

Getrennt marschieren, vereint schlagen: Nationale Geldpolitik im Euro-Raum

Von *Fritz Helmedag*, Chemnitz

Abstract

In the eyes of many observers, the European Central Bank pursues an interest rate policy in lieu of the announced money supply control. However, the claimed negative correlation between interest rates and the price level has neither empirically nor theoretically been demonstrated convincingly. Rather, central bankers should pay attention to interest rate ceilings that are determined by the respective nominal growth rate. Against this background, suggestions how to shape monetary policy according to national requirements are made.

A. Verschiedene Länder, ein Zahlungsmittel

Seit dem 1. Januar 2009 gilt der Euro in 16 Staaten der Europäischen Union als gemeinsame Währung. Mit der Verwendung eines einheitlichen Geldes haben die Mitglieder ihre monetäre Souveränität auf das „Europäische System der Zentralbanken“ übertragen.

Vor dieser Kulisse suggeriert die Überschrift dieser Abhandlung zweierlei: Nationale Geldpolitik sei unter Umständen nicht nur wünschenswert, sondern zumindest prinzipiell auch realisierbar. Falls dem so ist, impliziert dies wiederum, dass sich die intensiv geführte Debatte um ein optimales Währungsgebiet in einem zu engen Rahmen bewegt hat. Bei dem Problemkreis geht es grundsätzlich darum, die Transaktionskostenvorteile eines einheitlichen Zahlungsmittels gegen den Verlust an länderspezifischen Gestaltungsmöglichkeiten abzuwägen. Laut herrschender Meinung darf es beides zugleich nicht geben: Einheitliches Geld bedinge einheitliche Geldpolitik.¹ Die im Kommenden präsentierten Thesen sollen diese Position in Zweifel ziehen, wobei auf etliche theoretisch und lehrgeschichtlich reizvolle Aspekte verzichtet werden muss. Ebenso bleiben die Erörterung der Transmissionsmechanismen monetärer Impulse sowie empirische Vergleiche außen vor.

¹ Vgl. *Issing, Otmar*: The Single Monetary Policy of the European Central Bank: One Size Fits All, in: *International Finance*, Vol. 4 (2001), S. 441 – 462.

Gemäß Art. 105 (1) des Vertrages der Europäischen Gemeinschaft ist das vorrangige Ziel der Europäischen Zentralbank (EZB), „... die Preisstabilität zu gewährleisten“. Zunächst wird beleuchtet, wie die supranationale Instanz ihrer Aufgabe gerecht werden möchte. Bemerkenswerterweise passt ihr angeblicher Instrumenteneinsatz nicht so recht zum beobachtbaren Verhalten. Inzwischen hat sich der Eindruck weit verbreitet, die EZB betreibe statt Geldmengen- eher Zinspolitik.² Dann erhebt sich allerdings die Frage, ob damit eine Regulierung des Preisniveaus im intendierten Sinn überhaupt möglich ist.

Erstaunlicherweise wird dieser Komplex in der Öffentlichkeit kaum diskutiert: Es gilt als sicher, dass die Inflation durch einen Anstieg der Zinsen gebremst werde. Diese gängige Meinung entpuppt sich freilich als Vorurteil: Theorie und Praxis liefern eher Argumente für eine gleichgerichtete Bewegung.

Wenn jedoch die unterstellte inverse Beziehung zwischen Zins- und Preisniveau nicht trägt, ist zu klären, woran sich die Geldpolitik dann orientieren sollte. Hier wird dafür plädiert, *Obergrenzen* für die Zinssätze in den Ländern abzuleiten. Eine daran orientierte „Nationalisierung“ der Geldpolitik verspricht, den Wohlstand in den einzelnen Wirtschaftsräumen besser zu fördern als die zentrale Festlegung für teilweise recht differierende ökonomische Gegebenheiten.

B. Programm und Politik der Europäischen Zentralbank

Repräsentanten der EZB werden nicht müde zu betonen, dass ihre Strategie auf zwei Säulen ruhe: Neben die Berücksichtigung „wirtschaftlicher“ Größen wie die Entwicklungen des Inlandsprodukts, der Beschäftigung, der Staatsfinanzen etc. trete die „monetäre Analyse“, welche sich den Veränderungen der Geldmengenaggregate widmet.³ Dieses Konzept findet sich seit langem in zahlreichen Publikationen der Deutschen Bundesbank. Nach wie vor sieht sie einen „relativ engen empirischen Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen.“⁴ Die Einschätzung stützt sich auf die Quantitätsgleichung:

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

² Tatsächlich versuchen Notenbanken, den Tagesgeldsatz im Handel der Kreditinstitute mit Zentralbankgeld zu steuern. Vgl. *Ruckriegel*, Karlheinz / *Seitz*, Franz: Die operative Umsetzung der Geldpolitik: Eurosystem, Fed und Bank of England, in: *Wirtschaftsdienst*, 86. Jg. (2006), S. 540–548.

³ Vgl. etwa *Europäische Zentralbank*: Interpretation der monetären Entwicklung seit Mitte 2004, in: *Monatsbericht* Juli 2007, S. 57–83. Siehe ferner *Europäische Zentralbank*: Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt a.M. 2004, S. 41 ff.

