

Quelle: Finanzkrise und Divergenzen in der Wirtschaftsentwicklung als Herausforderungen für die Europäische Währungsunion, hrsg. v. Günther Chaloupek und Jürgen Kromphardt, Schriften der Keynes-Gesellschaft, Bd. 3, Marburg 2009, S. 108-121.

# Europäische Geldpolitik in der Krise

*Fritz Helmedag\**

## *I Zwei Problemfelder*

Die seit Sommer 2008 virulent gewordene Misere auf den Finanzmärkten hat den stärksten Einbruch der Wirtschaftsaktivität seit dem Zweiten Weltkrieg heraufbeschworen. Inzwischen ist in den angelsächsischen Musterländern des Kapitalismus schon Usus, was man vor wenigen Jahren kaum zu denken wagte: die Verstaatlichung etlicher Kreditinstitute! In Deutschland wurde im Zusammenhang mit den Verlusten der *Hypo Real Estate* gleichfalls die Möglichkeit dazu geschaffen; in den Augen mancher ein ordnungspolitischer Sündenfall ersten Ranges. Aber der Druck schrumpfender Umsätze und wachsender Arbeitslosigkeit zwingt zum Handeln. Seit Jahresbeginn 2009 erhalten in den USA und Japan die Kreditinstitute fast zum Nulltarif Liquidität von ihren Notenbanken, in Großbritannien wird unterdessen lediglich ein halbes Prozent fällig. Zögerlicher und schwächer reagierte die Europäische Zentralbank (EZB) – erst am 7. Mai 2009 senkte sie den Leitzins auf ein Prozent.

Nach der hier verfochtenen Meinung beruht diese Zurückhaltung auf einer fehlerhaften Ausrichtung der Geldpolitik des Eurosystems. Die Sonderrolle der EZB im Ensemble der Notenbanken rührt von einer verhängnisvoll zugespitzten Interpretation ihrer Aufgabenstellung her sowie von einem besonders ausgeprägten Missverständnis der Wirkungsweise ihrer Maßnahmen. In diesem Licht hat der Titel dieses Beitrags eine dop-

\* Den Teilnehmern an der Wiener Tagung 2009 der Keynes-Gesellschaft gebührt Dank für wertvolle Hinweise und fundierte Kritik. Namentlich hervorheben möchte ich Jürgen Kromphardt, der sich mit meinen Überlegungen konstruktiv und akribisch auseinander gesetzt hat. Verbliebene Mängel sind selbstverständlich mir anzukreiden.

pelte Bedeutung: Nicht nur die Wirtschaft befindet sich in einer beklagenswerten Situation, sondern auch die monetäre Politik, die ihrer Herr werden möchte.

Die vorgebrachte Kritik an der EZB lässt sich in vier Unterpunkte aufschlüsseln, die im Folgenden besprochen werden. Zunächst wird dargelegt, dass die theoretische Basis der Zentralbankpolitik brüchig ist. Überdies gerät das praktische Handeln eher kontraproduktiv. Um dem abzu helfen, wäre ferner die Zielsetzung der Geldpolitik zu überdenken. Schließlich sollten die Instrumente entsprechend angepasst werden.

## *2 Geldmenge ade*

Die Strategie der EZB beruht ihren Verlautbarungen nach auf zwei Säulen: Zur Betrachtung „wirtschaftlicher“ Indikatoren wie Inlandsprodukt, Beschäftigung, Staatsfinanzen und Außenhandel tritt die „monetäre Analyse“, welche sich mit Veränderungen der Geldmengenaggregate beschäftigt.<sup>1</sup> Diese Doppeldiagnose betreibt die Deutsche Bundesbank seit vielen Jahren. Dabei stützt sie sich auf einen „relativ engen empirischen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen.“<sup>2</sup> Ausgangspunkt der Überlegungen ist die Quantitätsgleichung:

$$M \cdot V = P \cdot Y \quad (1)$$

Erläuternd heißt es dazu: „Demnach entspricht die umlaufende Geldmenge,  $M$ , multipliziert mit der Umlaufgeschwindigkeit,  $V$ , dem Produkt aus Preisniveau,  $P$ , und realem Bruttoinlandsprodukt,  $Y$ .“<sup>3</sup> Zwar gilt die Formel gemeinhin als (tautologisch) richtig, sofern sie auf die Übereinstimmung aller Ausgaben für Käufe auf der linken Seite („effektive Nachfrage“) mit den rechts stehenden Gesamteinnahmen („absorbiertes Angebot“) abstellt. In der Lesart der Deutschen Bundesbank bildet indes nicht das gesamte Handelsvolumen die Mengenkompone nte des Absatzes, sondern bloß das reale Bruttoinlandsprodukt. Die Substitution ist aber nur zulässig, wenn die beiden Variablen in fester Proportion zuein-

<sup>1</sup> Vgl. etwa Europäische Zentralbank 2007, 57-83. Siehe ferner Europäische Zentralbank 2004, 41 ff.

