

Bofinger, Peter

Article — Digitized Version

Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Bofinger, Peter (1995) : Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Nomos, Baden-Baden, Vol. 75, Iss. 12, pp. 679-688

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/137308>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Peter Bofinger

Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion

In der Öffentlichkeit besteht ein wachsender Informationsbedarf über die konkrete Ausgestaltung der Geldordnung und Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion. Von welcher theoretischen Grundkonzeption soll die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) bestimmt sein? Welches geldpolitische Instrumentarium ist für die Umsetzung in den einzelnen Teilnehmerländern erforderlich?

Bis zum 1. Januar 1999, dem voraussichtlichen Startzeitpunkt der Europäischen Währungsunion (EWU), sind es nur noch drei Jahre. Da viele finanzielle Verträge schon heute über dieses Datum hinausreichen, ist es nicht überraschend, daß in der Öffentlichkeit ein wachsender Informationsbedarf bezüglich der konkreten Ausgestaltung der neuen europäischen Währungsordnung besteht. Der Vertrag von Maastricht bietet hierfür jedoch nur wenig Antworten. Er enthält zwar die Rahmenbedingungen für das Europäische Zentralbanksystem (Artikel 105-109d) und die – relativ unklare – Formulierung, daß die Gemeinschaftswährung „rasch“ eingeführt werden solle (Artikel 109l), doch es läßt sich daraus noch nicht erkennen, wie die europäische Geldordnung und Geldpolitik von 1999 im einzelnen gestaltet werden soll. Die daraus resultierende Unsicherheit über die konkrete Umsetzung der EWU ist vor allem aus zwei Gründen nachteilig:

- Unternehmen und Banken benötigen Zeit, um ihre Rechenwerke von den nationalen Währungen auf die Einheitswährung oder sogar ein temporäres Nebeneinander von Währungen umzustellen. Ist die Vorlaufperiode zu kurz, ergeben sich hohe Umstellungskosten.
- Anleger und Schuldner müssen sich eine klare Vorstellung über die Inflationsrate in der Zeit nach 1998 bilden können, um entsprechende Vereinbarungen über langfristige Nominalzinsen treffen zu können. Fehlt es an ausreichenden Informationen über die Geldpolitik der EZB, kommt es zu gesamtwirt-

schaftlich nachteiligen Risikoprämien und Laufzeitverkürzungen oder zu einer ebenfalls unerwünschten Kapitalflucht aus dem Währungsraum der EWU.

Klärungsbedürftige Fragen

Es sind daher folgende Punkte, die nunmehr einer baldigen Klärung bedürfen:

- Wie soll der Übergang zur Gemeinschaftswährung erfolgen? Empfiehlt sich eine rasche Einführung in möglichst vielen Bereichen, wie das der Europäischen Kommission in ihrem Modell der „kritischen Masse“ vorschwebt? Oder: Sollen die nationalen Währungen in der Anfangsphase der Währungsunion noch weitgehend beibehalten werden, ein Vorgehen, das zunächst vor allem von der Bundesbank präferiert wurde („delayed big bang“)².
- Von welcher theoretischen Grundkonzeption soll die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) bestimmt sein, und welches Instrumentarium ist dazu für die Umsetzung in den einzelnen Teilnehmerländern erforderlich?

Obwohl beide Fragen eng miteinander zusammenhängen, hat sich die Diskussion bisher fast ausschließlich auf den ersten Punkt konzentriert. Vor allem durch das kürzlich veröffentlichte „Grünbuch“ der Kommission ist jetzt eine recht lebhafte Debatte über Szenarien für die Einführung der Gemeinschaftswährung in Gang gesetzt worden. Im Vordergrund stehen hier jedoch bankbetriebliche und technische Aspekte. Ohne eine umfassende geldpolitische Analyse ist dabei das Risiko groß, daß bei den Modellen für den Übergang nicht ausreichend beachtet wird, wie die geldpolitische Effizienz gewahrt werden kann.