⁴ *Deutsche Bundesbank*: Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen, in: *Monatsbericht* Januar 2005, S. 15–27, S. 15. Im Zeitablauf hat sich das Argumentationsmuster der Währungshüter in Nuancen gewandelt. Vgl. *Deutsche Bundesbank*: Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland, *Monatsbericht* Januar 1992, S. 20–29.

Erläuternd schreibt die Zentralbank: „Demnach entspricht die umlaufende Geldmenge, M , multipliziert mit der Umlaufgeschwindigkeit, V , dem Produkt aus Preisniveau, P , und realem Bruttoinlandsprodukt, Y .“⁵ Nun wissen alle kundigen Thebaner, dass die scheinbar einfache Formel erst auf Grund von im Einzelnen durchaus umstrittenen Hypothesen wirtschaftspolitische Relevanz erlangt. So erweist sich – um nur ein Beispiel zu geben – die Weglassung der Vermögenstransaktionen als kühne Abstraktion.⁶

Aus empirischer Sicht steht die Quantitätstheorie ebenfalls unter gehörigem Druck. Studien zeigen, dass sich die Wirtschaft die Zahlungsmittel schafft, welche sie braucht: Modernes Kreditgeld ist endogen.⁷ Dementsprechend ist die Geldmenge in der weiten Abgrenzung – die Forderungen des Publikums gegenüber dem Bankensystem – in den letzten Jahren im Euro-Raum zum Teil mit zweifeligen Raten expandiert, während sich die Teuerung in recht bescheidenem Rahmen bewegte.

Vor diesem Hintergrund kommt die Deutsche Bundesbank nicht umhin einzuräumen, „... dass es in der kurzen Frist keine monokausale Beziehung zwischen Geldmenge und Preisen gibt.“⁸ Die Neutralität des Geldes gelte aber in der langen Frist: „Trendmäßig geht eine Erhöhung des Geldmengenwachstums mit einem Anstieg der Inflationsrate im gleichen Maße einher.“⁹ Die Zentralbank weist deshalb nach wie vor der Geldmengenentwicklung einen hohen Rang zu.¹⁰ Zum Eklat kam es allerdings, als im November 2006 im Rahmen der 4. Zentralbankkonferenz¹¹ namhafte Forscher die Meinung vertraten, die Geldmenge spiele in Wahrheit für die EZB-Politik keine ausschlaggebende Rolle. Dem widersprachen erwartungsgemäß führende Vertreter der gastgebenden Institution.¹²

Dabei lag die Diagnose der Wissenschaftler durchaus in der Luft. Seit längerem zeigen Studien, dass die offiziell propagierte Geldmengensteuerung auch im praktischen Tagesgeschäft der Deutschen Bundesbank einen untergeordneten Rang ein-

⁵ *Deutsche Bundesbank: Der Zusammenhang ...*, a. a. O., S. 18.

⁶ Vgl. *Deutsche Bundesbank: Der Zusammenhang zwischen monetärer Entwicklung und Immobilienmarkt*, in: Monatsbericht Juli 2007, S. 15–27.

⁷ Vgl. *Howells, Peter: The Endogeneity of Money: Empirical Evidence*, in: University of the West of England, Economics Discussion Paper Series No 05/13, December 2005. Einen Überblick liefert *Palley, Thomas I.: Endogenous Money: What it is and Why it Matters*, in: *Metroeconomica*, Vol. 53 (2002), S. 152–180.

⁸ *Deutsche Bundesbank: Der Zusammenhang ...*, a. a. O., S. 24.

⁹ Ebenda, S. 25.

¹⁰ Die Fed veröffentlicht demgegenüber seit 23. März 2006 nicht einmal mehr die Daten über $M3$. Vgl. www.federalreserve.gov/releases/h6/20060323/h6.txt [13. 10. 08].

¹¹ Inzwischen liegt der Tagungsband vor. Vgl. *Beyer, Andreas / Reichlin, Lucrezia (Hrsg.): The Role of Money – Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century*, European Central Bank 2008.

¹² Vgl. dazu die Zeitungsberichte in: *Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 48, 15. November 2006, S. 12 ff.

nahm.¹³ Inzwischen hat sich sogar ein „New Consensus“ etabliert: „... a common view of macroeconomics is now pervasive in policy-research projects at universities and central banks around the world.“¹⁴ Diese ebenfalls als „new Keynesian economics“ oder als „new neoclassical synthesis“ bezeichnete Weltsicht besteht im Kern aus fünf Elementen:

1. Die Potenzialentwicklung des Inlandsprodukts wird angebotsseitig mit dem Solow-Wachstumsmodell erklärt.
2. Langfristig gebe es keinen trade-off zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit.
3. In der kurzen Frist existiere eine Austauschbeziehung zwischen Preisniveau-veränderung und Unterbeschäftigung.
4. Erwartungen seien endogen und wichtig.
5. Die Zentralbankpolitik richte sich an Regeln oder Reaktionsfunktionen aus, um die Tagesgeldsätze zu beeinflussen.

