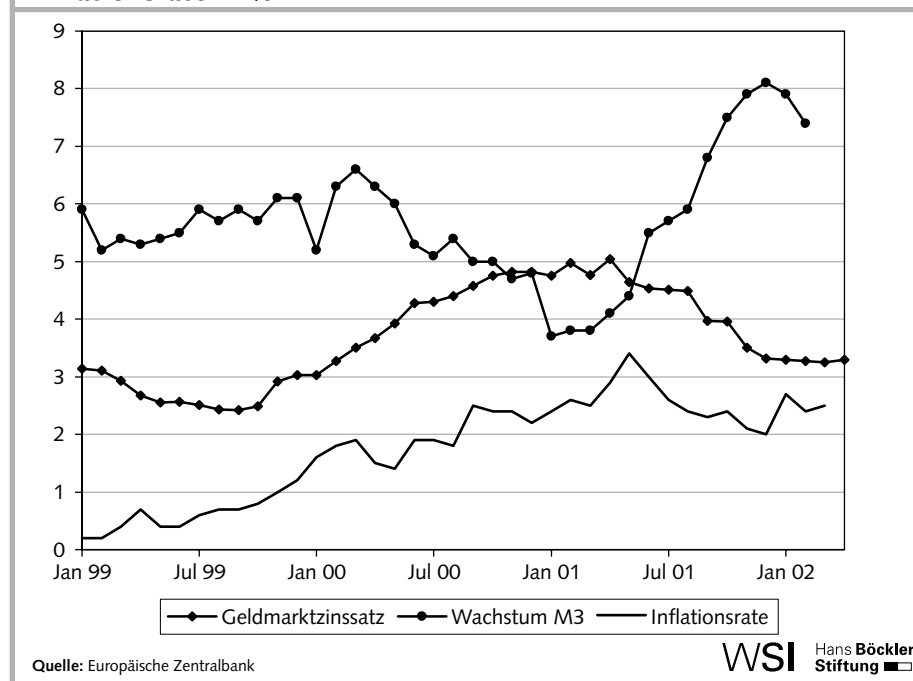
Produktionspotenzials, das sich offensichtlich unabhängig von der Geldpolitik ergeben soll (und damit die langfristige Neutralität des Geldes unterstellt), methodisch fragwürdig. Aus der Sicht des keynesianischen Paradigmas gibt es kein von der Geldsphäre unabhängiges Wachstum. Die analytische Trennung der Ökonomie in eine Real- und eine Geldsphäre widerspricht dem keynesianischen Ansatz einer monetären Produktionsökonomie, welche die Dichotomie in Real- und Geldsphäre überwinden will (Heine/Herr 2000, Kap. 4 sowie 2001a). Abgesehen davon gibt es keine eindeutige physische Produktionsgrenze, so dass letztlich unbekannt ist, ob die europäische Ökonomie jährlich potenziell um 2 % oder 4 % wachsen kann. Auch die EZB ist der Auffassung, „dass die Unsicherheiten, mit denen die Schätzungen über die mittelfristige Entwicklung des Produktionspotenzials im Euroraum behaftet sind, zugenommen“ haben (EZB 2001b, S. 109), was sie allerdings nicht davon abhält, das Produktionspotenzial in die erste Säule ihrer Geldpolitik zu integrieren.

Die monetaristische Geldmengenregel und damit auch die erste Säule der Geldpolitik der EZB beruht auf der Annahme, dass zwischen einem monetären Aggregat – die EZB hat das breite Aggregat M3 gewählt – und der Preisniveaumentwicklung eine stabile Beziehung existiert. Dies ist zunächst eine empirische Frage. Die Antwort ist ein-