Prof. Dr. Peter Bofinger, 41, ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Geld und Internationale Wirtschaftsbeziehungen an der Universität Würzburg.

¹ Vgl. Europäische Kommission: Grünbuch über die praktischen Fragen des Übergangs zur einheitlichen Währung, 29. Mai 1995.

² Vgl. H. Tietmeyer: Auf dem Weg zur Währungsunion: Wo stehen wir?, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 26 (1995), S. 1 – 5.

Im folgenden soll daher der Schwerpunkt auf der konkreten Umsetzung der Geldpolitik der EZB liegen. Für die Öffentlichkeit ist es wichtig, schon heute zu wissen, ob und wie eine solche völlig neuartige supranationale Institution in der Lage sein kann, in allen Teilnehmerländern niedrige Inflationsraten zu gewährleisten. Dabei spielen natürlich auch die Modalitäten des Übergangs zur Gemeinschaftswährung eine Rolle, sie sind jedoch nicht zentral.

Im Rahmen dieses Beitrags kann hierfür keine abschließende und umfassende Lösung entwickelt werden. Es soll jedoch versucht werden, zumindest die Umriss eines möglichen Lösungsansatzes zu entwickeln. Dazu werden zunächst die Kriterien aufgezeigt, die für eine Beurteilung einer europäischen Geldordnung in der Stufe III heranzuziehen sind. Auf dieser Basis werden dann die Konzeptionen des „inflation targeting“ und der Geldmengensteuerung miteinander verglichen. Welches geldpolitische Instrumentarium damit vereinbar ist, wird anschließend dargestellt.

Beurteilungskriterien einer Geldordnung

Mit dem Übergang zur Stufe III wird eine sehr tiefgreifende Veränderung der Währungsordnung in den Teilnehmerländern vollzogen. Es ist daher ganz entscheidend, über ein geeignetes Referenzsystem zu verfügen, anhand dessen unterschiedliche institutionelle Arrangements beurteilt werden können. Aus geldpolitischer Sicht gehören dazu die folgenden Kriterien:

- das Kriterium der Preisniveaustabilität,
- das Kriterium der Stabilität der europäischen Finanzmärkte bei „runs“ und „spekulativen Attacken“,
- das Kriterium der Wettbewerbsneutralität der geldpolitischen Instrumente.

Von der Kommission wurde im Grünbuch als ein weiteres Kriterium angeführt (Tz. 21), daß ein möglichst rascher Übergang zur Gemeinschaftswährung gewährleistet sein müsse.

Wenig strittig und erklärungsbedürftig dürfte das Kriterium der *Preisniveaustabilität* sein. Es ist ausdrücklich im Vertrag von Maastricht verankert (Artikel 105), und es wird auch von einer breiten Öffentlichkeit in vielen europäischen Ländern akzeptiert. Während es in der bisherigen wissenschaftlichen Diskussion dabei vorrangig um die Frage ging, ob die zukünftigen Notenbankpolitiker der EZB überhaupt ein Interesse an der Verfolgung dieses Ziels haben werden, ist bisher jedoch kaum untersucht worden, wie sie dieses Ziel konkret erreichen können.

Neben dieser makroökonomischen Aufgabe hat eine Notenbank zugleich aber auch eine Verantwortung für die *Stabilität des Bankensystems* im Fall eines „run“. Diese Funktion wird in der geldtheoretischen Literatur ebenfalls allgemein akzeptiert³. Sie ist im Vertrag von Maastricht allerdings nur in sehr verklausulierter Form zu finden⁴. Solange in der Stufe III die nationalen Währungen noch im Umlauf sind, erhält diese Funktion bei der EZB sogar eine zusätzliche Dimension. Die Stabilität der einzelnen Banken und damit der nationalen Finanzmärkte kann dann nämlich auch dadurch gefährdet werden, daß die Einleger einen Umtausch ihrer Depositen in eine andere Teilnehmerwährung fordern. Geht dieser Prozeß mit Kapitalexporten einher, könnte er dazu führen, daß die Einlagenbasis bei den Banken eines bestimmten Landes auf kurze Sicht stark kontrahiert, während die Kredite nicht ähnlich rasch zurückgeführt werden können. Das Vermeiden solcher spekulativen Attacken ist aber nicht nur im Interesse der Stabilität der nationalen Finanzsysteme, sondern auch unter dem Aspekt der *Glaubwürdigkeit* des Arrangements der Währungsunion von Bedeutung⁵.