Insbesondere aus postkeynesianischer Sicht ist vielfältige und vehemente Kritik an der herrschenden Standardtheorie geübt worden.¹⁵ Darauf kann im Einzelnen nicht eingegangen werden, der fünfte Punkt gehört indes zum Thema.

C. Orientierungsmarken der Zinspolitik

Wenn die Währungshüter tatsächlich versuchen, die Zinsen zu regulieren, sollte eine Vorstellung vorhanden sein, wie der jeweils „richtige Preis“ für die Überlassung von Kaufkraft lautet. Nun zeigt sich aber, dass die Beschreibung des Zentralbankverhaltens zwar empirisch zutreffen mag, jedoch schwach begründet ist. Außerdem gebricht es an einer normativen Leitlinie, wie hoch die Zinsen sein sollten. Dieses Manko lässt sich allerdings überwinden, indem man sich Gedanken zum Verhältnis zwischen der realen und der monetären Sphäre einer Wirtschaft macht.

¹³ Vgl. etwa *Bernanke, Ben / Mihov, Ilian*: What Does the Bundesbank Target?, in: *European Economic Review*, Vol. 41 (1997), S. 1025 – 1053.

¹⁴ Vgl. *Taylor, John B.*: Teaching Modern Macroeconomics at the Principles Level, in: *The American Economic Review*, Vol. 90 (2000), S. 90 – 94.

¹⁵ Vgl. nur *Gnos, Claude / Rochon, Louis-Philippe*: The New Consensus and Post-Keynesian Interest Rate Policy, in: *Review of Political Economy*, Vol. 19 (2007), S. 369 – 386 und *Kriesler, Peter / Lavoie, Marc*: The New Consensus on Monetary Policy and its Post-Keynesian Critique, in: *Review of Political Economy*, Vol. 19 (2007), S. 387 – 404.

I. Geldzins und Güterpreise

Etliche Untersuchungen haben gezeigt, dass die Zinspolitik der Zentralbank normalerweise ziemlich gut mit der sog. Taylor-Regel¹⁶ abgebildet wird:

$$(2) \quad i_T = r + \pi + \gamma(\pi - \pi^*) + \varphi(y - y^*) \quad \text{mit} \quad r, \pi, \gamma, \varphi \geq 0$$

Dabei bezeichnet i_T den Taylor-Zinssatz, r den realen oder natürlichen Zinssatz, π und π^* stehen für die tatsächliche bzw. die angestrebte Preisniveauveränderung, y sowie y^* symbolisieren die Wachstumsraten des beobachteten bzw. des potenziellen Inlandsprodukts.¹⁷ Die Parameter γ und φ geben an, wie stark die Preis- oder Outputlücken den Zinssatz berühren. In seinen Schätzungen für die USA setzt Taylor r und π^* auf 2 %. Mit den Verhaltenskoeffizienten γ und φ in Höhe von jeweils 0,5 gelang es, die Geldpolitik der Fed recht genau widerzuspiegeln.

Die populär gewordene, wenngleich inoffizielle Daumenregel leistet indes nicht, was man sich von ihr vor oder hinter den Kulissen verspricht. Der letzte Ausdruck auf der rechten Seite der Taylor-Regel insinuiert, dass einer geringeren Kapazitätsauslastung eine Zinssenkung (zumindest kurzfristig) entgegenwirkt. Soweit diese Vorstellung auf zinselastischen Investitionen beruht, wird dieses Vertrauen jedoch in konjunkturellen Schwächephasen regelmäßig enttäuscht. Noch kritischer ist die mit dem vorletzten Klammerausdruck verbundene Annahme, eine übermäßige Teuerung ließe sich durch Zinserhöhungen bekämpfen. Laut Formel (2) beschwört *ceteris paribus* eine über der Toleranzschwelle liegende Inflation einen Zinssatzanstieg herauf. Schaut man sich nach einer Rechtfertigung dieser Reaktion um, sieht es düster aus.

Tatsächlich hat schon Thomas Tooke (1774–1858) nach umfangreichen statistischen Erhebungen im Rahmen der Banking-Currency-Kontroverse¹⁸ Skepsis gegenüber der inversen Beziehung geäußert: „... a reduced rate of interest has no necessary tendency to raise the prices of commodities. On the contrary, it is a cause of diminished cost of production, and consequently of cheapness.“¹⁹ Seitdem gibt

¹⁶ Vgl. Taylor, John B.: Discretion versus Policy Rules in Practice, in: Carnegie-Rochester-Conference Series on Public Policy, Vol. 93 (1993), S. 195–214. Die Nicht-Negativitätsannahme dient dem Ausschluss von Sonderfällen.

¹⁷ Die Bundesbank berechnet das Potenzialwachstum mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filters. Vgl. Deutsche Bundesbank: Der Zusammenhang ..., a. a. O., S. 19 und Hodrick, Robert J./Prescott, Edward C.: Postwar U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 29 (1997), S. 1–16. Die Methode ist (wie andere Verfahren) mehr oder weniger willkürlich, da der Gewichtungsfaktor der summierten zweiten Differenzen frei gewählt werden darf, wenngleich sich gewisse Konventionen etabliert haben. Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Jahresgutachten 2003/04, Staatsfinanzen konsolidieren – Steuersystem reformieren, S. 412 ff.

