

## Zehn Jahre Euro – Bewährung in der Finanzkrise

3

Vom 13. bis 15. Februar 2009 fand in den Räumen der Akademie für Politische Bildung Tutzing unter der Leitung von Wolfgang Quaisser, Akademie für Politische Bildung Tutzing, die Tagung »Zehn Jahre Euro – Bewährung in der Finanzkrise« statt. Die Veranstaltung thematisierte die Entstehungsgeschichte des Euro, seine bisherigen Erfolge, Probleme und Perspektiven, insbesondere vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Finanzkrise. Einige der dort vorgestellten Referate sind hier dokumentiert.

### Die Konsequenz fehlender realer Konvergenz: Die Währungsunion vor der Zerreißprobe

#### Die beiden Seiten einer Stabilitätsgemeinschaft

Das Bundesverfassungsgericht hat in seinem Maastricht-Urteil von 1993 eine Stabilitätsgemeinschaft als Basis der Europäischen Währungsunion (EWU) gefordert:

*»Diese Konzeption der Währungsunion als Stabilitätsgemeinschaft ist Grundlage und Gegenstand des deutschen Zustimmungsgesetzes. Sollte die Währungsunion die bei Eintritt in die dritte Stufe vorhandene Stabilität nicht kontinuierlich im Sinne des vereinbarten Stabilisierungsauftrags fortentwickeln können, so würde sie die vertragliche Konzeption verlassen.«* (BVerfGE 89, 155<205>).

Das Gericht hat den Auftrag an die EWU dynamisch verstanden: Man dürfe nicht bei der in der dritten Stufe vorhandenen Stabilität stehen bleiben, sie sei vielmehr im Sinne des vereinbarten Stabilisierungsauftrages fortzuentwickeln. Damit sind die einzelnen Mitgliedstaaten angesprochen. Den jeweiligen Regierungen wird es zur Pflicht gemacht, die EWU zu einer nachhaltigen Gemeinschaft der Stabilität auszugestalten. Die Regierungen müssen daher ihre Politik an dem Erfordernis gemeinschaftlicher Stabilität ausrichten. Konkret: Sie müssen nationale Interessen hinter gemeinschaftlichen Pflichten zurückstellen. Ansonsten wird ein Spaltpilz an die Basis der Stabilitätsgemeinschaft gelegt. Das Erfordernis einer Stabilitätsgemeinschaft war für das Gericht unverzichtbar. Als »ultima ratio« hat es sogar konstatiert, dass

*»die institutionellen Vorkehrungen ... beim Scheitern der Stabilitätsgemeinschaft auch einer Lösung aus der Gemeinschaft nicht entgegenstehen«.* (BVerfGE 89, 155 <204>)

Eine Stabilitätsgemeinschaft hat daher zwei Seiten:

- 1) Das Ziel »Geldwertstabilität« muss realisiert sein. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat es wie folgt festgelegt: Preisniveaustabilität ist erreicht, wenn der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) »unter 2%, aber nahe 2% liegt«.
- 2) Die Mitgliedsländer sichern in ihrer Jurisdiktion eine Entwicklung, die die Leistungsfähigkeit ihrer Volkswirtschaft im Vergleich mit den anderen Mitgliedstaaten nicht absinken lässt bzw. sie bei eventuellen Defiziten steigert. Diese reale Konvergenz ist gegeben oder erreicht worden, wenn fundamentale Defizite in den nationalen Leistungsbilanzen ausbleiben. Wachsende Defizite sind dagegen ein Zeichen wachsender Divergenz und spalten die Währungsunion. »Fundamental« bedeutet, dass die Defizite ohne eine äußerst restriktive Politik, die mit den Zielen Beschäftigung und sozialer Frieden kollidiert, oder ohne merkliche Abwertung der nationalen Währung nicht behoben werden können.



Joachim Starbatty\*

#### Gefährliches Überschuss-Geldmengenwachstum

Der HVPI im Euroraum lag bis einschließlich 1999 mit 1,6 (1997), 1,1 (1998) und

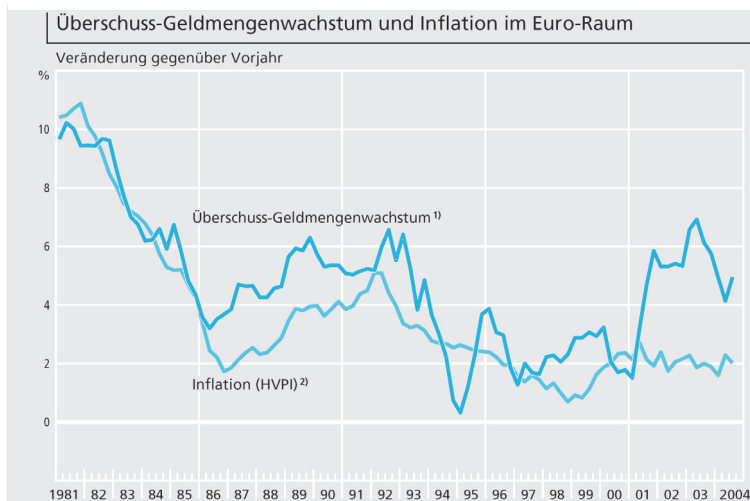
\* Prof. Dr. Dr. h.c. Joachim Starbatty, (em.) der Universität Tübingen, ist Vorsitzender der Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft.

1,1 (1999) deutlich im Bereich der Geldwertstabilität. Dies ist aber noch die Konsequenz der stabilitätsorientierten Geldpolitik der Deutschen Bundesbank – die D-Mark als Ankerwährung im Europäischen Währungssystem. Seit dem Jahre 2000 liegt der HVPI ausnahmslos über dem von der Europäischen Zentralbank (EZB) definierten Stabilitätsziel, wenn auch nur knapp. Gleichwohl gilt allgemein dieser Ausweis als Erfolg. So habe die Bundesbank während ihres rund 50-jährigen Bestehens ein schlechteres Ergebnis vorzuweisen. Dabei wird folgendes nicht berücksichtigt:

- Der Freiheitsgrad der Deutschen Bundesbank war lange Zeit eingeschränkt (Bretton-Woods-System, EWS bis 1993); es gab wegen der Ölpreisschocks (1973 und 1979) Zweitrundeneffekte in einem gänzlich anderen lohnpolitischen Umfeld,
- seit dem Jahr 2000 waren gleichbleibende bzw. sogar sinkende Lohnstückkosten maßgeblich für die relative Preisstabilität in Deutschland,
- Deutschland hat wegen realer Abwertung (geringerer Anstieg des HVPI) Stabilität exportiert,
- die Veränderungsrate des HVPI der einzelnen Mitgliedstaaten gehen seit dem Jahre 2000 wieder auseinander.

Um den Erfolg der EZB zu beurteilen, ist eine grundsätzliche Bemerkung zum Phänomen »Inflation« überfällig. Inflation leitet sich aus dem lateinischen »inflatio« ab und bedeutet sowohl »Aufblähung« als auch deren Konsequenz. Wenn ein Wirtschaftssubjekt einem anderen seine Ersparnisse für eine bestimmte Zeit gegen Entgelt (Zins) zur Verfügung stellt, dann ist dies bloß eine Verlagerung von Kaufkraft, und die Gesamtnachfrage bleibt unverändert. Wenn dagegen eine Zentralbank die Geldmenge über das Wachstum des Produktionspotentials ausweitet und die Geschäftsbanken deshalb in der Lage sind, zusätzliche konsumtive und investive Ausgaben zu finanzieren, so übersteigt die monetäre Gesamtnachfrage die gesamtwirtschaftliche Produktionskapazität. Die Differenz entspricht als Überschuss-Geldmenge der Inflation, wobei diese sich in verschiedenen Formen äußern kann: Anstieg des Preisniveaus für Kapitalgüter und Rohstoffe, Anstieg des Preisniveaus für reale Aktiva (»Vermögenspreisinflation«) und Anstieg des Preisniveaus für Konsumgüter. Wie sich die Inflation – also die Geldmengenaufblähung – auf die jeweiligen Preisniveaus auswirkt, kann ex ante nicht mit Exaktheit gesagt werden; sicher ist jedenfalls, dass sie sich in einem der genannten Segmente oder möglicherweise mit unterschiedlicher Intensität in allen niederschlägt, in aller Regel – je nach Inflationsgewöhnung – mit Zeitverzögerung.

Abb. 1



<sup>1)</sup> Jahreswachstumsrate von M3 minus jährliches Potentialwachstum des realen Bruttoinlandsprodukts. Das Potentialwachstum des Bruttoinlandsprodukts wurde mit Hilfe des Hodrick-Prescott-Filters berechnet. – <sup>2)</sup> Quellen: 1981 bis 1990: Schätzung EZB, ab 1991: Eurostat.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

Aus dieser Perspektive ist die Entwicklung von Überschuss-Geldmengenwachstum und Preisentwicklung des privaten Verbrauchs im Euroraum höchst aufschlussreich. Unter Überschuss-Geldmenge wird die Jahreswachstumsrate der Geldmenge in der weitesten Abgrenzung (M3) bei Berücksichtigung des jährlichen Potentialwachstums des realen Bruttoinlandsprodukts verstanden. Die Bundesbank hat in einem Schaubild den Zusammenhang von trendbereinigter Geldmengenentwicklung und Inflation für den Zeitraum 1981–2004 ausgewiesen (vgl. Abb. 1).

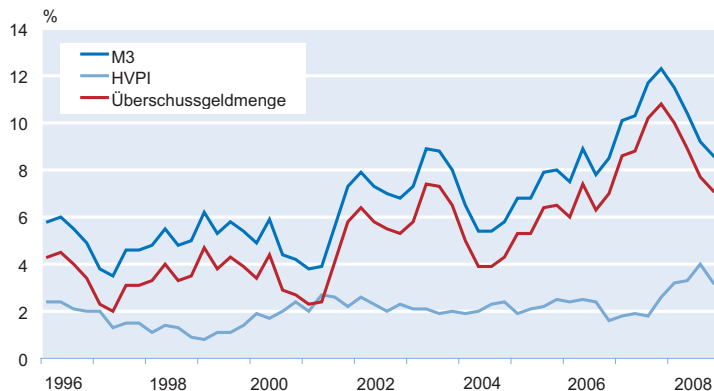
An dieser Abbildung ist folgendes bemerkenswert:

- 1) Die Übereinstimmung von Inflation und Geldmengenentwicklung bis 1998;
- 2) die Konsequenz, mit der die Bundesbank über eine stabilitätsorientierte Geldpolitik die Inflationsrate gedrückt hat;
- 3) der durchgehend expansive Kurs der EZB seit der Ablösung der Bundesbank als der im EWS für die Geldmengenentwicklung verantwortlichen Zentralbank;
- 4) das Auseinanderklaffen von Geldmengenentwicklung und Inflationsrate seit 1999.