<sup>2</sup> Deutsche Bundesbank 2005, 15-27, 15.

<sup>3</sup> Ebenda, 18.

ander stehen. Davon kann freilich keine Rede sein.<sup>4</sup> Wegen der Unterschlagung der Gebrauchsgüter- und Vermögensmärkte ist schon die Gleichung (1) aus ökonomischer Sicht unzulänglich. Dies ist allerdings bei weitem nicht der einzige Kritikpunkt an der theoretischen Grundlage der praktizierten Geldpolitik.

Ohne die Probleme der Preisniveaumessung aufzugreifen, liegt auch auf der linken Seite einiges im Argen. Soll die Gleichung Mittelabgänge und -zuflüsse widerspiegeln, dann müsste eigentlich die („umlaufende“) Geldmenge *eng* interpretiert werden, da zweifellos der Transaktionszweck im Vordergrund steht. Statt sich jedoch auf die Entwicklung von M1 (Bargeld und Sichteinlagen des Publikums) zu konzentrieren, rückt die EZB die *weite* Abgrenzung M3 (M1 plus Termineinlagen und Sparguthaben) ins Zentrum. Das ist ebenfalls ein Erbe der Deutschen Bundesbank: Der statistische Fit war einfach besser!<sup>5</sup> Selbstverständlich liefert dies keinen wissenschaftlich überzeugenden Grund, eine offenkundig konzeptionell abwegige Determinante zur Schlüsselgröße zu erheben: Ruhendes Geld dient der Wertaufbewahrung, womit es nicht preisniveaueffektiv zirkuliert. Konsequenterweise berichtet die *Federal Reserve Bank* (Fed) seit 2006 nicht mehr über die Entwicklung von M3 in den USA.<sup>6</sup> Für die quantitätstheoretische Argumentation ist es außerdem unabdingbar, dass die Einkommenskreislaufgeschwindigkeit des Geldes (*V*) konstant bzw. stabil ist. Die monetaristische Schule hat mit viel Aufwand (und einigem Erfolg) versucht, dies durch das angeblich sogar schockabsorbierende Verhalten des privaten Sektors zu begründen. Die Empirie spricht hingegen eine andere Sprache.<sup>7</sup>

Tatsächlich dürfte die Volatilität der Häufigkeit des Einsatzes einer Geldeinheit pro Periode eng mit einer flexiblen Kreditschöpfung des Bankensektors verwandt sein. Soweit davon Gebrauch gemacht wird, ist die Geldmenge endogen<sup>8</sup> und keineswegs ein allein von der Zentralbank fixiertes Faktum. Im Übrigen ist die Geldmenge in der *weiten* Abgrenzung – die Forderungen des Publikums gegenüber dem Bankensystem –

<sup>4</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank 2007, 15-27.

<sup>5</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank 1995, 76 ff.

<sup>6</sup> Vgl. Federal Reserve Statistical Release 2005: Discontinuance of M3, [www.federalreserve.gov/releases/h6/discm3.htm](http://www.federalreserve.gov/releases/h6/discm3.htm) [22.05.09].

<sup>7</sup> Vgl. Heine, M. / Herr, H. 2004, 133 ff.

<sup>8</sup> Vgl. Palley, T. I. 2002, 152-180.

in den letzten Jahren im Euro-Raum zum Teil mit zweistelligen Raten expandiert, während die Teuerung moderat blieb. Gleichwohl hat sich die EZB nicht gemüßigt gesehen, den seit Jahren festgesetzten Zielwert der M3-Ausweitung in Höhe von 4,5 % zu ändern.

Jedoch ist es ein offenes Geheimnis, dass die offiziell verkündete Geldmengensteuerung im praktischen Tagesgeschäft der Deutschen Bundesbank an untergeordneter Stelle rangierte.<sup>9</sup> Heute nimmt die Öffentlichkeit Geldpolitik desgleichen als Drehen an der Zinsschraube wahr. Nach landläufiger Meinung lasse sich mit dieser monetären Allzweckwaffe die Auslastung des Produktionspotenzials sowie das Preisniveau beherrschen.