deutig: Eine stabile Beziehung, die für die Geldpolitik nutzbar wäre, lässt sich auch seit der Einführung des Euro nicht feststellen. Die Wachstumsrate der Geldmenge M3 lag ab Anfang 1999 über dem Referenzwert von 4,5 % und näherte sich diesem Mitte 2000 an. Während dieses Zeitraums stieg die Inflationsrate beginnend bei nahe Null bis etwa Mitte 2001 auf über 2 %, was nach der Entwicklung der Geldmenge nicht erwartet werden konnte (*Abbildung 2*). Die Beziehung zwischen Geldmenge und Inflationsrate lief ab dem zweiten Halbjahr 2002 gänzlich aus dem Ruder. Das Geldmengenwachstum explodierte auf 8 % bei gleichzeitig fallender Inflationsrate.

Verwunderlich ist das Scheitern der Geldmengensteuerung nicht, da ein Aggregat wie M3 analytisch Geldangebot und Geldnachfrage vermischt. M3 umfasst nicht nur Bargeld, das in der Tat nur von der Zentralbank geschaffen werden kann, sondern befremdlicherweise auch Sichtdepositen, Termineinlagen oder kurzfristige Geldmarktpapiere. Die Entwicklung der letzteren Größen ist aber Ausdruck des Portfolioverhaltens des Publikums und somit nachfragebestimmt. Das starke Anwachsen der Geldmenge ab der zweiten Jahreshälfte 2001 liegt dann auch am Portfolioverhalten des Publikums. Denn angesichts der hohen Volatilität auf den Aktienmärkten, des Endes des Aktienbooms und der hereinbrechenden konjunkturel-

Abb. 2: Geldmarktzinssatz der EZB, Änderungsrate von M3 und Inflationsrate in %



len Krise wechselte das Publikum von langfristigen Anlagen in kurzfristige, mit dem Resultat des Anstiegs von M3 (vgl. dazu die richtige Analyse der EZB, 2001b, S. 8). Solche periodischen, durch Unsicherheiten und veränderte Erwartungen ausgelöste Wechsel in der Fristenstruktur von Anlagen wurden von *Keynes* (1930 und 1936) ausführlich beschrieben und auch von *Leijonhufvud* (1973) gegenüber dem IS-LM-Modell mit seinem Rumpfvermögensmarkt mit ausschließlich festverzinslichen Wertpapieren und Geld geltend gemacht (Herr 2001).

In vielen Ländern wurde die Geldmengensteuerung aufgegeben, da es der Geldpolitik nicht gelang, irgendein monetäres Aggregat zu finden, das eine stabile Beziehung zur Preisniveauentwicklung aufweisen konnte. Dazu kommt, dass es für eine Zentralbank äußerst schwierig ist, ihr gewähltes Geldmengenziel zu realisieren. Hierin spiegelt sich ihre Abhängigkeit von der Geldnachfrage wider. So verfehlte die Bundesbank in etwa 50 % der Fälle ihr selbst definiertes jährliches Geldmengenziel. Daher verfolgt die Bank of England, gemeinsam mit vielen anderen Zentralbanken, ein direktes Preisniveauziel (Bernanke/Mishkin 1997; Vickers 1999). Auch das Federal Reserve System in den USA hat von einer Geldmengensteuerung Abstand genommen (Friedman 1996; Muchlinski 2001).

Man kann nur begrüßen, dass sich die EZB in ihrer faktischen Geldpolitik nicht an die erste Säule ihrer geldpolitischen Strategie gehalten hat. Als das Wachstum von M3 sich ab dem zweiten Quartal 2000 dem Referenzwert allmählich näherte, erhöhte sie trotzdem kontinuierlich den Zinssatz, während sie ab Mitte 2001 den gewaltigen Anstieg von M3 mit Zinssatzsenkungen beantwortete (*Abbildung 2*).