Das Kriterium der *Wettbewerbsneutralität* betrifft in erster Linie das geldpolitische Instrumentarium in der Währungsunion. Aus der Logik des Binnenmarktes ergibt sich zwingend, daß die EZB gegenüber den Geschäftsbanken keinerlei Diskriminierung vornehmen darf, auch wenn die Institute in unterschiedlichen Teilnehmerländern domizilieren. Für den Fall, daß die europäische Geldpolitik dezentral, d.h. durch die nationalen Notenbanken exekutiert wird, müssen diese ein völlig identisch wirkendes Instrumentarium zur Anwendung bringen. Wäre dies nicht der Fall, käme es voraussichtlich über massive Arbitrageprozesse zu einer marktdeterminierten Angleichung der Instrumente, die nicht notwendigerweise optimal sein muß.

Das Kriterium der *raschen Einführung der Gemeinschaftswährung* spielt eine zentrale Rolle im Grünbuch der Kommission. Sie beruft sich dabei auf Artikel 109I Absatz 4, der eine „rasche Einführung der ECU als einheitlicher Währung“ fordert. Eine solche Bestimmung kann jedoch kaum als Richtschnur für die Ausgestaltung der Stufe III herangezogen werden. So ist die rechtliche Bedeutung des Ausdrucks

³ Vgl. C. Giannini: Confidence costs and the institutional genesis of central banks, in: Banca d'Italia (Hrsg.): Temi di discussione des Servizio Studi, Nr. 226, Rom 1994.

⁴ Vgl. Vertrag von Maastricht: Artikel 105, Absatz 5: „Das ESZB trägt zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen bei.“

⁵ Dieser Aspekt wird insbesondere auch im Grünbuch (Tz. 21) betont.

„rasch“ sicherlich interpretationsbedürftig. Und es wäre wohl kaum im Interesse der Kommission, wenn Lösungen gewählt würden, die mit den oben genannten Kriterien unvereinbar sind, nur damit die Einführung der Gemeinschaftswährung forciert wird. Dieses Kriterium ist meines Erachtens daher nur dann heranzuziehen, wenn es darum geht, zwischen verschiedenen Lösungen zu diskriminieren, die unter den geldpolitischen Aspekten völlig gleichwertig sind.

Geldpolitische Grundkonzeptionen

In der deutschen Bevölkerung bestehen große Zweifel, ob die EZB eine ähnlich stabilitätsorientierte Geldpolitik betreiben wird wie die Deutsche Bundesbank. Diese Skepsis konnte bisher auch dadurch nicht ausgeräumt werden, daß das im Vertrag von Maastricht fixierte Statut der EZB nach allen Meßverfahren ein mindestens ebenso hohes Maß an wirtschaftlicher und politischer Unabhängigkeit aufweist wie das Bundesbankgesetz⁶. Da die Glaubwürdigkeit einer Notenbank jedoch immer auch durch die tatsächliche geldpolitische „Performance“ bestimmt wird, läßt sich ein gewisses Glaubwürdigkeitsproblem zu Beginn der Währungsunion kaum vermeiden.