### *3 Regelmäßiges Fehlverhalten*

Eine recht einfache Reaktionsfunktion lieferte in der Vergangenheit ein ziemlich treffendes Abbild der Zinspolitik von Zentralbanken. Die sog. Taylor-Regel beschreibt die Politik der Fed mit folgendem Ausdruck:<sup>10</sup>

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2 \quad (2)$$

Dabei bezeichnet  $r$  die „federal funds rate“, die dem Leitzins entspricht. Die tatsächliche Preisniveauveränderung wird mit  $p$  symbolisiert,  $y$  misst die prozentuale Abweichung der realen Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) vom Trend, den Taylor mit 2,2 % abschätzt. Bemerkenswert ist die ökonomische Deutung der später oft herangezogenen und verallgemeinerten Regel:

„The policy rule [...] has the feature that the federal funds rate rises if inflation increases above a target of 2 Percent or if real GDP rises above trend GDP. If both the inflation rate and real GDP are on target, then the federal funds rate would equal 4 percent, or 2 percent in real terms [...] The 2-percent ‘equilibrium’ real rate is close to the assumed steady-state growth rate of 2.2 percent.“<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Vgl. etwa Bernanke, B. / Mihov, I. 1997, 1025-1053.

<sup>10</sup> Vgl. Taylor, J. B. 1993, 195-214, 202.

<sup>11</sup> Ebenda.

Demnach wird unterstellt, dass sich im Gleichgewicht die nominale Wachstumsrate und der Leitzins nahezu decken. Außerdem soll dessen Variation nach herrschender Meinung das reale BIP sowie das Preisniveau *gegenläufig* beeinflussen:

„... monetary policy rules in which the short-term interest rate instrument is raised by the monetary authorities if the price level and real income are above a target and is lowered if the price level and real income are below target, seem to work well.“<sup>12</sup>

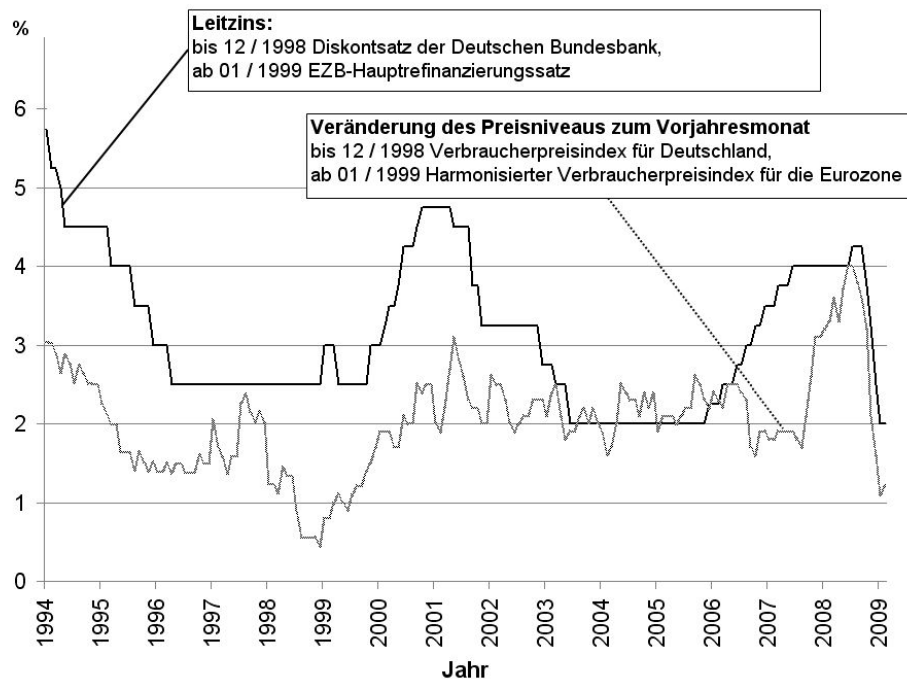
Am wenigsten problematisch – wenngleich nicht gänzlich überzeugend – ist die angenommene Zinselastizität der Investitionen. Denn gerade in Krisenzeiten dürfte sich kaum ein Unternehmer allein durch günstigere Kreditkonditionen zu Erweiterungen ohnehin unterausgelasteter Kapazitäten hinreißen lassen. Immerhin stützt eine solche Maßnahme einen Konjunkturimpuls und mag begleitend neben Ausgabenprogramme treten.