Betrachten wir die *zweite Säule* der Geldpolitik. Hier greift die EZB 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, verschiedene Messgrößen für die reale Wirtschaftstätigkeit, fiskalpolitische Indikatoren, Preis- und Kostenindizes sowie Branchen- und Verbraucherumfragen.“ (EZB 1999, S. 55) Auch sollen Inflationsprognosen von internationalen Orga-

nisationen zur Beurteilung der wirtschaftspolitischen Konstellation herangezogen werden. Bei dieser zweiten Säule der Geldpolitik fehlt jegliche Regelbindung in Form einer festgelegten Wachstumsrate eines monetären Aggregats. Vielmehr dominiert diskretionäres Herangehen, da Geldpolitik auf Grundlage einer breiten Analyse der aktuellen wirtschaftlichen Situation des Währungsgebietes definiert wird und folglich jeweils geändert werden muss, wenn sich der Datenkranz merklich ändert.

Einer solchen Ausgestaltung der Geldpolitik ist im Grundsatz zuzustimmen. Allerdings gibt es verschiedene Punkte, die uns bei der EZB diskussionswürdig erscheinen. „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr.“ (EZB 1999, S. 51) Zwar schließt die Definition von Preisniveaustabilität eine Deflation aus, jedoch wird eine Inflationsrate von Null noch als hinnehmbar angenommen. Da Deflationen äußerst negative Auswirkungen auf die ökonomische Entwicklung haben, indem sie insbesondere die Realschulden der Unternehmen und des Staates erhöhen und zugleich die Investitions- und Konsumnachfrage drosseln, ist es gefährlich, beim offiziellen Preisniveauziel bis an die Grenze einer Inflationsrate von Null zu gehen. Hinzu kommt, dass die Geldpolitik bei der Bekämpfung von Deflationen stumpf ist (Heine/Herr 2000, Kap. 4). Aus diesem Grunde sind die geldpolitischen Vorgaben beispielsweise in Großbritannien funktionaler, da dort 1998 ein Inflationsziel von 2,5 % festgelegt wurde, bei dessen Verfehlung von mehr als einem Prozent der Präsident der Bank of England dem Finanzminister öffentlich die Abweichung begründen muss. Zugleich hat er Aktionen zur Korrektur vorzuschlagen (Vickers 1999, S. 5). Inflationsraten von unter 1,5 % müssen somit von der Bank of England aktiv bekämpft werden, während sich die EZB bei solchen Inflationsraten in einer optimalen Lage wähnt.

Eine obere Grenze der Inflationsrate von 2 % erscheint als sehr niedrig. Zwar muss die Inflationsrate nur mittelfristig unter 2 % liegen (EZB 1999, S. 51), jedoch setzt sich die EZB bei Inflationsraten, die über der gesetzten Grenze liegen, selbst unter Druck, Maßnahmen einzuleiten, welche die wirtschaftliche Entwicklung abkühlen. Es kann kein Zweifel bestehen, dass eine Zentralbank eine sich aufbauende