Die theoretische Literatur zeigt deutlich, daß Glaubwürdigkeit über die Zeit hinweg gewonnen werden kann, wenn die Notenbanker durch ihr tatsächliches Verhalten zum Ausdruck bringen, daß sie der Geldwertstabilität wirklich erste Präferenz einräumen. In Anbetracht dieser Problematik ist es entscheidend, daß die EZB von Anfang an über eine Konzeption verfügt, mit der ihr möglichst wenige Fehler unterlaufen. Wichtig ist vor allem, daß rein technisch bedingte Störungen vermieden werden, die im Fall der EZB leicht als Versuch der „Überraschungsinflation“ gedeutet würden. Im Ergebnis käme es dann zu höheren Inflationserwartungen, die die EZB vor die Alternative stellten, unter Inkaufnahme von Outputkosten an ihrer Stabilitätspolitik festzuhalten oder aber die erwartete Inflation auch anzusteuern und so gegen das Stabilitätspostulat zu verstoßen.

Es sind vergleichsweise wenig Grundkonzeptionen, die für die EZB – als Notenbank eines sehr großen Währungsraums – überhaupt in Betracht gezogen werden können:

- das derzeit nur noch in Deutschland propagierte Modell der *Geldmengensteuerung*,

⁶ Vgl. A. Cukierman: How Can the European Central Bank Become Credible?, A CEPR/Irving Fisher Society Conference in Frankfurt, 9./10. Juni 1995, wird als CEPR-Bericht veröffentlicht; vgl. L. Bini-Smaghi: How Can the ECB be Credible?, a.a.O.

- das in Großbritannien, einigen kleineren OECD-Ländern wie auch de facto in den Vereinigten Staaten praktizierte Konzept des „inflation targeting“⁷,
- das nur in der Literatur vorgeschlagene Modell des „nominal income targeting“⁸.

Geldmengensteuerung

Das Modell der Geldmengensteuerung wurde Ende der sechziger und Anfang der siebziger Jahre auf der Basis monetaristischer Vorstellungen entwickelt. Es wurde zuerst von der Bundesbank, später auch von der amerikanischen Federal Reserve und der Bank of England angewendet. Während die beiden letztgenannten Notenbanken dieses Steuerungsverfahren relativ schnell wieder aufgaben, hält die Bundesbank – als einzige Notenbank eines „großen Landes“ – daran bis heute noch fest⁹. Vertreter der Bundesbank haben daher bei zahlreichen Gelegenheiten dafür plädiert, auch die Geldpolitik der EZB an dieser Konzeption auszurichten.

Grundsätzlich bietet ein Geldmengenkonzept große Vorteile für die Geldpolitik. Sofern die Geldnachfrage stabil ist, kann die Geldmenge als zentrale Orientierungsgröße für alle laufenden geldpolitischen Entscheidungen herangezogen werden:

- Die Notenbank ermittelt – in der Regel jährlich – ex ante einen Zielpfad für die Geldmenge, der gemäß der Quantitätsgleichung so abgeleitet wird, daß er mittelfristig ein inflationsfreies Wachstum der Wirtschaft gewährleistet. Diese Ausrichtung wird dadurch erreicht, daß in der sogenannten *Potentialformel* nicht die erwarteten Werte für die Umlaufgeschwindigkeit, das Preisniveau und das Sozialprodukt eingesetzt werden, sondern ein normativer Wert für das Preisniveau und langfristige Trendwerte für das Sozialprodukt¹⁰ und die Umlaufgeschwindigkeit.

- Die tatsächliche Geldmengenentwicklung kann fortlaufend mit dem Zielpfad verglichen werden. Das Verhältnis von Soll- und Ist-Wert bietet den Entscheidungsträgern in der Notenbank somit eine klare Richtschnur, wie sie ihre zinspolitischen Instrumente einzusetzen haben. Bei Abweichungen nach oben sind die Notenbanksätze anzuheben und vice versa. So gesehen reduziert das Geldmengenkonzept ein

⁷ Vgl. O. Issing: Is monetary targeting in Germany still adequate?, in: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 46 (1995), S 5 – 10.

⁸ Vgl. B. T. Mc Callum: Monetary Economics, Theory and Policy, New York, London 1989.