Die Preisniveaufolgen einer Leitzinsänderung sind demgegenüber anders einzuschätzen. In Theorie und Praxis werden seit langem und immer wieder Stimmen laut, die eine *positive* Beziehung zwischen Geldzins und Güterpreisen konstatieren.<sup>13</sup> Dafür sprechen sowohl Kosten- als auch Verwertungsargumente. Einerseits schlagen sich teurere Kredite in den Preisen nieder. Andererseits erzeugt eine höhere Rendite in der monetären Sphäre der Wirtschaft einen Druck, die Gewinnsituation im realen Sektor ebenfalls zu verbessern, was desgleichen zu tendenziell steigenden Preisen führt. Billige Kaufkraftüberlassung dürfte die umgekehrten Effekte nach sich ziehen. Die Abbildung 1 belegt diese Auffassung. Sie zeigt, dass bis Ende 1998 der deutsche Diskontsatz und danach der EZB-Leitzins meist oberhalb des entsprechenden Verbraucherpreisindex verlaufen.

<sup>12</sup> Ebenda, 200.

<sup>13</sup> Vgl. Helmedag, F. 2009, 39-51, 43 ff.

Abbildung 1: Zins- und Preisniveau



Quellen: Zeitreihen-Datenbank der Deutschen Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Eurostat

Man braucht keine ausgefeilten statistischen Methoden, um zu erkennen, dass die beiden Kurven eher parallel verlaufen. Wäre die Kausalität dagegen so, wie es die Taylor-Regel zum Ausdruck bringt, müsste auf einen Zinsschritt in eine Richtung grundsätzlich eine *entgegengesetzte* Preisniveauveränderung *folgen*. Das trifft augenscheinlich kaum zu.

Sieht man von einer mutwillig heraufbeschworenen schweren Rezession ab, mangelt es an einer schlüssigen Erklärung des allenthalben postulierten inversen Zusammenhangs zwischen Zins- und Preisniveau; die negative Beziehung gilt quasi axiomatisch als gesichertes Wissen. Quantitätstheoretisches Denken hilft diesbezüglich auch nicht weiter, denn in Gleichung (1) kommt der Zinssatz gar nicht vor. Viele legen sich daher eine an das simple Angebots- und Nachfragemodell angelehnte Hilfskonstruktion zurecht: „Teureres Geld“ verringere die gehandelte Menge *et vice versa*.

Die Argumentation bricht jedoch zusammen, sobald die Darlehensgewährung ein im Wesentlichen endogener Vorgang ist. Die Zentralbank

gibt dabei die Beschaffungskonditionen für ihr prinzipiell beliebig produzierbares Geld vor und das Finanzsystem kann auf diesem Fundament nach Bedarf Kaufkraft schaffen. Die Währungshüter sicherten sich nur dann die absolute Hoheit über das Zahlungsmittelvolumen, wenn eine 100-prozentige Mindestreservepflicht bestünde, wie es der Chicago-Plan aus den Dreißigern des letzten Jahrhunderts vorsah.<sup>14</sup> Dies wäre freilich mit gewaltigen Nachteilen verbunden, da es die Geschäftsbanken ihrer Funktion beraubte und das moderne kreditbasierte Wirtschaften zurück ins Mittelalter katapultierte.

#### *4 Billige Kredite*

EZB-Repräsentanten werden nicht müde, ihr Credo zu wiederholen: Artikel 105 des Vertrages der Europäischen Gemeinschaft vergatterte ihre unabhängige Institution vor allem anderen, „... die Preisstabilität zu gewährleisten.“ Diese nahezu monomanische Zielfixierung ist freilich einem unzureichenden Verständnis der Funktionsweise des ökonomischen Geschehens geschuldet: Sowenig eine Zentralbank unter den herrschenden Verhältnissen die Geldmenge nach Belieben steuern kann, so wenig ist sie in der Lage, autonom das Preisniveau zu kontrollieren.

Die Kaufkraft des Geldes ergibt sich aus komplexen Interaktionen, wobei Faktoren wie Lohnsätze, direkte und indirekte Steuern, Ressourcenknappheiten und nicht zuletzt mehr oder weniger intensive Wettbewerbsprozesse die Inflationsrate prägen. Die vermeintlichen Währungshüterbürden sich eine zu schwere Last auf, wenn sie tatsächlich glauben, die Verantwortung für wertstabiles Geld allein schultern zu müssen.