¹⁸ Eine Zusammenfassung bietet Helmedag, Fritz: Geld: Einführung und Überblick, in: Knapps Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens (CD), Aufl. 2007, Frankfurt a.M., Artikel 4390.

es etliche Hinweise, die auf eine *positive* Korrelation zwischen Geldzins und Güterpreisen deuten. Namhafte Autoren wie Knut Wicksell (1851–1926) und Alfred Marshall (1842–1924) haben nach Begründungen des Phänomens gesucht, das Keynes (1883–1946) (wenig glücklich) als Gibson-Paradoxon etikettierte, eines „der unumstößlichsten empirischen Fakten“.²⁰ Der Börsenanalyst A. H. Gibson hatte in einer Artikelserie in den 20er Jahren des 20. Jahrhunderts für die Periode des Goldstandards eine erstaunliche Parallelität zwischen Zins- und Preisniveau konstatiert.²¹ In den Vereinigten Staaten ist der gleiche Sachverhalt als „Wright-Patman effect“ bekannt geworden. Der Kongressabgeordnete John William Wright Patman (1893–1976) argumentierte 1970, dass eine Zinserhöhung zur Inflationsbekämpfung darauf hinausliefe, „Benzin ins Feuer zu schütten“.²² In Lateinamerika spricht man in diesem Kontext vom Cavallo-Effekt.²³

Doch nicht nur die Daten nähren Bedenken, ob das Straffen der Zinszügel Geldwertminderungen verzögert. Ohne allzu sehr ins Detail zu gehen, liefern unterschiedliche Denkschulen Ergebnisse, die eher den gegenteiligen Befund stützen. Aus kreislauftheoretischer Sicht hat bereits Carl Föhl (1901–1973) im Jahr 1937 darauf aufmerksam gemacht, dass Zinsen ebenso wie die für einen Zeitraum kontrahierten Löhne im Umsatz auftauchen und sich damit gewiss nicht negativ in der Preisbildung niederschlagen.²⁴

Ebenso bewegen sich Preisniveau und Zinssatz in der zeitgenössischen Standard-Makroökonomik gleichgerichtet. Weil die auf Hicks zurückgehende Keynes-Interpretation²⁵ die Preise ausblendet, wurde der Kurvenapparat für das Gleichgewicht auf dem Güter- (IS) und dem Geldmarkt (LM) in aggregierte Angebots- (AS) und Nachfragefunktionen (AD) transformiert. Kaufkraftveränderungen verschieben dabei über Realkasseneffekte die LM-Kurve. Die einschlägigen Abbil-

¹⁹ Tooke, Thomas: *An Inquiry into the Currency Principle*, London 1844 (Faksimile-Ausgabe 1997), S. 124.

²⁰ Vgl. Keynes, John M.: *Vom Gelde* (1931), 3. Aufl., Berlin 1983, S. 458. Keynes' Bezugsrahmen ist die Quantitätstheorie, wonach eine größere Geldmenge die Preise nach oben treibe, ohne auf Dauer den Zinssatz zu beeinflussen. Wenn überhaupt, könne er kurzfristig nur sinken; ein Anstieg wirkt vor dieser Kulisse widersinnig.

²¹ Vgl. näher Klump, Rainer: *Geld, Währungssystem und optimales Wachstum*, Tübingen 1993, S. 151 ff.

²² Vgl. Ambrosi, Gerhard M.: *Angebotswirkungen von Geldpolitik – Der Föhl-Patman Effekt und seine makroökonomische Bedeutung*, in: Gabriel, Jürgen/Neugart, Michael (Hrsg.): *Ökonomie als Grundlage politischer Entscheidungen*, Opladen 2001, S. 243–270, S. 249.

²³ Namenspatron ist der 1946 geborene argentinische Politiker Domingo Cavallo. Vgl. zur näheren Beschreibung Treadgold, Malcolm: *Macroeconomic Management in Asian-Pacific Developing Countries*, in: *Asian-Pacific Economic Literature*, Vol. 4 (1990), S. 3–40.

²⁴ Vgl. Föhl, Carl: *Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf*, 2. Aufl., Berlin 1955, S. 216 ff.

²⁵ Vgl. Hicks, John R.: *Mr. Keynes and the „Classics“; a Suggested Interpretation*, in: *Econometrica*, Vol. 5 (1937), S. 147–159.

dungen messen auf der Abszisse zwar weiterhin den Output, im Kontrast zum Vorläufermodell tragen sie jedoch nicht mehr den Zinssatz auf der Ordinate ab, sondern das Preisniveau.²⁶ Im Ergebnis korrespondiert ein hoher Zinssatz mit einem hohen Preisniveau *et vice versa*. Damit *widerspricht* das gängige Erklärungsmuster der These, ein Zinsanstieg bremse die Inflation. Vor diesem Hintergrund ist vielleicht verständlich, warum Zentralbankvertreter nach wie vor die Quantitätstheorie in Ehren halten: Bei allen Mängeln verfügt man offenbar über kein theoretisch überzeugenderes Konzept.