Die deutsche Bundesbank hat eine Aktualisierung seither nicht publiziert.<sup>1</sup> Doch lässt sie sich – wenigstens annäherungsweise – vornehmen, wenn wir die von der Bundesbank

<sup>1</sup> Eine Nachfrage bei der Deutschen Bundesbank ergab, dass sie eine regelmäßige Aktualisierung nicht vornimmt, zumal die Graphik mit jeder Aktualisierung ein anderes Aussehen annehmen würde; denn die Verwendung des Hodrick-Prescott-Filters zur Berechnung des Potentials wirke sich stets auf den gesamten Verlauf aus (Schreiben von J. Reischle, Deutsche Bundesbank, vom 1. März 2006).

**Abb. 2**  
Entwicklung der Überschuss-Geldmenge seit Beginn der Währungsunion



Quelle: Deutsche Bundesbank.

ausgewiesene Entwicklung von M3 um das geschätzte Wachstum des Produktionspotentials von 1,5% bereinigen.<sup>2</sup> Danach ist die Überschuss-Geldmenge seit 2004 steil nach oben geschossen (vgl. Abb. 2). Dieser Anstieg hat sich im Verlauf des Jahres 2007 sogar noch beschleunigt (vgl. Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2007).

Wäre der bis 1998 geltende Zusammenhang zwischen Geldmengenentwicklung und Inflationsrate heute noch dominant, dann müsste die Inflationsrate deutlich über 5% liegen, und niemand würde von einer konsequenten Stabilitätspolitik sprechen.

Welche Konsequenzen aus der expansiven Politik, die sich an den stagnierenden Staaten Deutschland, Frankreich und

<sup>2</sup> Auch wenn ein höheres Potentialwachstum unterstellt würde, würde dies die Aussagekraft des Diagramms nicht mindern.

Italien ausrichtete, für die Mitgliedstaaten, deren Ampeln für wirtschaftliches Wachstum auf »Grün« standen, erwachsen, ist aus der nachfolgenden Tabelle ersichtlich. Hierfür ist der Preisanstieg in den Mitgliedstaaten seit der Konvergenzprüfung im Jahre 1997 aufgelistet worden. Daraus lassen sich einige bemerkenswerte Ergebnisse erkennen: Nachdem die D-Mark als Ankerwährung abgelöst wurde, haben sowohl die durchschnittliche Preissteigerungsrate als auch deren Streubreite deutlich zugenommen.

Gemessen an der Entwicklung der Überschuss-Geldmenge seit dem Jahre 2001 ist nicht die Geldpolitik für den relativ geringen Anstieg des HVPI ursächlich.<sup>3</sup> Die Überschuss-Geldmenge hat sich nicht im HVPI niedergeschlagen, sondern die Preise (Kurse) für reale Aktiva (Aktien und Immobilien) steigen und dort Blasen entstehen lassen. Aus dieser Perspektive wäre es günstiger gewesen, wenn der HVPI stärker gestiegen wäre, weil dann die Verzerrung der volkswirtschaftlichen Produktionsstruktur insbesondere in der südlichen Peripherie ausgeblieben wäre.

### Sozialleistungssysteme und Lohnpolitiken sind maßgeblich für reale Konvergenz

Zur Sicherung der Währungsunion ist der Nachweis einer dauerhaften – über mehrere Jahre hinweg nachgewiese-

<sup>3</sup> Die Erklärung für das Rätsel »Überschuss-Geldmenge und relative Preisniveaustabilität« findet sich in: J. Starbatty, »Ist die Europäische Währungsunion eine einzige Erfolgsgeschichte?« in: E.-J. Mestmäcker et al., *Verfassung und Politik im Prozess der europäischen Integration (Wirtschaftsrecht und Wirtschaftspolitik 226)*, Baden-Baden 2008, 233–248.

**Tab. 1**  
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euroraum

	B	D	FIN	FRA	GRI	IRL	I	L	NL	Ö	P	SP	EWU	Ø <sup>a)</sup>	Ref <sup>b)</sup>
1997	1,5	1,5	1,2	1,3	<b>5,2<sup>c)</sup></b>	1,2	1,9	1,4	1,9	1,2	1,9	1,9	1,6	1,2	2,7
1998	0,9	0,6	1,4	0,7	<b>4,5</b>	2,1	2,0	1,0	1,8	0,8	2,2	2,2	1,1	0,7	2,2
1999	1,1	0,6	1,3	0,6	2,1	<b>2,5</b>	1,7	1,0	2,0	0,5	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	1,1	0,6	2,1
2000	2,7	1,4	3,0	1,8	2,9	<b>5,3</b>	2,6	<b>3,8</b>	2,3	2,0	2,8	<b>3,5</b>	2,1	1,7	3,2
2001	2,4	1,9	2,7	1,8	<b>3,7</b>	<b>4,0</b>	2,3	2,4	<b>5,1</b>	2,3	<b>4,4</b>	2,8	2,3	2,0	3,5
2002	1,6	1,3	2,0	1,9	<b>3,9</b>	<b>4,7</b>	2,6	2,1	<b>3,9</b>	1,1	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>	2,3	1,5	3,0
2003	1,5	1,0	1,3	2,2	<b>3,5</b>	<b>4,0</b>	<b>2,8</b>	2,5	2,2	1,3	<b>3,3</b>	<b>3,1</b>	2,1	1,2	2,7
2004	1,9	1,8	0,1	2,3	<b>3,0</b>	2,3	2,3	<b>3,2</b>	1,4	2,0	2,5	<b>3,1</b>	2,1	1,1	2,6
2005	2,5	1,9	0,8	1,9	<b>3,5</b>	2,2	2,2	<b>3,8</b>	1,5	2,1	2,1	<b>3,4</b>	2,2	1,4	2,9
2006	2,3	1,8	1,3	1,9	<b>3,3</b>	2,7	2,2	3,0	1,7	1,7	3,0	<b>3,6</b>	2,2	1,6	3,1
2007	1,8	2,3	1,6	1,6	3,0	2,9	2,0	2,7	1,6	2,2	2,4	2,8	2,1	1,6	3,1
2008	4,5	2,8	3,9	3,2	4,2	3,1	3,5	4,1	2,2	3,2	2,7	4,1	3,3	3,6	5,1

<sup>a)</sup> Ø: Durchschnittswert der drei Mitgliedstaaten, die auf dem Gebiet der Preisstabilität das beste Ergebnis erzielt haben. – <sup>b)</sup> Ref: Der Referenzwert ergibt sich aus dem Durchschnittswert der drei preisstabilsten Mitgliedstaaten plus eines Zuschlags von 1,5 Prozentpunkten. – <sup>c)</sup> Die Preissteigerungen derjenigen Länder, die das Inflationskriterium verletzen, sind fett gedruckt.

Quelle: Europäisches Währungsinstitut, Konvergenzbericht 1998; Deutsche Bundesbank, Monatsberichte.

nen – Angleichung der relevanten Wirtschaftsstrukturen wichtiger als die mehr oder weniger zufällige Erfüllung monetärer und finanzpolitischer Kriterien, zumal über kreative Buchführung Zahlungsströme so manipuliert werden können, dass Punktlandungen möglich sind und damit der Eindruck erfolgter Konvergenz bloß vorgespiegelt wird. Im Maastricht-Vertrag ist die Notwendigkeit von Fortschritten bei der »realen Konvergenz« zumindest angesprochen worden. In Art. 109j Abs. 1 EGV (Maastrichter Fassung) heißt es: Die Konvergenzberichte der Kommission und des Europäischen Währungsinstituts (EWI) »berücksichtigen ... auch die Ergebnisse bei der Integration der Märkte, den Stand und die Entwicklung der Leistungsbilanzen, die Entwicklung bei den Lohnstückkosten und andere Preisindizes.«

Reale Konvergenz soll sicherstellen, dass sich die Konkurrenzfähigkeit der Mitgliedstaaten der Währungsunion weder substantiell verschlechtert noch verbessert haben, dass also Wechselkursänderungen entbehrlich sind, um die nationale Wettbewerbsfähigkeit zu sichern. Fundamentale Ungleichgewichte in der Leistungsbilanz dürften mithin nach Eintritt in die Währungsunion nicht mehr auftreten. Solche Ungleichgewichte können insbesondere die Folge unterschiedlicher Produktivitätsentwicklung, unterschiedlicher Belastung mit Sozialleistungen und unterschiedlicher Lohnpolitiken sein.

In einer Wechselkursunion wie dem Bretton-Woods-System konnten restriktive Geldpolitiken reale Divergenzen, wenn sie nicht zu stark ausfielen, kompensieren, indem sie bei drohender Abwertung durch eine entsprechend restriktive Politik Kapital attrahierten und die Tarifvertragsparteien disziplinierten. Da dies in einer Währungsunion nicht mehr möglich ist, liegt das Schwergewicht der Anpassung bei den Gewerkschaften. Sollten diese stabilitätswidrig die Lohnstückkosten nach oben treiben und damit die Gefahr fundamentaler Ungleichgewichte heraufbeschwören, dann müsste die Politik dafür sorgen, dass bisher von den Arbeitgebern finanzierte Lohnnebenkosten auf die Arbeitnehmer überwältigt würden mit der Konsequenz entsprechender Reallohnkürzungen.

Da dies in demokratisch organisierten Industriestaaten in der Regel mit Abwahl der politisch Verantwortlichen bestraft wird und somit erst gar nicht oder doch nur unzulänglich versucht wird, müssten sich die Gewerkschaften selbst der Notwendigkeit lohnpolitischer Mäßigung fügen. Die Gewerkschaften haben wohl nicht bedacht, dass sie bei ihrer Zustimmung zur Währungsunion die Lohnpolitik an der Vermeidung fundamentaler Ungleichgewichte orientieren müssten und so praktisch ihrer Autonomie verlustig gingen. Sollten die Gewerkschaften sich in ihren Entscheidungen nicht an den Erfordernissen der realen Konvergenz orientieren wollen, so sammelt sich bei anhaltender oder sogar zunehmender Divergenz politischer Sprengstoff an.

### Fehlende reale Konvergenz: Die Währungsunion vor der Zerreißprobe

Die Beseitigung des Währungswettbewerbs (des Abwertungszwanges bei inflationärer Binnenentwicklung) bei Etablierung der Währungsunion hat nicht nur die Wachstumsraten der Mitgliedsländer auseinander driften lassen, sondern auch die Inflationsdisparitäten innerhalb der EWU verstärkt. Die real falschen Wechselkurse haben in den ehemaligen Schwachwährungsländern zu »Blasen« geführt, die die Vermögenspreise (vor allem Immobilien) sowie die Konsumausgaben in unvertretbare Höhen trieben. Das Investitionsklima war zu keiner Zeit durch die reale Entwicklung (Wertschöpfung, Produktivität, Ersparnisse) gerechtfertigt. So sind erhebliche strukturelle Verwerfungen (Immobilienblase) sowie regionale und soziale Disparitäten entstanden. Die Lohnkostenexplosion hat die Wettbewerbsfähigkeit dieser Volkswirtschaften innerhalb und außerhalb des Gemeinsamen Markts unterminiert.