⁹ Vgl. L. Leidermann, L. Svensson: Inflation Targets, CEPR London 1995.

¹⁰ Dieser entspricht in etwa der Wachstumsrate des Produktionspotentials.

sehr komplexes Entscheidungsproblem auf die einfache Gegenüberstellung von Geldmengenziel und tatsächlicher monetärer Entwicklung. Man bezeichnet die Geldmenge daher auch als *Zwischenziel*, da sie im Transmissionsprozeß zwischen den von der Notenbank direkt steuerbaren Instrumenten-Größen (Geldmarktzinssätze oder Geldbasis) und dem Endziel der Geldpolitik (Preisniveaustabilität) steht. Ohne eine solche Größe sind beim Einsatz der Instrumente viele, oft widersprüchliche Indikatoren zu berücksichtigen. Und bei einer Ausrichtung der Geldpolitik direkt am Endziel der Inflationsrate stellt sich das Problem der „langen und variablen lags“ zwischen monetären Maßnahmen und Preisentwicklung, d.h., die Notenbank reagiert häufig erst dann, wenn es schon zu spät ist.

□ Für die Glaubwürdigkeit der Notenbank gegenüber den Privaten hat das Geldmengenkonzept den Vorteil daß auch sie anhand eines einzigen Indikators ablesen können, welchen geldpolitischen Kurs die Notenbank verfolgt. Der Versuch der „Überraschungsinflation“ kann so von den Privaten frühzeitig entdeckt und möglicherweise noch durch eine Anpassung der nominalen Kontrakte kompensiert werden, womit es für eine Notenbank von vornherein weniger attraktiv wird, eine solche Strategie einzuschlagen.

Verfehlungen des Geldmengenziels

In der Praxis hat sich jedoch gezeigt, daß bisher keine Notenbank in der Lage gewesen ist, das Geldmengenkonzept in der hier beschriebenen Weise einzusetzen. Das ist evident für die Bank of England und die Federal Reserve, wo es in den achtziger Jahren wegen vielfältiger Innovationen auf den Finanzmärkten zu einer instabilen Geldnachfrage kam, wodurch

schon die Grundvoraussetzung für die Geldmengensteuerung entfiel. Aber auch in der Geldpolitik der Bundesbank ist ganz eindeutig zu erkennen, daß das Geldmengenkonzept keinesfalls eine zentrale Rolle spielt. So läßt sich für die Zeit von 1975, dem Jahr, in dem erstmals ein Geldmengenziel verkündet wurde, bis heute folgendes feststellen:

□ Von den 21 Geldmengenzielen, die die Bundesbank in diesem Zeitraum verkündete, wurden bisher nur zehn eindeutig eingehalten. Im Jahr 1994 kam es lediglich aufgrund starker Umschichtungsprozesse in die nicht zur Zielgröße M3 gerechneten Geldmarktfonds am Jahresende doch noch zum Erreichen des Zielpfades. Im Jahr 1995 liegt die monetäre Expansion weit unter dem Zielpfad.

□ Bei den Zielabweichungen der vergangenen Jahre kam es bisher stets zu einem Überschießen des Zielpfades. Die Zielverfehlungen sind also nicht zufallsverteilt, sondern weisen einen deutlichen „bias“ auf.

□ Wenn das Geldmengenziel in einem bestimmten Jahr überschritten worden war, hat dies die Bundesbank bisher noch nie zum Anlaß genommen, dafür im Folgejahr eine Korrektur im Zielwert vorzunehmen. Dies wäre das im Prinzip naheliegende Vorgehen, wenn man das Geldmengenkonzept zwar nicht auf kurze Sicht, aber doch immerhin als eine längerfristige Orientierungsgröße verwenden wollte. Trotz häufiger Bekundungen dieser Art hat die Bundesbank stets den Zielkorridor für das nächste Jahr am Ist-Wert des laufenden Jahres angesetzt, auch wenn dieser wegen einer Zielüberschreitung deutlich höher war als der Soll-Wert, der sich aus dem Geldmengenziel des Vorjahres ergeben hätte.