Lohn-Preis-Spirale, die den Kern kumulativer Inflationen in entwickelten Ökonomien darstellt (Keynes 1930; Heine/Herr 2000; Riese 2001), bekämpfen muss. Es gibt jedoch auch Inflationsprozesse, die auf Sonderfaktoren zurückzuführen sind, und die von Zentralbanken toleriert werden sollten. So war der Anstieg der Inflationsrate im Euroraum auf über 2 % ab Mitte 2000 unter anderem dem sprunghaften Anstieg des Ölpreises und der Lebensmittelpreise (vor dem Hintergrund der BSE-Krise) geschuldet und zeigte kein grundlegendes Inflationsproblem an (EZB 2001 a). Wichtiger als solche Sonderfaktoren ist freilich, dass typischerweise starke investitionsgetragene konjunkturelle Aufschwünge mit einer Überschussnachfrage und folglich mit einer temporären Erhöhung der Inflationsrate verbunden sind. Sobald die Investitionen kapazitätswirksam werden, erweitert sich das Angebot und die konjunkturelle Nachfrageinflation baut sich ab. Solange keine Lohn-Preis-Spirale angeschoben wird, ist es funktional, solche wachstumsbedingten temporären Erhöhungen des Preisniveaus hinzunehmen. Schon die Deutsche Bundesbank hatte die Tendenz, Aufschwünge zu früh abzuwürgen, und die EZB scheint in die Fußstapfen der Bundesbank zu treten. Diese Form der Geldpolitik wurde bereits von *Keynes* scharf kritisiert: „Eine Erhöhung des Zinsfußes als ein Heilmittel für den Zustand, der sich aus einer verlängerten Periode abnormal beträchtlicher Neuinvestition ergibt, gehört zu den Heilmitteln, welche die Krankheit heilen, indem sie den Patienten töten.“ Das Resultat einer solchen dysfunktionalen Politik sind dann eine permanente Halbstockung und Wachstums- und Beschäftigungsverluste. Es wäre wünschenswert, wenn die EZB bei ihrem Preisniveauziel den Korridor nach oben verschieben und verbreitern würde, indem sie beispielsweise eine Zielinflationsrate zwischen 1,5 % und 4 % anstrebt. Bedenkenswert wäre auch die Übernahme des Modells der Bank of England mit einer Zielinflationsrate von 2,5 %. Es könnte auch der US-Zentralbank gefolgt werden, die sich nur auf Preisniveaustabilität verpflichtet, jedoch kein numerisches Inflationsziel nennt.

3

Die wechsellkursorientierte Geldpolitik der EZB

Bei der zweiten Säule der Geldpolitik taucht auch der Wechselkurs als ein Indikator unter vielen auf. Wir bezweifeln diese „beiläufige“ Bedeutung des Wechselkurses. Zentralbanken müssen die externe Stabilität ihres Geldes immer besonders im Auge behalten. Denn der Wechselkurs drückt aus, ob der inländische Vermögensmarkt stabil ist bzw. ob Wirtschaftssubjekte in ausreichendem Umfang geneigt sind, Vermögen in inländischem Geld zu halten.

Unsere These lautet, dass die EZB eine wechsellkursorientierte Geldpolitik betrieben hat und betreiben musste, wobei über Spielräume der Geldpolitik im Einzelnen immer gestritten werden kann. Denn Abwertungsprozesse können auch bei bedeutenden Währungen zu drastischen Veränderungen von Erwartungen führen, die schließlich in einen kumulativen Fall der Währung einmünden können. Da das Vermögen vor allem international agierender Wirtschaftssubjekte durch Wechselkursveränderungen ständig neu bewertet wird, müssen sie bedacht sein, ihr Vermögen so anzulegen, dass sie keine Vermögensverluste erleiden. Daher führen Erwartungsveränderungen zu Portfolioumstrukturierungen. Diese Veränderungen müssen sich keinesfalls an Fundamentalfaktoren orientieren, wie nicht zuletzt die Krise in Südostasien in der zweiten Hälfte des letzten Jahrzehnts gezeigt hat. Daher erscheinen Ideen, wonach die Wechselkursentwicklung beispielsweise den Inflations- oder Wachstumsdifferenzen folgen würden, als wenig überzeugend. Hinzu kommt, dass starke Abwertungen zu einem Preisniveauschub führen, der die inländische Wohlfahrt und die Reallöhne so stark senkt, dass eine Erhöhung der Nominallohne nur sehr schwer zu verhindern ist. Eine solche Abwertungs-Lohn-Preis-Spirale zerstört das Vertrauen in die zukünftige Stabilität einer Währung.