Die gegenwärtige (und vermutlich noch lange anhaltende bzw. nachwirkende) Finanzkrise enthüllt den wahren Charakter der Währungsunion. Sie stellt auch ohne jedes zusätzliche Hilfs- und Konjunkturprogramm eine kostenlose Rückversicherung der schwachen, inflationierten und hochverschuldeten EWU- und EU-Länder dar. Die Krise wird zur Stunde der Wahrheit oder richtiger des Offenbarungseides. Die sich jetzt abzeichnenden höheren (risikobedingten) Aufschläge für Auslandskredite (»spreads«) sind ein schwacher Indikator für die in diesen Ländern bereits eingepreisten Kapitalverluste. Sie fielen noch höher aus, wenn die über den Euro ausgeschalteten (in Wahrheit europäisierten) Währungsverluste noch dazu kämen. Aus der von der Bundesregierung verheißenen Stabilitätsgemeinschaft ist eine Haftungsgemeinschaft geworden. Der in der Währungsunion institutionalisierte Verzicht auf Währungswettbewerb (und realistische Wechselkurse) ermöglicht den Schwachwährungsländern einen Lebensstandard und eine Vermögensbildung, für die die Starkwährungsländer die Ressourcen bereitgestellt haben. Jetzt sind wir genau in der Situation angelangt, die Euroskeptiker befürchtet und die Befürworter für undenkbar gehalten haben. So spottete der luxemburgische Ministerpräsident Jean Claude Juncker im Rahmen einer Klausurtagung der Christlich-Sozialen Union (zitiert nach Edmund Stoiber, Rede vor dem Bundesrat, 724. Sitzung <1998>, S. 203): »Transferleistungen sind so absurd wie eine Hungersnot in Bayern.«

### Lösungswege

Es gibt für die Schwachwährungsländer drei Wege aus dieser Zwangslage:

- 1) Es kommt vertragswidrig – zu einem Vorstoß gegen die Verbotsklausel des Art. 103 EGV (no-bail-out). Der für Währungsfragen zuständige Kommissar Almunia hat den geradezu abenteuerlich anmutenden Vorschlag gemacht, dass die Schwachwährungsländer gemeinsam mit den Starkwährungsländern Anleihen auflegten, um wieder in den Genuss höherer Kreditwürdigkeit zu kommen. Die Konsequenzen liegen auf der Hand: Die Kreditwürdigkeit der Starkwährungsländer würde auf das der Schwachwährungsländer heruntergezogen, weil die Belastbarkeit jeder Volkswirtschaft endlich ist. Ferner würde Geld in ein Fass ohne Boden geschüttet, denn die Fußkranken in EWU und EU würden auf der Endlos-Bezahlung ihrer Krücken beharren und Wege und Verbündete finden, dieses auch durchzusetzen. Doch wäre die EWU so nicht zu retten – denn der alte Schlendrian in den inflationären Defizitländern ginge weiter, und die Ungleichgewichte in EWU und EU würden sich vertiefen, statt zu verschwinden. Früher oder später stünde man doch wieder vor den beiden letzten Wahrheiten: Es bleibt nur die Wahl zwischen innerer Anpassung der Schuldenstaaten an ihr realwirtschaftliches Potential oder äußerer Anpassung über den Wechselkurs ihrer Währung.
- 2) Bleiben die Defizitländer in der Währungsunion, so sind sie gezwungen, ihre inflationäre Schuldenpolitik aufzugeben und ihre Leistungsbilanzen wieder in Ordnung zu bringen. Nur so gewinnen sie ihre Kreditwürdigkeit und die Freiheitsgrade ihrer inneren Wirtschaftspolitik zurück. Sie müssen jetzt in kürzester Zeit nachholen, was sie vor Eintritt und unmittelbar nach Eintritt in die Währungsunion längst hätten tun müssen: Ihre Sozialsysteme so auszusteuern und die Spielregeln für die Tarifauseinandersetzungen so zu gestalten, dass die nationale Wettbewerbsfähigkeit zumindest nicht weiter zurückfällt. Stattdessen haben die niedrigen Zinsen den Eindruck erweckt, als ob Staat und Unternehmen noch spendabler sein könnten als bisher.
- 3) Scheuen die Schwachwährungsländer die »harte« Anpassung, bliebe ihnen der Austritt aus der EWU (nicht der EU) offen. Denkbar wäre auch die Spaltung der Währungsunion in einen Starkwährungsblock mit Deutschland, Finnland, Niederlande sowie Österreich und in einen Schwachwährungsblock, dem die Mitgliedstaaten aus der südlichen Peripherie angehören könnten. Frankreich müsste sich dann entscheiden, ob es sich dem Starkwährungsblock anschließen – dann entstünde gewissermaßen eine karolingische Währungsunion – oder ob es den Schwachwährungsblock anführen möchte. Gleichgültig, ob es zu einer Spaltung oder zu einer Rückkehr zu nationalen Währungen und Währungsfassungen kommt, es würde den Defizitländern insoweit Luft verschaffen, als sie die innere Anpassung über Preise, Kosten und Einkommen durch die äußere über den Wechselkurs (Abwertung) abmildern könnten – freilich um den Preis, dass aus alten Euroschulden neue Fremdwährungsschulden würden. Doch die Währungsgeschichte bestätigt, dass die Rückkehr zu realistischen Wechselkursen verbunden mit einer konsequenten Stabilitätspolitik zu Hause auf längere Sicht noch immer der erfolgreichere Weg war, um zu gleichgewichtigem wirtschaftlichen Wachstum, Vollbeschäftigung und schließlich auch wieder zu Wohlstand zu gelangen. Nach dem Platzen der Blase in Südostasien (1996/7) haben die früheren Boomstaaten wegen der teilweise drastischen Abwertung ihrer Währungen auf den Weltmärkten relativ rasch wieder Fuß fassen können.



Jürgen Jerger\*

## Die neuen Mitgliedsländer auf dem Weg zum Euro?

Die Europäische Union wuchs zum 1. Mai 2004 bzw. 1. Januar 2007 um insgesamt zwölf Länder, davon zehn aus Zentral- und Osteuropa. Von diesen zwölf Beitrittsländern haben inzwischen (in der Reihenfolge des Beitritts) Slowenien, Malta, Zypern und die Slowakei den Euro eingeführt. Damit wird die Gemeinschaftswährung in mittlerweile 16 der 27 EU-Mitgliedstaaten verwendet. Da der EG-Vertrag – außer für Großbritannien und Dänemark – bei Erfüllung der Maastricht-Kriterien eine Beitrittspflicht zum Eurogebiet vorsieht, steht jedenfalls mittelfristig eine Osterweiterung des Eurogebiets an.<sup>1</sup>

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise stellt sich natürlich die Frage, wie wünschenswert und wahrscheinlich eine baldige Übernahme der Gemeinschaftswährung in diesen Ländern ist. Im Gegensatz zur Situation vor 1999 kann heute auf die Erfahrung der vergangenen zehn Jahre mit der Gemeinschaftswährung zurückgegriffen werden. Dies ist umso wichtiger, als die theoretische Literatur zur Theorie optimaler Währungsräume letztlich keine entscheidenden Impulse für das doch vorwiegend politisch getriebene Projekt der europäischen (Währungs-)Integration zu liefern in der Lage war.

### Zehn Jahre Euro: Die Erfahrungen

Vor dem Start der Europäischen Währungsunion überwog in der Profession die Skepsis gegenüber dem Projekt. Die

\* Universität Regensburg und Osteuropa-Institut Regensburg. Der Beitrag basiert auf einem Vortrag gleichen Titels bei der Tagung »Zehn Jahre Euro – Bewährung in der Finanzkrise« an der Akademie für Politische Bildung in Tutzing. Jerger (2009) – ergänzt durch Stazka (2009) bietet eine etwas ausführlichere Diskussion der Materie.

<sup>1</sup> Formal gesprochen sind all diese Länder bereits Mitglied der Europäischen Währungsunion, haben aber noch nicht die Stufe 3 (Einführung des Euro) erreicht.

Stabilitätskulturen der Länder waren zu unterschiedlich, die Koordination anderer Politikbereiche allenfalls im Ansatz über den Wachstums- und Stabilitätspakt organisiert, die Akzeptanz in der Bevölkerung nur wenig ausgeprägt. Daher forderten 200 Wirtschaftswissenschaftler in einer Anzeige in der FAZ noch im April 1998, die Einführung des Euro zu verschieben. Auch auf der anderen Seite des Atlantiks identifizierte beispielsweise Martin Feldstein (1997) im Euro ein Potential der ökonomischen Destabilisierung und ökonomischen Ineffizienz.

Jedenfalls für das erste Jahrzehnt des Euro hat sich diese Skepsis als unbegründet erwiesen: Der Euro ist mittlerweile nach dem Dollar unangefochten die weltweit zweitwichtigste Reservewährung; in den 16 Euroländern gehören inzwischen für 329 Mill. Menschen Währungsschwankungen der Vergangenheit an; der Euro wird mittlerweile für die Hälfte des Außenhandels zwischen der Eurozone und dem Rest der Welt als Fakturierungswährung benutzt; das durchschnittliche Haushaltsdefizit in der Eurozone sank auf 1,7% des BIP zwischen 1999 und 2008, während in den zehn Jahren zuvor noch durchschnittlich 4,3% zu verzeichnen waren; der Europäischen Zentralbank ist es gelungen, die Inflationserwartungen sehr stabil bei 2% zu verankern – auch wenn die durchschnittliche Inflationsrate über die letzten zehn Jahre mit 2,2% nicht ganz dem von der EZB selbst gesteckten Ziel von »nahe bei, aber unter 2%« entsprochen hat. Die stabile Verankerung der Inflationserwartungen ist umso bemerkenswerter, als fast überall die Währungsumstellung mit einem deutlichen Anstieg der »gefühlten« Inflation einherging.

Die sehr detailreiche Studie der Europäischen Kommission (2008) zum zehnjährigen Gründungsjubiläum der EZB geriet denn fast schon zur Jubelarie. Dem positiven Verdikt schließen sich zunehmend auch die Beobachter an, die von einer eher skeptischen Grundhaltung her kamen. Das derzeit am häufigsten zu hörende Argument gegen das »Experiment« der Währungsunion lautet denn auch, dass dem Eurosystem die eigentliche Bewährungsprobe in der aktuellen Krise noch bevorsteht. Angesichts der weltweiten Dimension der Krise haben sich aber alle Währungen bzw. alle Träger makroökonomischer Politik dieser Herausforderung zu stellen.