Hans-Volkhard Lempp

Sozialdumping – eine »unangemessene« Handelspraktik?

Extraterritoriale Arbeitnehmerrechte im Recht der Vereinigten Staaten.

Eine Untersuchung im Lichte des »GATT 1994« und des Völkergewohnheitsrechts

Durch die Bezugnahme auf wesentliche Übereinkommen der Internationalen Arbeitsorganisation entwickelt der Autor einen Vorschlag zur Eingrenzung des Sozialdumpingbegriffs. Er erläutert und prüft die verschiedenen Initiativen des U.S.-amerikanischen Gesetzgebers, durch die Androhung wirtschaftlicher Vergeltungsmaßnahmen die Achtung extraterritorialer Arbeitnehmerrechte zu fördern. Die gegenwärtige Welthandelsordnung läßt jedoch nach Ansicht des Autors den nationalen Alleingang nicht zu. Statt dessen harret das Problem einer Lösung im multilateralen Kontext.

1995, 218 S., brosch., 64,- DM, 474,- öS, 64,- sFr, ISBN 3-7890-4016-9
(Völkerrecht und Internationales Wirtschaftsrecht, Bd. 16)



Nomos Verlagsgesellschaft · 76520 Baden-Baden



□ Beim Einsatz ihres zinspolitischen Instrumentariums hat die Bundesbank der Geldmengenentwicklung ebenfalls sehr viel weniger Gewicht beigemessen, als man dies bei einer idealtypischen Sichtweise hätte erwarten können. Besonders deutlich kann dies an den zinspolitischen Entscheidungen in den Jahren 1993 und 1994 abgelesen werden. Trotz eines ständig zu starken Geldmengenwachstums hat die Bundesbank die Geldmarktzinssätze fortlaufend gesenkt. Umgekehrt hat sie auf die viel zu schwache Geldmengenexpansion im Jahr 1995 bisher nur mit einer vergleichsweise geringen Reduzierung ihrer Refinanzierungssätze reagiert.

Massive Glaubwürdigkeitsprobleme

Alles in allem betrachtet sprechen somit selbst die deutschen Erfahrungen nicht dafür, der EZB ein Geldmengenkonzept zu empfehlen. Unterstellt man einmal ein ähnliche „Trefferwahrscheinlichkeit“ und einen ähnlichen „bias“ der Zielverfehlungen wie bei der Bundesbank, müßte sich die EZB im ersten Jahr der Währungsunion mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 50% auf eine Zielüberschreitung einstellen. Zu einer noch ungünstigeren Prognose käme man, wenn man bei der EZB ähnliche Startprobleme wie bei der Bundesbank unterstellte, die in den Anfangsjahren des Geldmengenkonzepts (1975-1978) das Ziel viermal hintereinander verfehlte. Im Fall der EZB hätte dies zudem sehr viel nachteiligere Auswirkungen als bei der Bundesbank:

□ Die Privaten in Deutschland gehen aufgrund ihrer Erfahrungen davon aus, daß die Bundesbank in der Regel auch bei massiven Zielverfehlungen noch niedrige Inflationsraten erreichen kann. Zielverfehlungen werden also nicht als Indikator für den Versuch der Überraschungsinflation gewertet, sondern in erster Linie als ein technisches Problem.

□ Bei der EZB, die sich gerade zu Anfang ihrer Tätigkeit einem erheblichen Glaubwürdigkeitsdefizit gegenübersehen wird, würde eine Zielverfehlung im ersten Jahr weithin als eine mangelnde Stabilitätsorientierung interpretiert werden. Die Inflationserwartungen für das Folgejahr würden entsprechend nach oben korrigiert, womit sich die EZB im zweiten Jahr der Währungsunion einem noch ungünstigeren Umfeld ausgesetzt sehen würde.