Der wohlfahrtsfördernde Beitrag, den eine Zentralbank in Wirklichkeit zu leisten vermag, ist etwa im Zielkatalog der US-amerikanischen Notenbank bedarfsgerecht beschrieben: Sie soll nicht nur für Preisstabilität sorgen, sondern auch für maximale Beschäftigung und moderate langfristige Zinssätze. Damit trägt die Fed eine weniger drückende Bürde, weil ihr Auftrag flexibler ist. Wegen des umfassenderen Zielbündels lässt sich situationsabhängig die jeweils praktizierte Politik begründen, während die EZB immer die Preisstabilität hoch halten muss. Eine entsprechende Neuformulierung der Verantwortlichkeiten täte dringend not.

<sup>14</sup> Vgl. mit Verweisen auf die Quellen Anderegg, R. 2007, 294.

An die erste Stelle gehört, was im Eurotower realiter gemacht wird: Zinspolitik – besser noch sollte die Herbeiführung konjunkturell angemessener Kreditkonditionen verankert werden.

Etliche Kommentatoren sehen allerdings gerade in der jüngeren Niedrigzinspolitik der USA eine, wenn nicht die Ursache für die Finanzkrise. Alan Greenspan richtete angeblich in seiner Ägide als Chef der Fed das Unheil an, indem er die Geldschleusen geöffnet und das Publikum mit Liquidität überflutet habe. Investoren seien auf Grund der kostengünstigen Darlehen unverhältnismäßig hohe Risiken eingegangen und Finanzinstitute hätten „faule“ Kredite an Personen ausgereicht, von denen von vornherein absehbar war, dass sie den Schuldendienst niemals leisten konnten.

Diese gängige Einschätzung ist oberflächlich und entscheidungstheoretisch haltlos. Abgesehen davon, dass niemand wider Willen zur Inanspruchnahme eines rückzahlbaren Kredits gezwungen wird, scheint unklar zu sein, welche Rolle der Zinssatz bei rentablen Investitionen spielt. Um dies zu verdeutlichen, sei ein Markt für eine Immobilie als Beispiel eines Vermögensguts betrachtet.

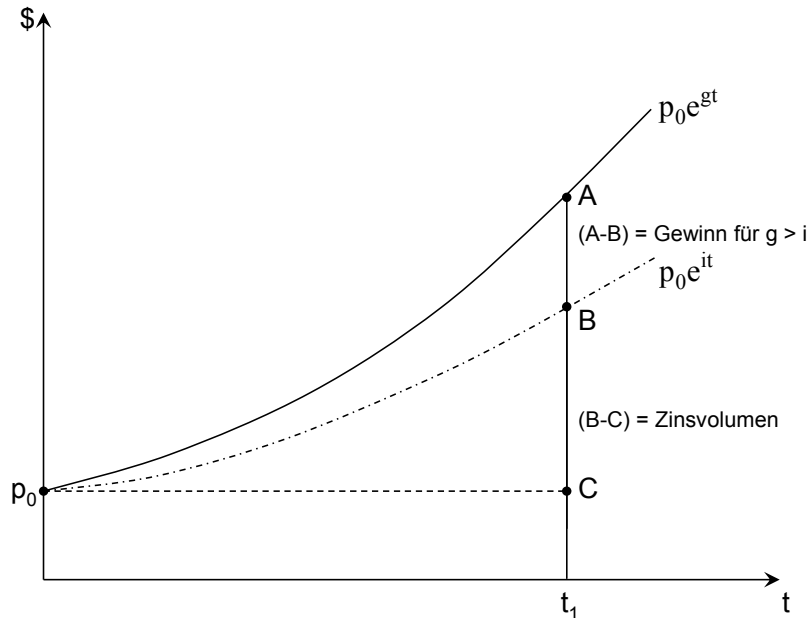
In Abbildung 2 nimmt der Wert einer Liegenschaft im Zeitablauf mit konstanter Zuwachsrate  $g$  von einem Ausgangsbetrag  $p_0$  stetig zu. Die Kurve  $p_0 e^{gt}$  gibt den (voraussichtlichen) Marktpreis zum Datum  $t$  an. Das Haus sei vollständig mit einer endfälligen Hypothek zum Zinssatz  $i$  finanziert worden. Der Graph  $p_0 e^{it}$  repräsentiert den jeweiligen Schuldenstand. Sofern dieser geringer als die Wertsteigerung ist, bewegen sich das Kreditinstitut und sein Kunde stets im „grünen Bereich“: Eine freiwillige oder zwangsweise Veräußerung zum Zeitpunkt  $t_1$  reicht nicht nur zur Begleichung der Schuld  $p_0 + (B - C)$ , sondern wirft darüber hinaus für den Ex-Besitzer eigener vier Wände einen Überschuss in Höhe von  $(A - B)$  ab. Jedenfalls bot in den USA während des Wohngebäudebooms das angeschaffte *Objekt* und nicht das darlehensnehmende Subjekt die vom Gläubiger geforderte Sicherheit.<sup>15</sup> Das Geschäftsmodell hat viele Jahre prächtig funktioniert, wenngleich mit dubiosen Anreizwirkungen.<sup>16</sup>