Trotz dieser positiven (Zwischen-)Bilanz für den Euro muss auch festgehalten werden, dass mit dessen Einführung kein Automatismus für makroökonomische Stabilität auf nationaler Ebene verbunden ist. Insbesondere haben national durchaus unterschiedliche Lohn- und Preisentwicklungen für teilweise deutliche Veränderungen des realen Wechselkurses zwischen den Ländern geführt. Dennoch ist die regionale Streuung der Preise innerhalb der Eurozone inzwischen ähnlich groß wie innerhalb der USA.

**Tab. 1**  
Länder in der „Excessive Deficit Procedure“

	1	2	Aktuell
Portugal	9/02–5/04	6/05–6/08	X
Deutschland	11/02–5/07		X
Frankreich	4/03–1/07		X
Griechenland	5/04–5/07		X
Ungarn	5/04–		Δ
Malta	5/04–5/07		X
Zypern	5/04–6/06		X
Slowakei	5/04–6/08		X
Polen	5/04–7/08		X
Tschechische Republik	5/04–6/08		X
Niederlande	4/04–6/05		X
Italien	6/05–6/08		X
Großbritannien	9/05–9/07	6/08–	Δ

Quelle: Zusammenstellung des Autors.

Auch mit Blick auf die fiskalische Disziplin ist die Erfahrung in der Währungsunion durchaus gemischt. Während insgesamt, wie bereits erwähnt, die Defizite reduziert werden konnten, begann bereits 2002 eine ganze Reihe von »Excessive Deficit Procedures«, die im Wachstums- und Stabilitätspakt verankert sind.<sup>2</sup> Tabelle 1 listet die bisherigen Verfahren auf. Mit Portugal, Deutschland, Frankreich, Griechenland, den Niederlanden und Italien waren auch sechs Länder betroffen, die den Euro bereits verwendeten. In Malta, Zypern und der Slowakei konnte die Prozedur wieder ausgesetzt werden, bevor der Euro eingeführt wurde.

In Portugal und Großbritannien wurde das Verfahren bereits zweimal gestartet. Immerhin konnten 13 der 15 Verfahren wieder eingestellt werden. Auch wenn man kritisch einwenden mag, dass allen Stufen des Defizitverfahrens letztlich politische Entscheidungen und keine Automatismen zugrunde liegen, so steckte in all diese Fällen doch durchaus ein tätiges Bemühen um eine höhere Fiskaldisziplin dahinter, das ohne den von diesem Verfahren ausgehenden »Peer Pressure« schwer vorstellbar wäre. Zu Tabelle 1 muss allerdings gesagt werden, dass sie dem Stand im Februar 2009 entspricht, aber in nächster Zukunft eine deutlich Erweiterung erfahren wird. Aufgrund der aktuellen Wirtschaftskrise, der durchweg mit staatlichen Ausgabenprogrammen begegnet wird, werden demnächst voraussichtlich sechs Verfahren gestartet werden. Gerade die jüngsten Entwicklungen zeigen aber, wie wichtig es ist, mit einer verantwortungsvollen Fiskalpolitik in normalen Zeiten das Pulver für konjunkturell schwierigere Zeiten trocken zu halten.

### Studien zur Wirkung der Gemeinschaftswährung

Selbstverständlich wurde das währungspolitische Großereignis von Beginn an von der wissenschaftlicher Seite ge-

<sup>2</sup> Diese Prozedur ist in Artikel 104 des EG-Vertrags geregelt und gilt für alle EU-Mitgliedsstaaten unabhängig von der Verwendung des Euro.

nauestens unter die Lupe genommen. Es liegen inzwischen für einige Fragestellungen auch genügend empirische Beobachtungen vor, um fundierte Aussagen treffen zu können. Im Rahmen dieses kurzen Beitrags kann die Literatur zur Wirkung von Währungsunionen sicher nicht annähernd abgedeckt werden, einige Studien seien dennoch erwähnt.

*Währungsunion und Handelsvolumina:* Baldwin (2006) bietet einen Überblick zur auf Rose (2000) aufbauenden Literatur zur kausalen Wirkung einer Währungsunion auf den Umfang der bilateralen Handelsströme. Während frühere Schätzungen deutlich höher lagen, identifiziert Baldwin einen auf die Währungsunion zurückzuführenden Anstieg des Handelsvolumens um 5 bis 10% als konsensfähigen Wert.

*Währungsunion und Zinsen:* Den wohl unmittelbarsten und deutlichsten Effekt hatte die Währungsunion auf das Zinsniveau in den früheren Schwachwährungsländern. Insbesondere für Staatsschulden gingen die Finanzierungskosten massiv zurück – auch wenn Anfang 2009 in einigen Ländern die Spreads wieder massiv nach oben gingen. Ongena und Popov (2008) zeigten mit Hilfe von Daten für individuelle Firmenkredite, dass die Währungsunion zu einer massiven Reduktion der Finanzierungskosten führte. Ihre Daten deuten auf einen Effekt von 160 Basispunkten hin.

*Währungsunion und Preise:* Eine gemeinsame Währung kann mit höherer Preistransparenz verbunden sein, auch wenn in einem stabilen Währungsverbund der Aufwand einer Umrechnung gering zu sein scheint. Beck und Weber (2005) zeigen mit Hilfe von internationalen Preisdaten für einzelne Güter, dass die Währungsunion in der Tat mehr Preistransparenz und damit eine höhere Wettbewerbsintensität mit sich brachte. Jerger und Röhe (2009) kommen mit Makrodaten zu einem ähnlichen Ergebnis. In einem DSGE-Modell konnte gezeigt werden, dass sich die Schätzungen für Preisanpassungskosten durch die Währungsunion deutlich verminderten.

### Die Maastricht-Kriterien in den Beitrittsländern

Bei der Prüfung der Beitrittsfähigkeit werden die in Frage kommenden Länder vor allem hinsichtlich der Erfüllung der Maastricht-Kriterien evaluiert. Tabelle 2 fasst die Befunde des letzten Konvergenzberichts der EZB aus dem Mai 2008 zusammen. Ein fett gesetzter Eintrag zeigt die Nicht-Erfüllung eines Kriteriums an.

Es wird deutlich, dass kein einziges Land alle Kriterien erfüllt – ganz abgesehen davon, dass in einigen Ländern die Lage am aktuellen Datenrand deutlich prekärer ist, als das

**Tab. 2**  
**Die (Nicht-)Erfüllung der Maastricht-Kriterien**

	Inflation	Defizit	Schuldenstand	Zins	WKM II
Referenz	3,2	- 3,0	60	6,5	J
Bulgarien	<b>9,4</b>	3,2	14,1	4,7	<b>N</b>
Estland	<b>8,3</b>	0,4	3,4	n.a.	J
Lettland	<b>12,3</b>	- 1,1	10,0	5,4	J
Litauen	<b>7,4</b>	- 1,7	17,0	4,6	J
Polen	3,2	- 2,5	44,5	5,7	<b>N</b>
Rumänien	<b>5,9</b>	- 2,9	13,6	<b>7,1</b>	<b>N</b>
Tschech. Rep.	<b>4,4</b>	- 1,4	28,1	4,5	<b>N</b>
Ungarn	<b>7,5</b>	<b>-4,0</b>	<b>66,5</b>	<b>6,9</b>	<b>N</b>

Quelle: Zusammenstellung des Autors.

in Tabelle 2 ausgewiesen wird. Während die fiskalischen Kriterien außer in Ungarn kaum problematisch sind, wird das Inflationsziel in allen Ländern außer Polen teilweise deutlich nicht erfüllt. Die letzte Spalte informiert über die Mitgliedschaft im Wechselkursmechanismus II. Abgesehen von den drei baltischen Republiken gehört kein osteuropäisches Land diesem an. Dies ist nicht zuletzt ein klares politisches Signal, weil die Einhaltung der Wechselkursbänder in der Regel gegeben war.

**Politische, rechtliche und ökonomische Barrieren**

So ist es – wie schon beim Start der Währungsunion – nicht zuletzt der politische Wille in den potentiellen Beitrittsländern, der darüber entscheidet, wie schnell der Euro eingeführt werden wird. Selbst bei Erfüllung der Maastricht-Kriterien gibt es in allen Ländern mehr oder weniger gravierende Problem beim Erreichen der rechtlichen Konvergenz. Natürlich sind die rechtlichen Grundlagen zur Teilnahme an der Währungsunion letztlich eine Technikalität,

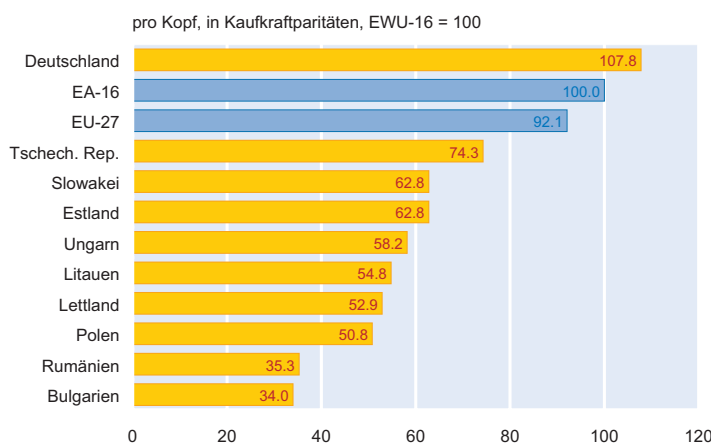
die »einfach« nur durch die nationalen Gesetzgeber umgesetzt werden muss. Da aber in einigen Ländern relevante Bestimmungen Verfassungsrang haben, ist dafür ein breiter Konsens notwendig. Beispielhaft sei aus der polnischen Verfassung Artikel 227, Abs. 1 zitiert: »Die Polnische Nationalbank ist die zentrale Staatsbank. Ausschließlich ihr steht das Recht zu, Geld auszugeben sowie die Geldpolitik zu bestimmen und durchzuführen. Die Polnische Nationalbank ist für den Wert des polnischen Geldes verantwortlich.« Auch wenn diese Bestimmungen für eine nationale Währung völlig selbstverständlich sind, sind sie

schlicht inkompatibel mit einer Teilnahme an der Währungsunion. Der nach aktuellen Äußerungen der polnischen Regierung für 2012 geplante Beitritt zur Währungsunion bedarf also nicht nur der – bislang nicht erfolgten bzw. konkret absehbaren – Teilnahme am WKM II, sondern auch einer Verfassungsänderung.

Mit Blick auf ökonomische Faktoren, die über die Maastricht-Kriterien hinausgehen, wird oft auf das erhebliche Wohlstandsgefälle zwischen den Mitgliedsländern verwiesen. Abbildung 1 zeigt dieses Wohlstandsgefälle mit Hilfe kaufkraftbereinigter Daten für das Bruttoinlandsprodukt pro Kopf.<sup>3</sup> Mit der Slowakei ist zum letzten Jahreswechsel ein Land beigetreten, in dem diese Größe bei nur knapp 63% des Durchschnitts der derzeit 16 Staaten der Eurozone liegt. Dieses Gefälle würde sich mit dem Beitritt weiterer Staaten noch einmal deutlich vergrößern.