Nimmt man wiederum die Erfahrungen der Bundesbank, dann ist im Folgejahr nach einer Zielüberschreitung mit einer Wahrscheinlichkeit von 70 % mit einem erneuten Überschießen zu rechnen. Für die

EZB wäre also die Gefahr groß, daß sie sogar gleich zweimal hintereinander eine – gemessen am Geldmengenziel – zu hohe Geldmengenexpansion ausweisen muß. Käme es in den beiden ersten Jahren der Währungsunion zu einer solchen Entwicklung, würde dies die EZB in eine tiefe Vertrauenskrise stürzen:

□ Sie könnte versuchen, trotz hoher Inflationserwartungen weiterhin am Ziel der Geldwertstabilität festzuhalten, wodurch es dann aber zu Outputeinbußen und Arbeitslosigkeit kommen würde. Dies würde die EZB einem hohen politischen Druck aus allen Teilnehmerländern aussetzen.

□ Sie könnte den Inflationserwartungen nachgeben und eine Inflationsrate ansteuern, die nicht mehr mit Geldwertstabilität kompatibel ist. Dies würde vor allem in Deutschland die politische Unterstützung der Währungsunion in Frage stellen. Für den Fall, daß die D-Mark in der Anfangsphase noch im Umlauf ist, könnte dies soweit gehen, daß Deutschland wieder aus der Währungsunion ausscheidet.

Während ein Geldmengenkonzept die EZB also massiven Glaubwürdigkeitsproblemen aussetzen könnte, hat es für die Entscheidungsträger der EZB keine erkennbaren Vorteile zu bieten. Wie wiederum die Erfahrungen der Bundesbank zeigen, darf man sich bei einer stabilitätsorientierten Geldpolitik offensichtlich nicht sehr eng an der Geldmengenentwicklung orientieren. Dies gilt insbesondere bei ständig zu treffenden Entscheidungen über den Einsatz des zinspolitischen Instrumentariums.

Im ganzen gesehen sollte man sich also davor hüten, der EZB eine Konzeption zu empfehlen, die die Bundesbank – vorsichtig ausgedrückt – allenfalls „pragmatisch“ handhabt. Bei ihrer im übrigen sehr hohen Glaubwürdigkeit kann es sich die Bundesbank offensichtlich leisten, Ziele zu verkünden, die sie in 50% der Fälle nicht einhält. Für eine neue Institution wie die EZB, die ohnehin aus der Situation eines Glaubwürdigkeitsdefizits ihre Arbeit beginnen muß, wäre ein solches Procedere grob fahrlässig.

Bei der insgesamt negativen Beurteilung der praktischen Erfahrungen mit dem Geldmengenziel und der gleichwohl durchaus positiv zu beurteilenden Stabilitätspolitik der Bundesbank stellt sich dabei zugleich die Frage, worauf dann die Erfolge der deutschen Geldpolitik zurückzuführen sind. In dieser Arbeit wird dazu die Hypothese vertreten, daß die Bundesbank hinter der Fassade des Geldmengenkonzepts eine durchaus konsistente Politik des „inflation targeting“ verfolgt.

„Inflation targeting“

In den großen Ländern, die sich offen vom Geldmengenziel abgekehrt haben, stellte sich das Problem, welche alternative Konzeption sie ihrer Geldpolitik zugrunde legen sollten. Als Lösung bot sich ein Vorgehen an, das heute weithin mit dem Begriff „inflation targeting“ bezeichnet wird. Dabei handelt es sich um ein sehr einfaches Vorgehen. Anstelle des Geldmengenziels verkündet die Notenbank ex ante einen jährlichen Zielwert (oder Zielkorridor) für die von ihr angestrebte Inflationsrate, der noch mit dem Ziel der Geldwertstabilität kompatibel ist. Negativ formuliert könnte man dieses Konzept auch als eine Geldpolitik ohne monetäres Zwischenziel bezeichnen. Die Werte der Instrumentenvariablen (Geldmarktsätze) sind dann so zu fixieren, daß mit ihnen möglichst direkt die Inflationsrate gesteuert werden kann. Dies setzt zum einen voraus, daß eine Notenbank über gute Inflationsprognosen verfügt, um nicht der lag-Problematik zu erliegen. Zugleich muß sie über ein verlässliches Modell des Transmissionsprozesses verfügen, um mit ihren Instrumenten adäquat reagieren zu können.