<sup>15</sup> In der Bundesrepublik Deutschland haftet man hingegen mit dem gesamten Einkommen und Vermögen für die Hypothekenschulden.

<sup>16</sup> Viele Kreditinstitute haben sich ihrer Risiken weitgehend entledigt, indem sie die Forderungen bündelten und verbrieften. Damit konnten sie an Zweckgesellschaften ausgelagert werden und waren nicht mehr mit Eigenkapital zu unterlegen.



Abbildung 2: Ein Vermögensgutmarkt



Offenkundig ist die Zinshöhe ausschlaggebend für die *Verteilung* eines Wertzuwachses zwischen Kreditnehmer und -geber. Mit steigenden Zinsen streicht die Bank mehr vom Gewinn ein. Übertreffen die kumulierten Finanzierungskosten den (erwarteten) Wert der Investition, kommt kein Darlehensvertrag zustande. Vor dieser Kulisse verliert die Aussage ihren Sinn, wonach niedrigere Zinsen zu riskanteren Projekten verleiteten. Im Gegenteil, günstige Finanzierungen machen Engagements lukrativ, die bescheidenere Renditen mit größerer Sicherheit versprechen. Hohe Kreditkosten treiben hingegen systematisch ins Wagnis, weil sie nur bei solchen Geschäften zu verdienen sind – sofern die Rechnung aufgeht. Darüber hinaus wirkt es nicht gerade schlüssig, in einer Geldschwemme die Ursache für jene Krise zu sehen, die man jetzt mit billiger Liquidität zu bekämpfen sucht. Doch dies allein bringt die Wirtschaft nicht in Schwung, was daran erkennbar ist, dass Konjunkturprogramme sogar in Deutschland wieder salonfähig geworden sind.

Welches Zinsniveau sollte die Geldpolitik ansteuern? In der Taylor-Regel sind der Kaufkraftschwund des Geldes sowie das BIP-Wachstum die entscheidenden Größen. Allerdings überzeugt die sog. Preislücke – die Differenz zwischen tatsächlicher und angestrebter Inflationsrate – als

Korrekturfaktor keineswegs: Wie dargelegt, bestehen erhebliche Zweifel an der Auffassung, übermäßige Preissteigerungen ließen sich durch teurere Kredite zügeln. Diese Reaktion sollte tunlichst unterbleiben. Vielmehr spricht einiges dafür, als Orientierungsmarke für den Leitzins die Summe aus der realen BIP- und Preisniveauveränderung zu wählen.

Ein solcher Zins in Höhe der nominellen Wachstumsrate hat die bemerkenswerte Eigenschaft, dass er praktisch für die Verwertungsäquivalenz einer Investition in der monetären und realen Sphäre der Wirtschaft sorgt. Diese von Irving Fisher hergeleitete Gleichgewichtsbedingung erlaubt zugleich eine nachhaltige Verschuldung bei konstanter Schuldenquote.<sup>17</sup> Ein über der Steigerungsrate des Nationaleinkommens liegender Zins begünstigt Finanzanlagen gegenüber Engagements in der Realwirtschaft undbürdet dieser zudem ungerechtfertigte Zinslasten auf.

### *5 Was tun?*

In der Wirklichkeit gibt es bekanntlich unterschiedliche Zinshöhen für verschiedene Darlehensarten, so dass spezifiziert werden muss, welche Kreditkosten als Indikator einer zielführenden Geldpolitik geeignet sind. Die Tagesgeldsätze im Interbankenverkehr greifen diesbezüglich zu kurz; die Wirkung beim Publikum ist ausschlaggebend. Aus pragmatischer Sicht bietet es sich etwa an, eine angemessene Zinspolitik zu konstatieren, wenn der Fiskus als sicherster Darlehensnehmer Kredit zu Prozentsätzen erhält, welche zwischen der realen und nominalen Wachstumsrate des BIP liegen. Damit tauchen ein altes und ein neues Problem auf.