Schon im Vorfeld der Etablierung der Währungsunion wurde immer wieder darauf hingewiesen, dass Wohlstandsgefälle mit einer gemeinsamen Währung gut vereinbar seien. Selbst höhere Inflationsraten in ärmeren Ländern aufgrund des Samuelson-Balassa-Effekts fallen nach vielen empirischen Studien nicht wirklich dramatisch ins Gewicht. Allerdings ist nicht von der Hand zu weisen, dass mit einem Wohlstandsdifferential immer auch deutliche Strukturunterschiede auf nationaler Ebene einhergehen, die wiederum dafür sorgen, dass geldpolitische Instrumente national durchaus unterschiedlich wirken können. Von daher ist eine länderweise Überprüfung der Wünschbarkeit für die Übernahme des Euro unabdingbar. Einen Beitritt en bloc wie 2004 und 2007 zur Europäischen Union kann es zur Währungsunion daher nicht geben.

**Abb. 1**  
**BIP 2007**



<sup>3</sup> Daten auf der Grundlage der Devisenkurse würden eine noch weitaus stärkere Disparität ausweisen.



Dazu kommen die derzeit schwer einschätzbaren Folgen der weltweiten Wirtschaftskrise. Insbesondere die Probleme der Finanzindustrie stellen auch für die Zentralbanken rund um den Globus eine massive Herausforderung dar. In den osteuropäischen Staaten selbst stehen einige Staaten auch vor Problemen bei der Finanzierung der – per se in aufholenden Volkswirtschaften nicht pathologischen – Leistungsbilanzdefizite. Zudem haben sich diese Länder in der Vergangenheit in erheblichem Umfang in Fremdwährung – insb. in Euro – verschuldet, so dass die Abwertungen der vergangenen Wochen und Monate die Belastung aus diesen Verbindlichkeiten massiv erhöhten. Gerade diese Entwicklung macht natürlich die Attraktivität eines Eurobeitritts aus Sicht der osteuropäischen Länder verlockender.

## Fazit

Die mittlerweile zehn Jahre Erfahrung mit der Gemeinschaftswährung lassen im Grunde einigen Optimismus für die Expansion der Eurozone zu. Auch kommen die empirischen Studien zu den Effekten der Währungsunion zu durchaus positiven Resultaten. Allerdings sind derzeit in keinem der Länder die Voraussetzungen des Wachstums- und Stabilitätspakts erfüllt, so dass in naher Zukunft die Eurozone nicht weiter anwachsen wird. Sicher ist, dass alle Akteure die aktuelle Krise abwarten werden, bevor weitere Schritte in Erwägung gezogen werden. So will die tschechische Regierung Ende 2009 erst einmal einen Zeitplan vorlegen; ob Polen 2009 den Beitritt zum WKM II vollzieht, um den ins Auge genommenen Beitrittstermin 2012 zu halten, ist derzeit noch fraglich.

## Literatur

- Baldwin, R. (2006), »The Euro's Trade Effect«, ECB Working Paper Series, No. 594, March 2006.
- Beck, G. und A. Weber (2005), »Inflation Rate Dispersion and Convergence in Monetary and Economic Unions: Lessons for the ECB«, CFS Working Paper.
- European Commission (2008), *EMU@10: Successes and Challenges After 10 Years of Economic and Monetary Union*, May 2008, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/emu10/emu10report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/emu10/emu10report_en.pdf).
- Feldstein, M. (1997), »The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability«, *Journal of Economic Perspectives* 11, 23–42.
- Jerger, J. (2009), »Die Osterweiterung der Europäischen Währungsunion«, in: D. Denzer-Speck (Hrsg.), *Geld und Geldpolitik – Freiburger Anregungen zu Wirtschaft und Gesellschaft*, Band 3, Lucius&Lucius, Stuttgart, erscheint demnächst.
- Jerger, J. und O. Röhe (2009), »The Macroeconomic Consequences of the EMU: Evidence from a Closed Economy DSGE Model«, mimeo.
- Rose, A. (2000), »One Money, One Market: Estimating the Effect of Common Currencies on Trade«, *Economic Policy* 30, 9–45.
- Stazka, A. (2009), »When Will the New EU Member States Adopt the Euro? Comment to J. Jerger, The Enlargement of the EMU«, in: D. Denzer-Speck (Hrsg.), *Geld und Geldpolitik – Freiburger Anregungen zu Wirtschaft und Gesellschaft*, Band 3, Lucius&Lucius, Stuttgart, erscheint demnächst.



Theo Waigel\*

## Der Stabilitätspakt – deutsche Pedanterie oder Voraussetzung für den Erfolg der Währungsunion?

Auch wenn die auf deutsche Veranlassung vollführte Änderung des Pakts ärgerlich und unnötig war, der Stabilitäts- und Wachstumspakt wirkt durch seine Existenz und hat eine Stabilitätskultur in ganz Europa entfacht.

Defizite in Portugal und Griechenland und Inflationsmargen in Irland haben früher die Presse in Frankreich und Deutschland nicht beschäftigt. Heute gibt es bei jeder Überschreitung von Stabilitätszielen eine gesamteuropäische Diskussion und damit einen externen Druck auf die entsprechenden Länder. Ich habe nicht die geringste Sorge, dass Länder wie Italien oder Griechenland wegen höherer Zinsen für Anleihen das Eurogebiet verlassen könnten. Wenn sie es täten, würde der Zinsabstand für solche Anleihen nicht 1,5 bis 2%, sondern 6 bis 8% betragen. Darum sind die Dramatisierungsszenen und Cassandra-Rufe um den Euro fehl am Platz.

In einer Währungsunion ist es unabdingbar, ein ökonomisch vernünftiges und glaubwürdiges Regelwerk für die Koordination der nationalen Budgetpolitiken zu schaffen.

Haushaltsziele dienen dazu, in konjunkturell guten Zeiten Haushaltsüberschüsse zu erwirtschaften, um den Schuldenstand zu senken und um Defizite während konjunkturell schlechter Zeiten zu erlauben. Zehn Jahre nach Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion sind die Erfahrungen gut, auch wenn Schwachpunkte nicht zu leugnen sind. Insgesamt unterlag Mitte 2008 kein Land der Wirtschafts- und Währungsunion dem exzessiven Haushaltsverfahren.

\* Dr. Theo Waigel ist Bundesfinanzminister a.D.

Doch die Finanzmarktkrise und der konjunkturelle Einbruch in Europa werden Haushaltspolitik und damit den Stabilitätspakt vor neue, bisher nicht voraussehbare Herausforderungen stellen. Für das Jahr 2008 werden die Defizite im Eurogebiet auf 1,3%, in den USA auf 5,3% und in Japan auf 1,9% geschätzt. Selbst in diesem schwierigen Umfeld ist der Stabilitätspakt der geeignete Rahmen für haushaltspolitische Koordinierungen im Eurogebiet. Ohne den Euro stünden die europäischen Länder vor irrationalen Bewegungen im Währungsbereich. Um das äußere und innere Potential des Euro auch künftig zu gewährleisten, ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt notwendig.



Jürgen Stark\*

## **Eine Bilanz von zehn Jahren Euro und der Geldpolitik der EZB**

### **Einführung des Euro**

Am 1. Januar 1999 haben zum ersten Mal in der europäischen Geschichte souveräne Staaten ihre Hoheit auf dem Gebiet der Geldpolitik auf eine neu geschaffene, supranationale Institution übertragen. Die Vollendung der dritten Phase der Wirtschafts- und Währungsunion war zweifellos ein Meilenstein auf dem langen und facettenreichen Weg der europäischen Integration.

Allen Verantwortlichen war bewusst, welch anspruchsvolles Erbe die Europäische Zentralbank antrat. Doch trotz der enormen Unsicherheiten, die mit der Einführung einer gemeinsamen Geldpolitik verbunden waren, war das Vertrauen in den Euro und die EZB vom ersten Tag an gewährleistet. Die Glaubwürdigkeit der EZB lag und liegt in dem klaren und eindeutigen Handlungsrahmen für die Geldpolitik begründet. Mit dem Vertrag von Maastricht und den ergänzenden Regelungen für den Euro bzw. die europäische Währungsunion haben wir einen soliden institutionellen Rahmen für die Wirtschafts- und Währungsunion geschaffen. Vier Kernelemente dieser Ordnung sind besonders hervorzuheben.

1. Der Vertrag von Maastricht verankerte die weitreichende Unabhängigkeit des ESZB – in institutioneller, funktions-, personeller und finanzieller Hinsicht – als unentbehrliche Voraussetzung für die erfolgreiche Umsetzung des Ziels der Preisstabilität.
2. Preisstabilität wurde als oberstes Ziel der Geldpolitik im Maastricht-Vertrag festgelegt, da die Wahrung eines stabilen Preisniveaus der wichtigste Beitrag ist, den die Geld-

\* Prof. Dr. Jürgen Stark ist Mitglied des Direktoriums und des Rates der Europäischen Zentralbank.

politik leisten kann, um Wachstum und somit Wohlstand und einen hohen Beschäftigungsstand zu fördern.

3. Darüber hinaus wurden die Konvergenz und das zugrunde liegende Vertrauen in den Euro auch durch die disziplinierende Wirkung des Stabilitäts- und Wachstumspakts gestärkt. Mit dem Pakt wurde das Fundament für gesunde und dauerhaft solide Staatsfinanzen im Euroraum gelegt. Er fördert das Vertrauen in die Stabilitätsorientierung der Währungsunion und zählt zu den entscheidenden Elementen, die die Aussage rechtfertigen, die gemeinsame Währungsgründe auf einer soliden Basis.
4. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt wird von der so genannten »No-bail-out«-Klausel ergänzt, also dem Haftungsausschluss einzelner Staaten und der Gemeinschaft für Schulden anderer Staaten. Diese Klausel verfolgt das Ziel, Anreize für nationales Fehlverhalten auf dem Gebiet der Finanzpolitik zu minimieren. Im Mai 1998 wurde nochmals politisch unterstrichen: Die Wirtschafts- und Währungsunion rechtfertigt keine spezifischen Finanztransfers.

### Die geldpolitische Strategie der EZB

Der EZB-Rat hat eine geldpolitische Strategie formuliert, die dazu dient, das Ziel der Preisstabilität zu verfolgen. Die Strategie musste auf die makroökonomischen Bedingungen im neu geschaffenen Euroraum zugeschnitten werden und gleichzeitig den zahlreichen Unsicherheiten, die hinsichtlich des monetären Regimewechsels zu erwarten waren, Rechnung tragen.