II. Die Fisher-Äquivalenz

Es ist möglich, die Ermittlung einer „richtigen“ Zinshöhe auf festeren Boden zu stellen. Ein Blick auf den modernen Klassiker Irving Fisher (1867–1947) erweist sich diesbezüglich als hilfreich. Er hat dem Fragenkreis große Aufmerksamkeit gewidmet: „No problem in economics has been more hotly debated than that of the various relations of price levels to interest rates“²⁷.

Wie Wicksell unterscheidet Fisher zur Aufklärung des Sachverhalts einen natürlichen von einem nominalen Zinssatz. Hinter seinen umfangreichen Darlegungen verbirgt sich ein von ihm bereits 1896 veröffentlichtes Gleichgewichtskonzept.²⁸ Angenommen, der Eigentümer einer Menge eines physischen Gutes (A) – beispielsweise Weizen –, stehe vor zwei Verwertungsalternativen. Einerseits lässt sich der Besitz zum aktuellen Preis (p_0) versilbern, um den Erlös zu einem Nominalzins (i) für eine Periode anzulegen. Andererseits soll es möglich sein, das Vermögen in einen Produktionsprozess einzubringen, wo es sich mit einer bestimmten realen Zins- bzw. Wachstumsrate (r) vermehrt. Nach einer Zeiteinheit kann der Ertrag zum (erwarteten oder sicheren) Preis (p_1) verkauft werden. Die Indifferenz des betrachteten Akteurs zwischen realer und monetärer Sphäre erfordert:

$$(3) \quad A(1+r)p_1 = Ap_0(1+i)$$

Meist leitet man daraus die sog. Fischer-Formel ab, welche den Gleichgewichtszinssatz i_F durch die Komponenten des nominellen Wachstums bestimmt²⁹:

$$(4) \quad i_F = \pi + r + \pi r \quad \text{mit} \quad \pi \equiv \frac{p_1 - p_0}{p_0}$$

²⁶ Vgl. Romer, David: Keynesian Macroeconomics without the LM Curve, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 14 (2000), S. 149–169.

²⁷ Fisher, Irving: The Theory of Interest, New York 1930 (Nachdruck 1977), S. 399.

²⁸ Vgl. Fisher, Irving: Appreciation and Interest, New York 1896 (Nachdruck 1965).

²⁹ „These rates are mutually connected, and our task has been merely to state the law of that connection. We have not attempted the bolder task of explaining the rates themselves.“ Ebenda, S. 92.

Andererseits liefert die Bedingung (3) für gegebene monetäre und reale Zinssätze die „notwendige Inflation“ π_F :

$$(5) \quad \pi_F = \frac{i - r}{1 + r} > 0 \quad \text{für} \quad i > r$$

Überträgt man das Kalkül fehlender Arbitragegelegenheiten auf die Gesamtwirtschaft, ruft offenbar eine übereinstimmende Lukrativität im güterwirtschaftlichen und finanziellen Bereich Kaufkraftschwund hervor, sobald die nominale die reale Verwertungsrate übertrifft. *Ceteris paribus* sind die Rendite auf Geld und das Preisniveau *positiv* miteinander korreliert; im Stagnationsfall ($r = 0$) schlägt sich ein höherer Zinssatz voll in einer Teuerung nieder:

$$(6) \quad 0 < \frac{\partial \pi_F}{\partial i} = \frac{1}{1 + r} \leq 1$$

Bisher wurde die Problematik aus Sicht eines Investors betrachtet. Nun wird die Perspektive gewechselt, um ein zweites Kriterium zur Ermittlung angemessener Zinsen zu gewinnen.

III. Nachhaltige Verschuldung

In Deutschland leidet insbesondere die Finanzierung öffentlicher Ausgaben auf Pump unter einer schlechten Presse. Der vor Einführung des Euro geschnürte Stabilitäts- und Wachstumspakt sollte die Mitgliedsländer zur Haushaltsdisziplin anhalten. Die bekannten Maastricht-Kriterien wurden nicht zuletzt formuliert, um Vertrauen in die neue Währung zu schaffen. Allerdings ist Kapitalismus ohne Schulden zum Scheitern verurteilt, da sich die autonome Nachfrage sowie die Profite jeweils aus Geldvermögensabbau speisen. Investitionen, Budgetdefizite und Außenbeitrag bestimmen über Multiplikatorprozesse die Höhe des Inlandsprodukts und der Beschäftigung.³⁰ Ohne negativen Finanzierungssaldo des Fiskus fiele die Wirtschaftstätigkeit bescheidener aus, weil die Privaten schon aus einem geringeren Nationaleinkommen die kompensatorischen Ersparnisse bildeten.³¹

Wer Kredit genießt, kann sich mehr leisten als er verdient. Wie weit darf man sich verschulden, ohne den Ruf als solventer Darlehensnehmer aufs Spiel zu setzen? Jeder Haushalt ist mit einer Budgetrestriktion konfrontiert, die für einen uniformen Schuldzins i_D wie folgt aussieht:

³⁰ Den Verfechtern eines staatlichen Schuldenverbots ist wohl unklar, dass damit die Gewinne systematisch schrumpfen. Vgl. zu den Kreislaufzusammenhängen Helmedag, Fritz: Gesamtwirtschaftliche Bestimmungsgründe der Gewinne und des Arbeitsvolumens, in: Wirtschaftsdienst, 87. Jg. (2007), S. 412–416.