Insbesondere unter den Bedingungen flexibler Wechselkurse sind Geldvermögensbesitzer gut beraten, ihr Geld in Währungen anzulegen, die nicht nur eine hohe Verzinsung in inländischer Währung erwarten lassen, sondern auch als sicher eingeschätzt werden können. Der Sicherheitsaspekt umfasst zwei Elemente. Erstens

muss sich ein Vermögensbesitzer Erwartungen darüber bilden, wie stark die Auf- oder Abwertung einer Währung sein mag. Zweitens wird ein Vermögensbesitzer selbst bei gleichen Abwertungserwartungen und Verzinsungen von zwei Währungen die Vermögenshaltung in den entsprechenden Währungen in Form einer Währungsprämie unterschiedlich bewerten. Diese Prämie spiegelt die Wertschätzung einer jeweiligen Währung wider, die durch Faktoren wie die internationale Anerkennung einer Währung, die politische Stabilität eines Landes, die Bewertung der national verfolgten Geld- und Wirtschaftspolitik etc. geprägt wird.

Im Rahmen des keynesianischen Ansatzes kann über Erwartungen allgemein wenig ausgesagt werden. Sie können nur im Rahmen eines spezifischen historischen Kontextes erklärt werden und unterliegen folglich zum Teil heftigen Veränderungen (Palley 1996, Kap. 6; Herr 2001). „Objektive“ Indikatoren – beispielsweise Leistungsbilanzsalden, BIP-Wachstumsraten oder Inflationsratendifferenzen – erzeugen in unterschiedlichen historischen Phasen und für unterschiedliche Länder unterschiedliche Erwartungen. Bei der Währungsprämie und den Wechselkurerwartungen spielen auch institutionelle und politische Faktoren eine wichtige Rolle.

Vor diesem Hintergrund musste die Abwertung des Euro nach seiner Einführung Anfang 1999 für die EZB höchst beunruhigend sein. Ein schwacher Euro und steigende Zinssätze in den USA, die ihren überschäumenden Boom abbremsen wollten, ließen der EZB kaum eine andere Wahl, als die Zinssatzdifferenz zu den USA nicht noch anwachsen zu lassen (*Abbildung 1*). So wenig diese Zinspolitik in die konjunkturelle Landschaft passte, so verständlich ist gleichwohl die Angst der Eurobanker vor einer Flucht aus dem Euro. Es ist schwer vorstellbar, dass eine stabilitätsorientierte Zentralbank in einer Situation der Währungsschwäche die Zinssatzdifferenz zur Leitwährung anwachsen lässt. Zu hoch sind in einer solchen Situation die Risiken, dass eine kumulative Abwertung eingeleitet wird.

Die EZB folgte dann den Zinssenkungen in den USA ab Ende 2001 zögerlich, so dass sich das Zinssatzdifferenzial zu den USA umkehrte und Europa höhere Zinssätze aufwies. Jedoch hat die Umkehrung der Zinssatzdifferenz nicht zu einer Stärkung des Euro geführt. Die wenig ermuti-

gende Schlussfolgerung ist, dass die Währungsprämie und/oder Abwertungserwartungen gegenüber dem US-Dollar sich für den Euro verschlechtert haben.

Die internationale Währungsarchitektur erzeugt für die EZB ein geldpolitisches Dilemma, dem sie nicht entkommen kann. Sie kann keine Geldpolitik nach der Logik eines Leitwährungslandes praktizieren. Ein Leitwährungsland muss nur in außerordentlichen Situationen auf den Wechselkurs achten und kann in der Regel einer binnenwirtschaftlich orientierten Geldpolitik mit dem Ziel der Preisniveaustabilität folgen. Es wäre jedoch vermessen, den Euro in der Rolle einer neuen dominanten Leitwährung zu sehen. Die EZB könnte sich – ähnlich der strategischen Orientierung vieler kleinerer Währungen – dem US-Dollar unterwerfen und in die Rolle eines Landes schlüpfen, das mit seiner Währung keine zentralen internationalen Funktionen übernehmen möchte. In diesem Falle würde sie sich offen zu einem Wechselkursziel gegenüber dem US-Dollar bekennen müssen. Ein solches Szenario würde nicht zwingend eine feste Ankopplung an den US-Dollar bedeuten, wie dies etwa die Niederlande und Österreich nach 1973 höchst erfolgreich gegenüber der D-Mark praktiziert haben, jedoch eine klare Orientierung, den Wechselkurs des Euro innerhalb einer bestimmten Bandbreite gegenüber dem US-Dollar zu halten.