Noch vor Eintritt in die Dritte Stufe der Währungsunion – im Oktober 1998 – veröffentlichte die EZB ihre geldpolitische Strategie, deren Kernelemente die quantitative Definition von Preisstabilität und ein Zwei-Säulen-Ansatz mit einer monetären und einer realwirtschaftlichen Analyse der Risiken für die Preisstabilität sind. Im Rahmen der Überprüfung der Strategie im Jahr 2003 bestätigte und konkretisierte der EZB-Rat deren Hauptelemente.

Die präzise Definition von Preisstabilität als der mittelfristige Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von »unter, aber nahe 2%« dient als Maßstab zur Beurteilung des Erfolges unserer Geldpolitik. Eine leicht positive Inflationsrate gewährleistet eine ausreichende Sicherheitsmarge zum Schutz gegen eventuelle Messfehler beim HVPI und gegen Deflationsrisiken. Deflation – also ein anhaltender Rückgang des Preisniveaus – steht ausdrücklich nicht im Einklang mit der Definition von Preisstabilität. Außerdem erhöht eine leicht positive Inflationsrate die Flexibilität der Reallöhne, was die Anpassungsfähigkeit der Arbeitsmärkte nach externen Schocks erhöht.

Die Quantifizierung des Ziels der Preisstabilität dient in erster Linie als ein unwiderruflicher Anker für die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen. Verbunden mit dem Vertrauen der Bevölkerung in unsere Entschlossenheit, das Ziel der Preisstabilität konsequent und beharrlich zu verfolgen, stellen wir sicher, dass die Inflationserwartungen im Einklang mit unserer Definition von Preisstabilität stehen.

Die geldpolitische Strategie der EZB hat sich in einem Umfeld großer Unsicherheiten und bei zahlreichen unterschiedlichen Preis-, Nachfrage- und Angebotsschocks als robuster Handlungsrahmen für die zinspolitischen Entscheidungen bewährt. Die Strategie bietet der EZB eine bessere Grundlage, um zeitnah Risiken unterschiedlicher Herkunft – monetärer oder realwirtschaftlicher Natur – für die Preisstabilität im Euroraum zu erkennen, als andere vergleichbare Strategien, die sich primär auf Inflationsprognosen stützen.

### Eine Bilanz von zehn Jahren Euro

Seit 1999 sah sich die EZB einer Reihe von Herausforderungen gegenüber. Zu erinnern ist in diesem Zusammenhang an die Anschläge des 11. September (2001), die scharfe Korrektur an den Aktienmärkten nach dem Platzen der »Dot-com«-Blase, die enormen globalen wirtschaftlichen Ungleichgewichte in Form von hohen Leistungsbilanzdefiziten bzw. -überschüssen, den rasanten Anstieg der Lebensmittel- und Energiepreise und natürlich die Finanzkrise, die uns nunmehr seit über einem Jahr in Atem hält.

Zu den schwierigen Rahmenbedingungen gehörten auch die finanzpolitischen Entwicklungen in vielen Mitgliedsländern des Euroraums. Zwischen 2003 und 2005 führte ein Mangel an fiskalpolitischer Disziplin in einer Reihe von Mitgliedsländern – insbesondere während der vorangegangenen Wachstumsphase – zum Überschreiten der Defizitgrenze in einer Phase der Konjunkturabkühlung. Dies und die spätere Aussetzung des Defizitverfahrens gegen Deutschland und Frankreich wurden zu einer ernsten Belastungsprobe für die noch junge Währungsunion. Mit dem Urteil des Europäischen Gerichtshofs, das die Aussetzung der Verfahren für unrechtmäßig erklärte, und dem politischen Einvernehmen für eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts wurden jedoch die Grundlagen für ein klares Bekenntnis zu soliden Staatsfinanzen in der Zukunft geschaffen.

Die nachfolgende Phase der Haushaltskonsolidierung in 2006 und 2007, getrieben von der konjunkturellen Erholung im Euroraum, fand mit dem Ausbruch der Finanzkrise im vergangenen Jahr ein abruptes und frühzeitiges Ende. Laut der jüngsten Konjunkturprognose der Europäischen Kommission wird das Staatsdefizit 2009 in sieben

der 16 Euroländer über dem Maastrichter Referenzwert von 3% des Bruttoinlandsprodukts liegen, 2010 in zehn Euroländern.

Zwar erfordert die Finanzkrise besondere finanz- und geldpolitische Anstrengungen. Eine schnelle und nachhaltige Rückkehr zu einer Politik, die von den Prinzipien des Stabilitäts- und Wachstumspakts geleitet wird, ist jedoch zwingend erforderlich, um den gemeinsamen Währungsraum nicht dauerhaft zu belasten.

Als Notenbanker messe ich den Erfolg des Euro primär an seiner inneren Stabilität. So lag die Inflationsrate in den vergangenen zehn Jahren im Durchschnitt nur knapp oberhalb unserer Definition von Preisstabilität bei 2,2% – und damit sogar knapp unterhalb des Durchschnitts der deutschen Inflationsrate in den zehn Jahren von 1989 bis 1998 (2,28%).

Nicht weniger bemerkenswert ist die solide Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen nahe unserer Definition von Preisstabilität. Trotz zahlreicher negativer Preisschocks haben Marktteilnehmer und die Öffentlichkeit nie ihren Glauben an unsere stabilitätsorientierte Geldpolitik verloren. Unsere Definition von »unter, aber nahe 2%« diente vor allem in turbulenten Zeiten als Richtwert für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum.

Die Geldpolitik der EZB hat jedoch nicht nur dazu beigetragen, Preisstabilität im Euroraum zu wahren, sondern sie hat zugleich auch einen entscheidenden Beitrag zur Förderung von Wirtschaftswachstum und Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet geleistet. Mit der Einführung des Euro – und dem damit verbundenen Konvergenzprozess – haben sich die Finanzierungs- und Kreditbedingungen in allen Euroländern deutlich verbessert und so einen teilweise rasanten Anstieg privater und öffentlicher Investitionen ermöglicht. Die Entwicklung des Beschäftigungsstands im Euroraum ist besonders bemerkenswert: Seit 1999 wurden im Euroraum mehr als 16 Mill. neue Arbeitsplätze geschaffen.

Selbstzufriedenheit wäre jedoch fehl am Platz. Die Umsetzung der in der Lissabon-Agenda formulierten Ziele zur Verbesserung der Wettbewerbsposition der Euroländer ist notwendig, um die Produktivität zu erhöhen, Innovationen zu fördern und letztlich das Wirtschaftswachstum zu steigern.

### **Die Geldpolitik der EZB seit dem Ausbruch der Finanzkrise**

Auf die Ursachen der Krise möchte ich hier nicht im Detail eingehen, sie sind schon vielfach erörtert worden. Ich möchte aber betonen, dass die EZB früh – lange vor Ausbruch

der Krise im August 2007 – auf die Unterbewertung der Risiken und die daraus resultierenden Gefahren für das Finanzsystem hingewiesen hat. Im Rahmen unserer monetären Analyse – einer der beiden Säulen unserer geldpolitischen Strategie – ergaben sich bereits im Jahr 2005, aufgrund der starken Kredit- und Liquiditätsausweitung, erste Anzeichen für deutliche Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex, aber auch für verschiedene Vermögenspreise – allen voran Immobilienpreise.

Als sich im Sommer des Jahres 2007 die ersten Spannungen an den Geldmärkten im Euroraum einstellten, reagierte die EZB unverzüglich. Das Eurosystem hat die Stabilität am Interbankenmarkt mit umfangreichen Liquiditätszufuhren unterstützt. Solche Liquiditätszufuhren – hauptsächlich in Form von Feinsteuerungsoperationen und zusätzlichen langfristigen Refinanzierungsgeschäften – waren notwendig geworden, um die ordnungsgemäße Transmission der zinspolitischen Impulse sicherzustellen. Nach der Zuspitzung der Krise im Herbst vergangenen Jahres sahen wir uns gezwungen, die liquiditätspolitischen Konditionen nochmals erheblich zu verändern, vor allem, da nach dem Konkurs von Lehman Brothers der Interbankenmarkthandel nahezu völlig zum Erliegen kam. So wurde das Zuteilungsverfahren auf einen Mengentender bei voller Zuteilung umgestellt, wodurch sich die Banken zum Leitzinssatz in jeder gewünschten Höhe refinanzieren könnten. Darüber hinaus wurde vorübergehend die Liste notenbankfähiger Sicherheiten erweitert.

Gleichzeitig haben die Finanzmarktverwerfungen den Kurs der Geldpolitik im Euroraum insofern beeinflusst, als sich hierdurch die Einschätzungen des EZB-Rats hinsichtlich der Risiken für die mittelfristige Preisstabilität seit Oktober dramatisch veränderten. Seit der Verschärfung der Krise nach dem Konkurs von Lehman beobachten wir einen weltweiten Konjunkturreinbruch, begleitet von einem teilweise rasanten Verfall der Vermögenspreise. Der in US-Dollar gerechnete Ölpreis erreichte im Dezember 2008 seinen tiefsten Stand seit Juli 2004, und auch die Inflation im Euroraum hat sich merklich abgekühlt. Gleichzeitig beobachten wir einen schrittweisen Rückgang der Geldmengen- und Kreditwachstumsraten im Euroraum. Die Erkenntnisse aus der monetären und der wirtschaftlichen Analyse wiesen somit eindeutig auf eine erhebliche Reduzierung der Risiken für die Preisstabilität im Eurogebiet hin. Dies eröffnete dem EZB-Rat die Möglichkeit, das Leitzinsniveau in mittlerweile vier Schritten um insgesamt 225 Basispunkte zu senken. Ausmaß und Tempo dieser Maßnahmen sind beispiellos.

Es ist die Aufgabe des EZB-Rates, die Leitzinsen gemäß der Beurteilung der mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität festzulegen. Die Inflationserwartungen sind auf ei-

nem Niveau zu verankern, das mit Preisstabilität vereinbar ist – also auch keine Deflationserwartungen entstehen lässt. Zwar wird die Inflationsrate im Euroraum Mitte des Jahres aufgrund von Basiseffekten deutlich fallen. Gleichwohl sind deflationäre Entwicklungen für das Euro-Währungsgebiet derzeit nicht erwarten. Die mittelfristigen Inflationserwartungen sind nach wie vor auf einem Niveau verankert, das mit der Definition der EZB für Preisstabilität im Einklang steht. Sollte es die Situation jedoch erfordern, wird der EZB-Rat entsprechend handeln, um Preisstabilität sicherzustellen.

### Abschließende Bemerkungen

Der Euro und die gemeinsame europäische Geldpolitik haben in den letzten zehn Jahren eine Entwicklung vollzogen, die selbst für ausgewiesene Optimisten undenkbar schien. Dieser Erfolg beruht vor allem auf der stabilitätsorientierten Währungsverfassung der europäischen Währungsunion, deren Kernelemente die politische Unabhängigkeit des ESZB und das klare Bekenntnis zu Preisstabilität als vorrangigem Ziel sind.