³¹ Vgl. Helmedag, Fritz: Ist das starre Festhalten an den Maastricht-Kriterien sinnvoll?, in: Wirtschaftsdienst, 84. Jg. (2004), S. 601–604.

(7) Ausgaben (A) + Zinszahlungen ($i_D D$) – Einkommen (E) = Neuverschuldung (ΔD)

Teilt man diesen Ausdruck durch die aufgelaufenen Defizite (D), erhält man in Symbolen:

$$(8) \quad \frac{A - E}{D} + i_D = \frac{\Delta D}{D}$$

Die Bonität schwindet, wenn die Schuldenquote eine kritische Schwelle überschreitet. Die Maastricht-Kriterien setzen diese Marke für den Staat auf maximal 60% des Bruttoinlandsprodukts. Das jeweilige Limit ist erreicht, wenn das Einkommen und die Verbindlichkeiten mit gleicher Rate (g) wachsen:

$$(9) \quad \frac{\Delta E}{E} = \frac{\Delta D}{D} \equiv g$$

Die Substitution des Ausdrucks (9) in Gleichung (8) bringt:

$$(10) \quad \frac{A - E}{D} + i_D = g$$

Ohne steigende bzw. bei sinkender Schuldenquote vermag ein öffentlicher oder privater Haushalt mehr als seine Bezüge zu verbrauchen, sofern der Zinssatz unter der prozentualen Erhöhung des Einkommens liegt.³² Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene besteht diese Größe aus der Summe der realen Wachstums- und der Inflationsrate. Die allgemeine Bedingung für einen dauerhaften Ausgabenüberschuss lautet demnach:

$$(11) \quad i_D < g = \pi + r \Rightarrow A > E$$

Damit ist eine weitere Norm gewonnen, um Zinspolitik zu verankern. Noch ist aber offen, wie das geschehen könnte.

D. Optionen nationaler Zentralbankpolitik

Welches Zwischenziel sollte die Geldpolitik wählen? Es liegt nahe, die abgeleiteten Zinsbindungen (4) und (11) zusammenzuführen:

$$(12) \quad i_D < \pi + r \leq \pi + r + \pi r = i_F$$

Zunächst ist damit eine absolute Obergrenze des Zinssatzes gemäß der Fisher-Äquivalenz fixiert. Zur Förderung der Realwirtschaft sowie zur Erzielung eines primären Budgetdefizits dürfte es im Übrigen regelmäßig angezeigt sein, den Nominalzins unter die Summe aus Inflations- und Wachstumsrate zu drücken. Der „Normalfall“ verlangt eine geringere Rendite im monetären Bereich als in der Produktionssphäre. Ein solcher Plafond beschränkt einen überproportionalen Anstieg der Erträge aus Finanzanlagen, welche wegen des Zinseszins-effekts ohnehin dazu tendieren, die Sachvermögensakkumulation in den Schatten zu stellen.

³² Vgl. De Grauwe, Paul: Economics of Monetary Union, 7. Aufl., Oxford 2007, S. 222.

Orientieren sich die Währungshüter an der vorgeschlagenen Deckelung, leisten sie den ihnen tatsächlich zu Gebote stehenden Beitrag zur Kaufkraftsicherung. Es muss eben beachtet werden, dass sich insbesondere Determinanten wie Lohn- und Umsatzsteuersätze, Ressourcenknappheiten und nicht zuletzt die Wettbewerbsverhältnisse in der Inflationsrate widerspiegeln. Die Geldpolitik trägt für die genannten Faktoren indes keine Verantwortung.³³

Wie ist die ermittelte Maxime (12) konkret zu deuten? Einerseits wäre zu klären, was unter dem realen Zinssatz zu verstehen ist. Dazu kursieren in der Ökonomik seit langem konkurrierende Meinungen, die eine längere Abhandlung verdienen. Andererseits müsste entschieden werden, ob die tatsächliche oder die tolerierte bzw. angestrebte Teuerung einzusetzen ist.

Aus zwei Gründen können diese Fragenkomplexe hier außen vor bleiben. Zunächst erlauben die Kleinerzeichen in den Vorschriften (11) bzw. (12) den Verzicht auf eine theoretisch fundierte Präzisierung. Außerdem gibt es in der Wirklichkeit ein ganzes Spektrum von Zinshöhen für verschiedene Darlehensnehmer und Risikoklassen, so dass in dieser Hinsicht ebenfalls Freiheitsgrade bestehen. Vor dieser Kulisse drängt sich eine pragmatische Vorgehensweise auf.