Zunächst ist wie bisher keineswegs gewährleistet, dass die Konkurrenz unter den Geschäftsbanken hinreichend intensiv ist, dass das angestrebte Zinsniveau überhaupt bei den Schuldnern ankommt.<sup>18</sup> Gegenwärtig geben die Kreditinstitute die günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten eher selten an ihre Kunden weiter, die Zinsmarge wird zum Teil sogar größer. Hier besteht wettbewerbspolitischer Handlungsbedarf; Reibungsverluste im Transmissionsmechanismus zinspolitischer Impulse sollten dringend verringert werden.

<sup>17</sup> Die Einzelheiten finden sich in Helmedag, F. 2009, 45 ff.

<sup>18</sup> Vgl. o. V. 2009.

Ferner stellt die Nominalwachstumsrate als Zinsobergrenze nicht bloß auf Schönwetterperioden ab: Zu Ende gedacht müsste der Zins in einer schrumpfenden Wirtschaft unter einer *negativen* Maximalmarke liegen. Dies gilt selbstverständlich nicht nur für die Veränderungsrate des nominalen BIP als Richtschnur, sondern ebenso für die Taylor-Regel. Einer internen Analyse der Fed zufolge wäre wegen der verminderten Wirtschaftsaktivität ein Minus-Zinssatz von fünf Prozent angemessen.<sup>19</sup> Angesichts solcher Überlegungen fühlt man sich auch quantitativ an Silvio Gesells Forderung nach einem „Schwundgeld“ erinnert, das 5,2 % p. a. nominale Kaufkraft verliert und so quasi zur Zirkulation gezwungen wird.<sup>20</sup>

Gregory Mankiw hat einen Vorschlag präsentiert, der in die gleiche Richtung geht. Demnach soll die Fed bekannt geben, dass sie in einem Jahr eine Ziffer zwischen 0 und 9 aus einem Hut zieht und dekretiert, dass jede Note, deren Seriennummer mit dieser Zahl endet, kein gesetzliches Zahlungsmittel mehr sei.<sup>21</sup> Angesichts eines zehnprozentigen Verlustrisikos der Kassenhaltung sei Kredit mit negativen Zinsen jetzt denkbar.

Der Vorschlag wirkt pfiffig, aber nicht ganz ausgegoren. Einerseits wären früher oder später die gesamten Dollarscheine nur noch grün bedrucktes Papier, andererseits werden im Kreditgeschäft selten Banknoten aus dem Sparstrumpf verliehen. Mit oder ohne automatisierten Wertverfall der Banknoten gewährt kein erwerbsorientiertes Kreditinstitut ein Darlehen, das vereinbarungsgemäß nicht völlig getilgt wird, von erwünschten Zinserträgen ganz zu schweigen.<sup>22</sup>

Immerhin gibt es eine Institution, die einen solchen Handel in Krisenzeiten machen könnte: die Zentralbank, denn sie emittiert das gesetzliche Zahlungsmittel ohne Gewinnerzielungsabsicht und praktisch kostenlos. Nur rechtliche Beschränkungen sprechen bislang dagegen, dass die EZB Regierungsanleihen direkt übernimmt. Dies müsste unbedingt geändert werden: Wie in den USA sollte es prinzipiell erlaubt sein, dass Noten-

<sup>19</sup> Vgl. Bayer, T. 2009, Online Ausgabe vom 28.04.

<sup>20</sup> Vgl. Gesell, S. 1916, 246 f.

<sup>21</sup> Vgl. Mankiw, G. 2009, Online-Ausgabe vom 19.04.

<sup>22</sup> Allerdings darf bezweifelt werden, ob Mankiw die stochastische Bargeldentwertung wirklich ernst meint, denn die Idee stamme angeblich von einem seiner Studenten.

banken dem Fiskus unter bestimmten Kautelen Finanzhilfen gewähren dürfen. Angesichts eines schrumpfenden Inlandsprodukts und wachsender Massenarbeitslosigkeit könnte es sich dabei um Kredite mit negativen Zinsen handeln oder gar um unmittelbare Ankäufe von Staatspapieren.

Die Zentralbanken sollten jedoch nicht nur die Kompetenz erhalten, in gewissen Situationen das öffentliche Budget zu stärken. Es wäre obendrein opportun, ihnen zu gestatten, die Darlehenskonditionen in ihrem Zuständigkeitsbereich zu gestalten. Zwei Aktionsbereiche seien erwähnt.<sup>23</sup>

Zum einen ließe sich den Notenbanken der einzelnen Länder ein Ermessensspielraum bei der Höhe der Mindestreservesätze einräumen, um das Zinsniveau zu beeinflussen. Ein *Kostensenkungspotenzial* ergibt sich freilich erst, wenn die EZB Mindestreserven nicht mehr zum Zuteilungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst. Solange es dabei bleibt, greift diese Politik im Unterschied zur Bundesbank-Ära kaum.