Der Euro bietet Sicherheit, Stabilität und Schutz in Zeiten der Krise. Die Tatsache, dass sich Finanzinstitute im gesamten Euroraum zu gleichen Bedingungen kurzfristig refinanzieren können, hat die Spannungen am Geldmarkt deutlich abgemildert. Darüber hinaus hat der Euro starke Wechselkursschwankungen innerhalb des Euroraums verhindert. Der Euro ist zu einem sicheren Währungshafen herangewachsen.

Trotzdem bietet der Euro keinen vollkommenen Schutz vor Verwerfungen an den Geld- und Kapitalmärkten. Die unterschiedlich hohen Risikoaufschläge auf langfristige Staatsanleihen der Euroländer, die wir seit dem Ausbruch der Krise beobachten, sind Ausdruck der noch immer bestehenden strukturellen Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern der Währungsunion. Hier besteht ein enger Zusammenhang zwischen den Risikoaufschlägen und den hohen Haushalts- und Leistungsbilanzdefiziten in den am stärksten betroffenen Ländern. Ein überdurchschnittliches Wachstum der realen Lohnstückkosten, ein Mangel an fiskalpolitischer Disziplin oder aber Defizite in der Implementierung dringend benötigter struktureller Reformen sind Faktoren, die die zunehmende Erosion der Wettbewerbsfähigkeit dieser Länder erwirkt haben. Es ist daher gerade für diese Länder unerlässlich, die im Rahmen der Lissabon-Agenda formulierten Ziele zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit mit Nachdruck zu verfolgen und die Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts einzuhalten. Geldpolitische Mittel sind das falsche Instrument, um strukturelle oder ordnungspolitische Probleme zu kaschieren.

Die divergierenden Risikoaufschläge setzen auch ein deutliches Zeichen für die Länder, die momentan als Reaktion auf die Krise ihre Position in Bezug auf eine mögliche Euro-Einführung überdenken. Eine voreilige und überhastete Einführung des Euro ist weder mit der europäischen Währungsverfassung vereinbar, noch ist sie aus wirtschaftspolitischer Sicht die optimale Antwort auf die Krise. Die Einführung des Euro erfordert strukturelle Anpassungen und ist mit einem strengen Konvergenzprozess verbunden, dessen Bedeutung vor allem in der Krise zutage tritt. Die Turbulenzen der vergangenen 18 Monate zeigen, dass der mit dem Beitritt zur Währungsunion verbundene Wegfall des Wechselkurses als Anpassungsventil und die Vereinheitlichung der kurzfristigen Zinsen für einige EU-Staaten zum jetzigen Zeitpunkt zu früh greifen würde.



Manfred J.M. Neumann\*

## Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank: Kritische Bemerkungen<sup>1</sup>

Seit gut zehn Jahren gibt es mit dem Euro eine gemeinsame europäische Währung und mit der Europäischen Zentralbank (EZB) eine gemeinsame Institution, die für eine zunehmende Anzahl von Ländern der Europäischen Union den Gang der Geldpolitik bestimmt. Auch zuvor hatte es schon eine europäische Geldpolitik gegeben, und zwar im Rahmen des Europäischen Währungssystems. Doch hatte das Zusammenspiel der nationalen Zentralbanken nicht immer zufriedenstellend geklappt. Weil verschiedenen Regierungen einzelner Mitgliedsländer die Preisstabilitätsmelodie der Deutschen Bundesbank nicht gefiel, hatten sie es vorgezogen, ihren Zentralbankiers immer wieder störende Vorgaben zu machen, so dass es häufig zu Wechselkurskrisen und Veränderungen der bilateralen Paritäten zur D-Mark kam. Mit dem Start der Europäischen Währungsunion Anfang 1999 war das endgültig vorbei. Die nationalen Währungen wurden abgeschafft, und die Regierungen verbrieften den Zentralbanken die Unabhängigkeit. Fortan konnten die Zentralbankiers allein entscheiden, und diese grundlegende Veränderung der Währungsverfassung hat stabilisierend gewirkt. Es ist der EZB gelungen, die neue gemeinsame Währung als eine anerkannte Weltwährung neben dem US-Dollar zu etablieren und sich die Reputation einer Zentralbank zu erwerben, die das Ziel der Preisstabilität glaubwürdig verfolgt.

\* Prof. Dr. Manfred J.M. Neumann ist Direktor des Instituts für Internationale Wirtschaftspolitik an der Universität Bonn.

<sup>1</sup> Der Artikel gründet auf der Studie: M.J.M. Neumann, »Some Observations on the European Central Bank's Monetary Policy«, in: M. Buti, S. DeRose, V. Gaspar und J. Nogueira Martins (Hrsg.), *Euro – The First Decade*, Cambridge University Press: Cambridge 2009 (forthcoming).

Das ist eine überragende Leistung, die etwas näher zu beleuchten ist. Aber wo Licht ist, gibt es natürlich auch Schatten, und es liegt in der Natur der Wissenschaft, sich nicht auf das Posaunen von Lobeshymnen zu konzentrieren, sondern mit prüfendem Blick nach Schwachstellen zu suchen, um kritische Reflektion zu befördern, ohne die es nicht zu besseren Lösungen kommt. Deshalb wird im Folgenden in der Hauptsache der Frage nachgegangen, ob die EZB nicht im Windschatten der amerikanischen Federal Reserve über Jahre hin eine zu expansive Niedrigzinspolitik geführt und damit ihrerseits Bedingungen geschaffen hat, die zum Entstehen der schweren internationalen Finanzmarktkrise beigetragen haben.

### Hat die EZB stabilisierend gewirkt?

Die bedeutendste Aufgabe jeder Zentralnotenbank ist es, die interne Kaufkraft des von ihr ausgegebenen Geldes zu bewahren, und falls es sich damit vereinbaren lässt, ergänzend zur Stabilität des gesamtwirtschaftlichen Prozesses beizutragen. Um Aufschluss darüber zu erhalten, ob das der EZB gelungen ist, werden in der Tabelle 1 die Entwicklungen von Inflationsraten und Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) des Eurogebiets mit denen in den Vereinigten Staaten sowie in Großbritannien und Schweden verglichen. Die beiden zuletzt genannten Länder sind von besonderem Interesse, weil deren Zentralbanken seit langem die angeblich überlegene Strategie eines *inflation targeting* verfolgen. Das bedeutet, dass der Geld- oder Zinspolitik aufgetragen ist, prognostizierten Abweichungen der künftigen Inflationsentwicklung von einem vorgegebenen Zielwert entgegenzuwirken.

Die Tabelle weist für Schweden mit nicht mehr als 1,5% im Durchschnitt der Jahre 2000–07 und sogar nur 1,1% in der

**Tab. 1**  
**Verbraucherpreisindex und reales Wachstum**  
Mittelwert (Standardabweichung)

	Eurogebiet	Vereinigte Staaten	Großbritannien	Schweden
<b>Inflation</b>				
2000–2003	2,2 (0,27)	2,5 (0,81)	2,3 (0,76)*	1,8 (0,75)
2004–2007	2,2 (0,30)	3,0 (0,70)	2,0 (0,50)	1,1 (0,85)
2000–2007	2,2 (0,29)	2,8 (0,80)	2,2 ( na )	1,5 (0,88)
<b>BIP-Wachstum</b>				
2000–2003	2,3 (1,63)	2,1 (1,34)	2,7 (0,77)	2,4 (1,61)
2004–2007	2,5 (0,49)	2,9 (0,66)	2,7 (0,65)	3,5 (1,06)
2000–2007	2,4 (1,18)	2,5 (1,11)	2,7 (0,70)	2,9 (1,44)
<b>Tagesgeld</b>				
2000–2003	3,53 (0,92)	3,23 (2,15)	4,58 (1,05)	3,84 (0,44)
2004–2007	2,71 (0,77)	3,64 (1,58)	4,86 (0,61)	2,29 (0,29)
2000–2007	3,12 (0,94)	3,43 (1,89)	4,72 (0,86)	3,55 (0,74)

\* Einzelhandelspreisindex.

Quelle: EZB.

Teilperiode 2004–07 die geringste Inflation aus. Damit wurde jedoch das schwedische Inflationsziel von 2% erheblich und fortwährend unterschritten. Die EZB andererseits hat mit durchschnittlich 2,2% ein höheres Inflationsniveau zugelassen als dem entspricht, was sie im Hinblick auf Preisstabilität für tolerabel erklärt. Allerdings ist das Überschießen relativ gering, und das gilt auch für die Volatilität der Inflation. Die für die Teilperioden berechneten Standardabweichungen weisen auf deutlich höhere Schwankungen der Inflationsraten in den anderen Ländern hin. Wüsste man nicht, dass die EZB die Strategie des *inflation targeting* ablehnt, würde man daher vermuten, dass sie es ist, die diese Strategie verfolgt, und nicht die Zentralbanken Großbritanniens oder Schwedens. Tabelle 1 zeigt weiter, dass im Eurogebiet wie in den anderen Volkswirtschaften die Volatilität des realen Wachstums seit dem Jahr 2004 deutlich abgenommen hat. Das muss nicht der Geldpolitik zu verdanken sein, sondern kann auch Folge einer günstigeren Entwicklung von Drittfaktoren sein. Andererseits haben die EZB und die schwedische Zentralbank sich in neuerer Zeit bemüht, ihre Politik stabiler zu führen, wie in der Tabelle an der deutlich verringerten Zinsvolatilität abzulesen ist.

### Veränderungen der geldpolitischen Strategie

Von Anfang an umfasste die Strategie der EZB eine Definition dessen, was unter dem Ziel der »Preisstabilität« verstanden werden sollte, sowie zwei Ansätze zur Diagnose der jeweiligen wirtschaftlichen Lage und der mittelfristigen Perspektiven, die »monetäre Säule« und die »ökonomische Säule«. Die Ende 1998 bekannt gegebene Strategie wurde nach den Erfahrungen der ersten vier Jahre Anfang 2003 wesentlich verändert.

Es war klug von der EZB, durch eine klare Definition der Hauptzielsetzung ihrer Politik um das Vertrauen der Bürger des Eurogebiets für die neue gemeinsame Währung zu werben. Allerdings hätte die Definition präziser sein können. Denn als Preisstabilität wurde ein Zustand bezeichnet, in dem der harmonisierte Index der Verbraucherpreise um weniger als 2% steigt. Damit war zwar die Toleranz nach oben begrenzt, aber es blieb offen, welchen Wert in dem Intervall zwischen 0 und 2% die EZB denn dauerhaft anstreben würde. Es ist gut möglich, dass der Rat der EZB sich 1998 darüber nicht einig war. Allerdings konnte man aus den Angaben der EZB über die Trendraten des realen Potentialwachstums (+ 2,25%) und der Umlaufgeschwindigkeit der Geldmenge M3 (– 0,75%) sowie einem bekannt gegebenen festen Referenzwert für das Wachstum der Geldmenge (+ 4,5%) ableiten, dass der Rat sich offenbar eine mittelfristige Inflationsrate von 1,5% zur Richtschnur der Geldpolitik gesetzt hatte. Dieser Zielwert erschien überzeugend, weil er auf der Mitte zwischen der oberen Toleranzgrenze von 2% und der nach unten zu setzenden Toleranzgrenze von 1% lag, von

der aufgrund von Preisindexproblemen angenommen werden kann, dass sie einer wahren Inflationsrate von null entspricht.