In einer ersten Annäherung erscheint es plausibel, der Zinspolitik Erfolg zu bescheinigen, wenn der Fiskus als sicherster Schuldner Kredit zu Prozentsätzen erhält, welche zwischen der realen und nominalen Wachstumsrate des Nationaleinkommens liegen. Regelgebundene Geldpolitik gewinnt so gesehen eine neue Bedeutung.

Da in der Euro-Zone die jährliche Mehrproduktion und der Kaufkraftschwund voneinander abweichen können, sollten die Zentralbanken die Kompetenz erhalten, die Darlehenskonditionen in ihrem Zuständigkeitsbereich zu gestalten. Zwei Möglichkeiten seien erwähnt.

In anderem Zusammenhang wurde schon vorgeschlagen, variierende Mindestreservesätze für einzelne Aktiva zu erheben, um unterschiedlichen Vermögenspreisentwicklungen geldpolitisch zu begegnen.³⁴ Im Zuge einer solchen Neuausrichtung ließe sich den Notenbanken der einzelnen Länder ein Ermessensspielraum einräumen. Bleibt es bei einer Reservehaltung der Kreditinstitute, die weiterhin an den Verbindlichkeiten anknüpft, sind regional gefächerte Sätze denkbar.³⁵ Das *Kostenenkungspotenzial* des Instrumenteneinsatzes hält sich freilich solange in

³³ Konsequenterweise müsste die Preisniveaumessung an Hand der Lebenshaltungskosten überdacht werden. Ein Schritt in diese Richtung ist die Berechnung einer „Kerninflation“, die Energie- und Nahrungsmittelpreise ausklammert.

³⁴ Vgl. Holz, Michael: Asset-Based Reserve Requirements: A New Monetary Policy Instrument for Targeting Diverging Real Estate Prices in the Euro Area, in: *Intervention*, Vol. 4 (2007), S. 331–351.

³⁵ Vgl. Gischer, Horst/Weiß, Mirko: Inflationsdifferenzen im Euroraum – Zur Rolle des Balassa-Samuelson-Effekts, in: *List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik*, Bd. 32 (2006), S. 16–37, S. 37.

Grenzen, wie die EZB – im Gegensatz zu Bundesbank-Zeiten – Mindestreserven mit dem Zuteilungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte verzinst.

Ferner brächte eine Reaktivierung der guten alten Diskontpolitik eine direktere Beeinflussung des Zinsniveaus. Wechsel haben sich seit römischen Zeiten als flexibles und relativ billiges Mittel zur Forderungsverbriefung erwiesen. Mit der dritten Stufe der Europäischen Währungsunion im Jahr 1999 hat die Deutsche Bundesbank jedoch das Diskontgeschäft eingestellt. Seitdem spielt die früher viel benutzte Zwischenfinanzierung praktisch keine Rolle mehr. Das 1933 erlassene einschlägige Gesetz gilt gleichwohl nach wie vor und wurde sogar noch am 19. April 2006 geändert. Es bestehen daher (wenigstens) in Deutschland keine institutionellen Hemmnisse, die lange bewährte Praxis relativ rasch wieder zum Leben zu erwecken.

Für die Umsetzung käme in Betracht, den Ländern Rediskontkontingente zuzuteilen, etwa in einem bestimmten Verhältnis zum Inlandsprodukt. Um das angestrebte Zinsniveau zu erreichen, dürfen die Notenbanken in eigener Verantwortung die Sätze festlegen, zu welchen sie Wechsel akzeptieren. Obendrein können qualitative Erfordernisse an das Material gestellt werden. Zur Vorbeugung gegen unerwünschte Arbitragevorgänge mag es beispielsweise zweckdienlich sein, dass einrechnungsfähige Papiere nur Unterschriften von Gebietsansässigen tragen.

Im Endeffekt laufen die skizzierten Maßnahmen darauf hinaus, das im US-amerikanischen Federal Reserve Act genannte Zielbündel zu übernehmen. Aufgabe der Zentralbanken des Euro-Raums ist es dann, sowohl zur Vollbeschäftigung und Preisstabilität beizutragen als auch für „moderate“ langfristige Zinssätze zu sorgen. Die vorangegangenen Ausführungen bieten eine Interpretationshilfe, was diese Vorgabe bedeuten könnte.

E. Zusammenfassung

In den Augen etlicher Beobachter betreibt die Europäische Zentralbank statt der proklamierten Geldmengensteuerung eine Zinspolitik. Die behauptete negative Korrelation zwischen dieser Instrumentvariablen und dem Preisniveau ist jedoch empirisch und theoretisch fragwürdig. Vielmehr sollten die Währungshüter auf Zinsobergrenzen achten, die vom jeweiligen nominalen Wachstum gesetzt werden. Vor diesem Hintergrund werden Ansatzpunkte genannt, die Geldpolitik entsprechend den nationalen Erfordernissen zu gestalten.