Der Euro ist als zweite Weltreservewährung zu groß, um sich einseitig an den US-Dollar koppeln zu können. Dies würde auch dem gesamten politischen Projekt der Schaffung einer starken europäischen Währung widersprechen. Dazu kommt der vielleicht noch wichtigere Punkt, dass die Leitwährungsfunktion des US-Dollar ab den siebziger Jahren nicht mehr unumstritten ist und der Dollar seit dieser Zeit periodisch massive Schwächen zeigt. Auch derzeit existiert eine Marktkonstellation, die dazu angetan ist, Befürchtungen über eine zukünftige Dollarschwäche zu nähren. Denn das Leistungsbilanzdefizit der USA ist so groß, dass es eher unwahrscheinlich ist, dass weiterhin im bisherigen Ausmaß Kapital in die USA fließt, um den gegenwärtigen Dollarkurs bzw. das gegenwärtige Defizit aufrecht erhalten zu können. Dazu kommt, dass die USA ohne interne Liquiditätsprobleme abwerten können, da sie, im Unterschied zu anderen hoch verschuldeten Ländern, in eigener Währung verschuldet sind. Dieser Umstand dürfte die

Bereitschaft der USA senken, im Zweifel hart gegen eine Dollarabwertung vorzugehen. Dies dürften auch die internationalen Anleger im Kalkül haben. Es muss offen bleiben, wie groß die Spielräume der USA für eine solche Strategie sind. Ende der siebziger Jahre ist die Abwertung des Dollars misslungen, nach 1985 ist sie geglückt.

Sollte der US-Dollar Schwäche zeigen, so wird der Euro im Gegenzug an internationaler Bedeutung gewinnen. In einer solchen Konstellation macht eine wechselkursorientierte Geldpolitik gegenüber dem US-Dollar keinen Sinn mehr. Daher wäre es für die EZB dann funktional, geldpolitisch zumindest temporär die Rolle eines Leitwährungslandes zu akzeptieren und einem inländischen Preisniveauziel zu folgen.

4

Für mehr Transparenz der europäischen Geldpolitik

Es macht die europäische Geldpolitik wenig überzeugend, offiziell eine Strategie zu vertreten, die empirisch und theoretisch nicht haltbar ist und die für die faktische Geldpolitik keine Bedeutung hat. „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“ (EZB 1999, S. 47). Diesen Anforderungen, die sich die EZB selbst auferlegt hat, scheint die tatsächliche Politik der EZB nicht zu entsprechen. Dies gilt zweifelsfrei für die erste Säule der Geldpolitik, die offenbar nur noch als ideologischer Ballast mitgeschleppt wird. Dies gilt jedoch auch für die zweite Säule der Geldpolitik, da die EZB vorgibt, sie würde nicht direkt auf den Wechselkurs achten, sondern allenfalls indirekt, nämlich wenn die Abwertungen auf die Inflationsrate durchschlagen.

Notwendig ist die Offenlegung und Diskussion der geldpolitischen Strategie der EZB. Stattdessen ist die EZB eine der verschlossensten Zentralbanken der Welt. Sie gibt nicht bekannt, wie die Mitglieder im Zentralbankrat bei den regelmäßigen Sitzungen dieses Gremiums abgestimmt haben. Sie veröffentlicht keine Protokolle der Sitzungen des Zentralbankrates, welche die wichtigsten Kontroversen bezüg-

lich der Festlegung der Geldpolitik verdeutlichen. Der Präsident der EZB *Willem F. Duisenberg* vermerkte fast flapsig, dass Protokolle doch nach 16 Jahren veröffentlicht werden könnten (Buitter 1999). Die EZB veröffentlicht keine Mitschriften der Sitzungen des Zentralbankrats, also keine genaue Wiedergabe jedes einzelnen Diskussionsbeitrags während der Sitzungen. Schließlich sind die Mitglieder des Zentralbankrates gezwungen, nach außen die Mehrheitsposition zu vertreten.