Zum anderen erscheint die Reaktivierung der früher weit verbreiteten Diskontpolitik angezeigt. Wechsel haben sich über Jahrhunderte als flexibles und relativ billiges Mittel zur Forderungsverbriefung unter Privaten bewährt. Die Zentralbanken sollten daher (wieder) Rediskontkontingente ausweisen dürfen, etwa als Prozentsatz des Inlandsprodukts. Um Arbitrage zu unterbinden, lassen sich die an den nationalen Bedingungen ausgerichteten Konditionen auf Gebietsansässige beschränken.

Wie die Vergangenheit gezeigt hat, lernt der EZB-Rat, wenn überhaupt, nur langsam. So hat er die Leitzinsen im Jahr 2008 noch erhöht, während die angelsächsischen Notenbanken schon kräftige Zinssenkungen praktizierten. Auch der Übergang zum Festzinstender mit Vollzuteilung geschah relativ spät.<sup>24</sup> Deshalb steht zu befürchten, dass die europäische Geldpolitik weiterhin hinter den aufgezeigten Möglichkeiten zurückbleibt und die Krise länger andauert als nötig. Dem kritischen Beobachter bleibt bis zum Beweis des Gegenteils bloß der Wunsch, sich in diesem Punkt zu irren.

<sup>23</sup> Vgl. zum Folgenden ausführlicher Helmedag, F. 2009, 47 ff.

<sup>24</sup> Vgl. dagegen die Schilderung von Weber, A. 2009, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 19, Frankfurt a.M., 6. Mai, S. 6-9.

*Literatur*

- Anderegg, R. 2007: Grundzüge der Geldtheorie und Geldpolitik, München.
- Bayer, T. 2009: Fed wünscht Zins von minus fünf Prozent, in: Financial Times Deutschland, Online Ausgabe vom 28.04.
- Bernanke, B. / Mihov, I. 1997: What Does the Bundesbank Target?, in: European Economic Review, Vol. 41, S. 1025-1053.
- Deutsche Bundesbank 1995: Die Geldpolitik der Bundesbank, Frankfurt a.M.
- Deutsche Bundesbank 2005: Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen, in: Monatsbericht Januar, S. 15-27.
- Deutsche Bundesbank 2007: Der Zusammenhang zwischen monetärer Entwicklung und Immobilienmarkt, in: Monatsbericht Juli, S. 15-27.
- Europäische Zentralbank 2004: Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt a.M.
- Europäische Zentralbank 2007: Interpretation der monetären Entwicklung seit Mitte 2004, in: Monatsbericht Juli, S. 57-83.
- Federal Reserve Statistical Release 2005: Discontinuance of M3, [www.federalreserve.gov/releases/h6/discm3.htm](http://www.federalreserve.gov/releases/h6/discm3.htm) [22.05.09].
- Gesell, S. 1916: Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld, 7. Aufl., Hochheim 1931.
- Heine, M. / Herr, H. 2004: Die Europäische Zentralbank, Marburg.
- Helmedag, F. 2009: Getrennt marschieren, vereint schlagen: Nationale Geldpolitik im Euro-Raum, in: Internationalisierung der Wirtschaftspolitik, hrsg. von Renate Ohr, Berlin, S. 39-51.
- Mankiw, G. 2009: It May be Time for the Fed to Go Negative, in: The New York Times, Online-Ausgabe vom 19.04.
- o. V. 2009: Leitzins sinkt, Dispozins bleibt hoch, in: Süddeutsche Zeitung vom 13.05. (Nr. 109), S. 26.
- Palley, T. I. 2002: Endogenous Money: What it is and why it Matters, in: Metroeconomica, Vol. 53, S. 152-180.
- Taylor, J. B. 1993: Discretion versus Policy Rules in Practice, in: Carnegie-Rochester-Conference Series on Public Policy, Vol. 93, S. 195-214.
- Weber, A. 2009: Aktuelle Refinanzierungsbedingungen der deutschen Kreditwirtschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen vom 1. Mai 2009, wiederabgedruckt in: Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln Nr. 19, Frankfurt a.M., 6. Mai, S. 6-9.