Literatur

- Ambrosi, Gerhard M.*: Angebotswirkungen von Geldpolitik – Der *Föhl-Patman Effekt* und seine makroökonomische Bedeutung, in: Gabriel, Jürgen / Neugart, Michael (Hrsg.): *Ökonomie als Grundlage politischer Entscheidungen*, Opladen 2001, S. 243 – 270.
- Bernanke, Ben / Mihov, Ilian*: What Does the Bundesbank Target?, in: *European Economic Review*, Vol. 41 (1997), S. 1025 – 1053.
- Beyer, Andreas / Reichlin, Lucrezia* (Hrsg.): *The Role of Money – Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century*, European Central Bank 2008.
- De Grauwe, Paul*: *Economics of Monetary Union*, 7. Aufl., Oxford 2007.
- Deutsche Bundesbank*: Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland, Monatsbericht Januar 1992, S. 20 – 29.
- Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen, in: Monatsbericht Januar 2005, S. 15 – 27.
 - Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 48, 15. November 2006.
 - Der Zusammenhang zwischen monetärer Entwicklung und Immobilienmarkt, in: Monatsbericht Juli 2007, S. 15 – 27.
- Europäische Zentralbank*: Interpretation der monetären Entwicklung seit Mitte 2004, in: Monatsbericht Juli 2007, S. 57 – 83.
- Die Geldpolitik der EZB, Frankfurt a.M. 2004.
- Fisher, Irving*: *The Theory of Interest*, New York 1930 (Nachdruck 1977).
- *Appreciation and Interest*, New York 1896 (Nachdruck 1965).
- Föhl, Carl*: *Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf*, 2. Aufl., Berlin 1955.
- Gischer, Horst / Weiß, Mirko*: Inflationsdifferenzen im Euroraum – Zur Rolle des Balassa-Samuelson-Effekts, in: *List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik*, Bd. 32 (2006), S. 16 – 37.
- Gnos, Claude / Rochon, Louis-Philippe*: The New Consensus and Post-Keynesian Interest Rate Policy, in: *Review of Political Economy*, Vol. 19 (2007), S. 369 – 386.
- Helmedag, Fritz*: Ist das starre Festhalten an den Maastricht-Kriterien sinnvoll?, in: *Wirtschaftsdienst*, 84. Jg. (2004), S. 601 – 604.
- Gesamtwirtschaftliche Bestimmungsgründe der Gewinne und des Arbeitsvolumens, in: *Wirtschaftsdienst*, 87. Jg. (2007), S. 412 – 416.
 - Geld: Einführung und Überblick, in: *Knapps Enzyklopädisches Lexikon des Geld-, Bank- und Börsenwesens* (CD), Aufl. 2007, Frankfurt a.M., Artikel 4390.
- Hicks, John R.*: Mr. Keynes and the „Classics“; a Suggested Interpretation, in: *Econometrica*, Vol. 5 (1937), S. 147 – 159.
- Hodrick, Robert J. / Prescott, Edward C.*: Postwar U.S. Business Cycles: an Empirical Investigation, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 29 (1997), S. 1 – 16.
- Holz, Michael*: Asset-Based Reserve Requirements: A New Monetary Policy Instrument for Targeting Diverging Real Estate Prices in the Euro Area, in: *Intervention*, Vol. 4 (2007), S. 331 – 351.

- Howells, Peter*: The Endogeneity of Money: Empirical Evidence, in: University of the West of England, Economics Discussion Paper Series No 05 / 13, December 2005.
- Issing, Otmar*: The Single Monetary Policy of the European Central Bank: One Size Fits All, in: International Finance, Vol. 4 (2001), S. 441 – 462.
- Keynes, John M.*: Vom Gelde (1931), 3. Aufl., Berlin 1983.
- Klump, Rainer*: Geld, Währungssystem und optimales Wachstum, Tübingen 1993.
- Kriesler, Peter / Lavoie, Marc*: The New Consensus on Monetary Policy and its Post-Keynesian Critique, in: Review of Political Economy, Vol. 19 (2007), S. 387 – 404.
- Palley, Thomas I.*: Endogenous Money: What it is and why it Matters, in: Metroeconomica, Vol. 53 (2002), S. 152 – 180.
- Romer, David*: Keynesian Macroeconomics without the LM Curve, in: Journal of Economic Perspectives, Vol. 14 (2000), S. 149 – 169.
- Ruckriegel, Karlheinz / Seitz, Franz*: Die operative Umsetzung der Geldpolitik: Eurosystem, Fed und Bank of England, in: Wirtschaftsdienst, 86. Jg. (2006), S. 540 – 548.
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung*: Jahresgutachten 2003 / 04, Staatsfinanzen konsolidieren – Steuersystem reformieren.
- Taylor, John B.*: Discretion versus Policy Rules in Practice, in: Carnegie-Rochester-Conference Series on Public Policy, Vol. 93 (1993), S. 195 – 214.
- Teaching Modern Macroeconomics at the Principles Level, in: The American Economic Review, Vol. 90 (2000), S. 90 – 94.
- Tooke, Thomas*: An Inquiry into the Currency Principle, London 1844 (Faksimile-Ausgabe 1997).
- Treadgold, Malcolm*: Macroeconomic Management in Asian-Pacific Developing Countries, in: Asian-Pacific Economic Literature, Vol. 4 (1990), S. 3 – 40.