Diese Verschlossenheit der EZB ist keinesfalls selbstverständlich und bei anderen Zentralbanken auch nicht 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, dass die in der Abstimmung unterlegenen Mitglieder in einem Anhang der Protokolle ihre Position verdeutlichen. Die Bank of England veröffentlicht die individuellen Abstimmungen und Protokolle zwei Wochen nach den Sitzungen des Monetary Policy Committee (Buitter 1999).

Das zentrale Argument der EZB für die äußerst restriktive Informations- und Diskussionspolitik wird im Wesentlichen dadurch begründet, 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 das Durchsickern von Informationen verhindern zu können. 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 mit Argumenten gegen Druck zur Wehr setzen kann. Die lange Amtsperiode 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. Eine offene Diskussion über die Geldpolitik einschließlich verschiedener Positionen innerhalb des Zentralbankrates erhöhen das Verständnis des Publikums über die Strategie der Geldpolitik. Zukünftige Optionen und Szenarien der Geldpolitik werden transparenter. Dadurch werden Unsicherheiten über die zukünftige Geldpolitik nicht erhöht, sondern reduziert.

Abschließend: Ohne Zweifel ist nicht allein die Geldpolitik der EZB schuld an der unbefriedigenden Wirtschaftsentwicklung in Euroland. Natürlich fehlt es auch an einer Weiterentwicklung des europäischen Integrationsprozesses selbst. Nach wie vor haben die zentralen Instanzen wenig Kompetenz, nach wie vor fehlt es an einer hinreichend engen Koordination der Konjunktur- und Beschäftigungspolitik, nach wie vor wird die Steuerpolitik nicht harmonisiert und nach wie vor ist eine adäquate europäische Lohnfindungspolitik nicht in Sicht. In diesem Sinne ist Europa noch ein höchst unfertiges Haus.

- Bernanke, S./Mishkin, F.S.** (1997): Inflation Targeting. A New Framework for Monetary Policy?, National Bureau of Economic Research, 5893
- Buiter, W. H.** (1999): Alice in Euroland. Journal of Common Market Studies
- Friedman, B. J.** (1996): The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for U.S. Monetary Policy. National Bureau of Economic Research, Working Paper 5465
- Friedman, M.** (1976): Die Rolle der Geldpolitik, in: Friedman, M., Die optimale Geldmenge und andere Essays, Frankfurt a. M., S. 135–156
- Evans, T./Heine, M./Herr, H.** (2001): Weiche Kurse – Harter Fall? Die außenwirtschaftlichen Perspektiven der US-Ökonomie, in: Heise, A. (Hrsg.), USA – Modellfall der New Economy?, Marburg, S. 41–68
- EZB** (1999): Monatsbericht, Januar 1999
- EZB** (2001a): Jahresbericht 2000
- EZB** (2001b): Monatsbericht, Mai 2001
- Heine, M./Herr, H.** (2000): Volkswirtschaftslehre. Paradigmenorientierte Einführung in die Mikro- und Makroökonomie, 2. Auflage, München
- Heine, M./Herr, H.** (2001a): Geld, Finanzierung und Einkommensbildung, in: Reich, U.-P./ Stahmer, C./Voy. K. (Hrsg.), Kategorien der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, Band 2, Marburg, S. 99–127
- Heine, M./Herr, H.** (2001b): Das Eurosystem: Eine paradigmensorientierte Darstellung und kritische Würdigung der europäischen Geldpolitik (Auftragsstudie der GUE/NGL-Fraktion des Europäischen Parlaments), Berlin, Februar
- Herr, H.** (2001): Keynes und seine Interpreten, in: Prokla 2, S. 203–226
- Keynes, J. M.** (1930): Vom Gelde, Berlin
- Keynes, J. M.** (1936): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Berlin
- Leijonhufvud, A.** (1973): Über Keynes und den Keynesianismus, Köln
- Muchlinski, E.** (2001): „Monetaristisches Experiment“ der Federal Reserve Bank (USA) oder „smokescreen“? Anmerkungen zur einer historisch bedeutsamen Phase der Geldpolitik, in: Heise, A. (Hrsg.), USA – Modellfall der New Economy?, Marburg, S.69–101
- Palley, T. I.** (1996): Post Keynesian Economics. Debt, Distribution and the Macro Economy, Basingstoke, London
- Riese, H.** (1986): Theorie der Inflation, Tübingen
- Riese, H.** (2001): Grundlegungen eines monetären Keynesianismus. Ausgewählte Schriften 1964–1999, Zwei Bände, Marburg
- Vickers, J.** (1999): Inflation Targeting in Practice: The UK Experience. Center for Financial Market Studies, Working Paper 02