Aus geldpolitischer Überzeugung – vielleicht auch nur, um sichtbar an die hohe Reputation der Deutschen Bundesbank anzuknüpfen – wurde 1998/99 sehr betont, der Geldmenge und damit der ersten Säule komme in der Strategie der EZB »eine prominente Rolle« zu. Präsident Duisenberg illustrierte das mit dem Bild, die eine Säule sei stärker als die andere. Zudem wurde ein jährlich zu überprüfender »Referenzwert« für das Geldmengenwachstum aus der Taufe gehoben.

Aber vier Jahre später, im Frühjahr 2003, war alles anders. Die geldpolitische Strategie wurde grundlegend geändert, wenngleich das offiziell heruntergespielt werden musste, um die breite Öffentlichkeit nicht zu erschrecken. Wohin die Reise gehen sollte, zeigte die Veränderung der Definition von Preisstabilität. »Unter *aber nahe 2%*« ist seitdem das neue Ziel. Praktisch wurde damit die Toleranzrate dauerhafter Inflation um einen halben Prozentpunkt angehoben. Auch wurde die Reihenfolge der Säulen vertauscht. Von nun an wurde stets zuerst über die ökonomische Säule mit einer auf längstens zwei Jahre angelegten Inflationsprognose gesprochen, danach ergänzend und relativ kurz darüber, dass die monetäre Analyse zu keiner wesentlich anderen Einschätzung führe. Diese Veränderung der Präsentation konnte man als bloße Kosmetik verstehen. Tatsächlich ging es einer Mehrheit des EZB-Rates aber darum, der ihr unbequem gewordenen monetären Analyse die Brisanz zu nehmen. Denn sie signalisierte eine starke monetäre Expansion, die den Referenzwert von 4,5% fortwährend übertraf, und das für sich genommen, erlaubte es nicht, der seit September 2001 forcierten Zinssenkungspolitik der Federal Reserve zu folgen. So war es nur konsequent, die jährliche Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum für überflüssig zu erklären, obwohl sie unabdingbar war, um empirische Veränderungen monetärer Relationen angemessen zu erfassen. Der Ende 2002 neu berufene Vizepräsident der EZB, Lucas Papademos, machte sich zum Wortführer und propagierte im März 2003 in Anlehnung an einen Vortrag von Ben Bernanke, damals Gouverneur der Fed, eine Strategie der »constrained discretion«, eines an einer Regel orientierten fallweisen Entscheidens über Zinsänderungen. Die Botschaft lautete, eine Zentralbank, die Glaubwürdigkeit erlangt hat, kann die Zinsen senken, um die Wirtschaft anzufeuern, ohne ein Aufleben von Inflationserwartungen befürchten zu müssen. Und ein Absenken des Zinses bis auf 2% erschien notwendig, weil angeblich Deflation drohte.

Dass der Strategiewechsel der EZB nicht kosmetischer, sondern substantieller Natur war, lässt sich empirisch nachweisen. Man kann mit monatlichen Daten der Jahre 1999–

2002 anhand verschiedener Methoden vorwärts schauende Funktionen der Zinspolitik der EZB schätzen und sie für Simulationen der Zinspolitik der folgenden Jahre benutzen. Dann zeigt sich, dass die EZB – wenn sie ihre Strategie nicht geändert hätte – in den Jahren 2003–05 für ein Zinsniveau gesorgt hätte, das durchschnittlich um 100 Basispunkte höher gelegen hätte, als es historisch der Fall gewesen ist. Daher ist es nicht zweifelhaft, dass die EZB den unglückseligen Expansionskurs der amerikanischen Geldpolitik flankiert und ihrerseits mit einer Politik des leichten Geldes dazu beigetragen hat, dass den Banken fast alles finanzierbar erschien, gewünschte Renditen groß, aber Risiken klein geschrieben wurden. Über Jahre hin ermöglichte die EZB ein kurzfristiges Realzinsniveau von durchschnittlich 0%, die Fed von sogar – 1%. Das verführte die Banken unter den Augen der Aufsicht zu einer exzessiven Fristentransformation, in ihren geprüften Bilanzen wie in außerbilanziell geführten Zweckgesellschaften.

### Ritualisierte Sprache

Wenn eine Zentralbank ihre kurzfristigen Zinssätze über einen langen Zeitraum auf einem ungewöhnlich niedrigen Niveau belässt, dann kommt sie nicht umhin, der Öffentlichkeit laufend beruhigende Erklärungen abzugeben des Sinnes, dass diese Politik nicht zu Inflation führen werde und dass man jedenfalls rechtzeitig eingreifen werde, sollte wider Erwarten eine solche Gefahr drohen. Die Bank of England hat das Problem im Rahmen ihrer Strategie des *inflation targeting* gelöst, indem sie dem Publikum vierteljährlich eindrucksvolle *fan charts* vorführt. In diesen Graphiken wird der über die jeweils nächsten zwei Jahre zu erwartende Verlauf der Inflationsrate veranschaulicht, der – wie könnte es anders sein – stets zu der offiziellen Zielinflationsrate von 2% hinführt.

Die EZB verfügt bisher nicht über ein solches Marketing. Sie vertraut stattdessen auf die Überzeugungskraft der Analysen in den Monatsberichten und insbesondere der Unterrichtungen durch den Präsidenten in den Pressekonferenzen, die nach EZB-Ratstreffen stattfinden. Sie beginnen stets mit dem Verlesen einer im Rat abgestimmten Darstellung der geldpolitischen Lage. Eine Durchsicht der seit Mitte 2003 vom Präsidenten monatlich vorgetragenen Einschätzungen verdeutlicht, dass man sich in zunehmendem Maße auf formelhafte Beschwichtigungen und Beschwörungen verlässt, um die Journalisten und letztlich die breite Öffentlichkeit in der Überzeugung zu bestärken, dass die EZB ihrer Aufgabe gerecht werde.

So wurde seit November 2004 zwar regelmäßig erklärt, dass es mittelfristig gesehen ein Aufwärtsrisiko hinsichtlich der Bewahrung von Preisstabilität gäbe. Gleichzeitig wurde aber versucht zu beruhigen, weil die Inflationsrate regelmäßig 2%

überschritt. Bis Mitte 2005 diente dazu die empirische Aussage, es sei kein signifikanter Aufbau von Inflationsdruck nachweisbar. Danach wurde zu der autoritativen Behauptung gewechselt, die aktuelle Position der Geldpolitik bleibe angemessen, und dies wurde Monat für Monat wiederholt bis dann schließlich im Dezember 2005 das Zinsniveau erstmals wieder angehoben wurde.

Eine seit Mitte 2004 fast ununterbrochen verwendete Vokabel ist *vigilance*, also Wachsamkeit. Als ob die Bürger des Eurogebiets furchtsame Kinder wären, wird ihnen eine »starke Wachsamkeit« des EZB-Rats versprochen, ab und an eine »besondere Wachsamkeit«, mitunter auch nur eine »fortgesetzte«. Auch wird betont, dass diese Wachsamkeit des EZB-Rats »erforderlich« sei, wenn nicht gar »unabdingbar«, jedenfalls sei sie »zugesichert«. Es ist schon merkwürdig, dass man sich von solchen Sprüchen Positives verspricht. Wenn irgendetwas, vermitteln sie den Eindruck einer großen Unsicherheit, eines Pfeifens im dunklen Walde.

### Die Projektionen der Experten

Eine vorwärts schauende Geldpolitik ist auf Prognosen oder jedenfalls Projektionen der künftigen Entwicklung von Inflationsrate und realem Wachstum angewiesen. Die EZB veröffentlicht seit Ende 2000 »Projektionen« der Änderungsrate des harmonisierten Konsumpreisindex, des realen Bruttoinlandsprodukts und seiner Verwendung zweimal jährlich, seit Mitte 2004 viermal. Wenn es darum geht, die wahrscheinlichste Entwicklung anzugeben und deshalb auch Markterwartungen über den künftigen geldpolitischen Kurs als Input verwendet werden, darf man auch von Prognosen sprechen und sie dem Test der Realität aussetzen. Eine Besonderheit des Umgangs mit diesen Prognosen ist, dass der EZB-Rat für sie »keine Verantwortung« übernimmt, sondern defensiv betont, dass es sich um Prognosen der Fachleute des Eurosystems handle. Sie dienen zwar als Unterlagen für den Entscheidungsprozess, würden aber durch eigene Einsichten der Ratsmitglieder verändert.

Tatsächlich sind insbesondere die Prognosen der Inflationsrate nicht sehr überzeugend. Für die Inflationsprognosen mit einem Zeithorizont von zwei Jahren ergibt sich über den Zeitraum 2001–07 gemessen ein durchschnittlicher Prognosefehler von 0,5 Prozentpunkten, für die Prognosen über den kürzeren Zeithorizont von einem Jahr ein Fehler von 0,3 Prozentpunkten. Die durchschnittlichen Prognosefehler beispielsweise der Europäischen Kommission sind geringer, wenngleich beide Institutionen nicht in der Lage sind, den naiven Ansatz – die Inflationsrate bleibt wie sie ist – zu schlagen, denn das würde erfordern, den durchschnittlichen Fehler auf weniger als ein Zehntelprozentpunkte zu verringern.



Problematischer als die durchschnittliche Höhe der Fehler ist die Tatsache, dass sie durchweg dasselbe Vorzeichen aufweisen. Im untersuchten Zeitraum haben die Fachleute der EZB das künftige Inflationsniveau systematisch unterschätzt. Man könnte sich als einen Grund vorstellen, dass es eine Tendenz gibt, die Inflationsprognosen möglichst flach zu halten, um keinen Ärger mit dem EZB-Rat oder gar mit der Öffentlichkeit zu bekommen, die dann vielleicht eine Änderung des geldpolitischen Kurses verlangen würde. Aber das ist höchst spekulativ. Zudem ist zu bedenken, dass der »Survey of Professional Forecasters« der EZB ebenfalls nach unten verzerrte Inflationsprognosen liefert. Es ergibt sich daher ein Rätsel, das noch der Lösung harrt: Wie kann es sein, dass Fachleute der EZB wie auch andere Jahr für Jahr die künftige Inflation unterschätzen oder gar auf weniger als 2% veranschlagen, obwohl sie wissen müssten, dass ihre Prognosen wenig taugen.



Die Vorträge wurden bei der Tagung »Zehn Jahre Euro – Bewährung in der Finanzkrise« der Akademie für Politische Bildung Tutzing vorgestellt.