NEUE BUCHVERÖFFENTLICHUNG AUS DEM WSI

ECKHARD HEIN/ACHIM TRUGER (HRSG.)

MODERNE WIRTSCHAFTSPOLITIK = KOORDINIERTE MAKROPOLITIK – ARGUMENTE AUS DEN WSI-MITTEILUNGEN –

Metropolis Verlag, Bahnhofstr. 16a, 35037 Marburg, ISBN 3-89518-383-0, 388 Seiten, 15,80 €, erscheint Anfang Juni

Angesichts der gegenwärtigen Wachstumsschwäche mit wieder ansteigender Arbeitslosigkeit wird die Diskussion um das „Schlusslicht Deutschland“ zum dominierenden politischen Thema. Die Debatte ist dabei an Einseitigkeit kaum noch zu überbieten: Fast einhellig fordern Wirtschaftsvertreter, wirtschaftswissenschaftliche Politikberatung und Medien sowie die überwältigende Mehrheit der Wirtschaftspolitiker – mit und ohne Regierungsverantwortung –, „strukturelle“ Reformen, d.h. die weitere Deregulierung des Arbeitsmarktes und letztlich den weiteren Abbau des Sozialstaates. Sie folgen damit unkritisch dem weitverbreiteten Vorurteil, die deutsche Wachstumsschwäche und Arbeitslosigkeit sei auf einen zu stark regulierten und unflexiblen Arbeitsmarkt sowie die „Anspruchsinflation“ an den Sozialstaat mit zu hohen Staatsausgaben, und folglich zu hohen Steuern, Sozialabgaben und zu hoher Staatsverschuldung zurückzuführen.

Die Beiträge des vorliegenden Sammelbandes, setzen sich theoretisch wie empirisch kritisch mit dieser, trotz ihrer Schlichtheit, dominierenden Position auseinander. Sie zeigen, dass makroökonomische Faktoren für die unterschiedliche Wachstums- und Beschäftigungsdynamik der letzten 10 Jahre in den entwickelten Industrieländern verantwortlich waren. Auf dieser Grundlage wird für eine koordinierte Makropolitik plädiert, die auf der gemeinsamen kurz- wie langfristigen Verantwortung der makroökonomischen Politikbereiche Geld-, Fiskal-, und Lohnpolitik für die Ziele Wachstum, Beschäftigung und Preisniveaustabilität beruht und auf eine Koordination dieser Politikbereiche setzt. Der Sammelband gibt insgesamt einen kompakten Überblick über die theoretischen, empirischen und institutionellen Grundlagen einer koordinierten Makropolitik.

In dem Reader schreiben neben *Autoren des WSI* u.a. *Heiner Flassbeck, Arne Heise, Jan Prieue* und *Ronald Schettkat*