Aus der Sicht der Geldtheorie stellt sich dabei das Problem, daß zum Transmissionsprozeß heute keine sehr überzeugenden Modelle verfügbar sind¹¹, da in den meisten neueren Arbeiten einfach unterstellt wird, daß die Notenbank die Inflationsrate perfekt steuern kann. Im Grunde gehen die theoretischen Ansätze daher nicht sehr weit über das keynesianische IS/LM-Modell oder die monetaristische „Theorie der relativen Preise“ hinaus. Beide sind jedoch sehr mechanistisch strukturiert und lassen aufgrund ihres komparativ-statischen Ansatzes die Rolle der Inflationserwartungen weitgehend unberücksichtigt. Bei diesem sehr unbefriedigenden Stand der Theorie und den gleichwohl sehr komplexen Zusammenhängen selbst einfacher Modelle ist es im Grunde überraschend, daß es vielen Notenbanken dennoch möglich ist, die Inflationsrate über Jahre hinweg recht stabil zu halten. Offensichtlich muß es daher neben den in der Literatur bekannten Ansätzen einen vergleichsweise einfachen Transmissionszusammenhang geben, der von einer Notenbank in ihrer Geldpolitik verlässlich genutzt werden kann.

In Anbetracht der zentralen Bedeutung der Erwartungen in der neueren Makroökonomie liegt es nahe,

neben den genannten traditionellen Transmissionsvorstellungen auch einen *erwartungstheoretisch fundierten Transmissionsprozeß* zu entwickeln.

Im Rahmen dieser Arbeit kann ein solcher Zusammenhang nicht umfassend abgeleitet werden. Seine Grundzüge können jedoch recht gut anhand der Verhältnisse der deutschen Geldpolitik dargestellt werden. Zentral hierfür sind die Inflationserwartungen der privaten Marktteilnehmer und deren Beeinflussung durch die Geldpolitik. In Deutschland läßt sich für Jahre ohne besondere *makroökonomische Schocks* feststellen, daß die Inflationserwartungen der Privaten bei etwa zwei Prozent liegen. Dieser Wert entspricht zugleich dem normativen Wert für die Inflationsrate, den die Bundesbank in ihrer Potentialformel verwendet (und auch fortlaufend bekanntgibt). Die Inflationserwartungen sind nun als eine entscheidende Determinante der tatsächlichen Preisentwicklung anzusehen:

Sie liegen den *Tarifverhandlungen* zugrunde und beeinflussen über die Entwicklung der Lohnkosten die Angebotspreise. Gleichzeitig determinieren die Tarifabschlüsse den Anstieg der Nominaleinkommen.

Sie bestimmen die Preise bei allen *längerfristigen Verträgen* (Mietverträge, Pachtverträge, Lieferverträge) und die Nominalzinsen in langfristigen Kreditverträgen.

Sie sind die Grundlage für die Festlegung von Preisen, die aufgrund von Transaktionskosten nicht fortlaufend geändert (Preislisten, Kataloge), sondern meist nur halbjährlich oder jährlich angepaßt werden¹².

Temporäre Preisstarrheiten sind somit eine wesentliche Ursache dafür, daß Inflationserwartungen einen sehr starken Einfluß auf die tatsächliche Preisentwicklung ausüben. Ohne größere exogene Schocks kommt es bei niedrigen Inflationserwartungen zu einem sich selbst stabilisierenden Prozeß. Unter solchen Bedingungen kann sich die Geldpolitik im Grunde darauf beschränken, eine weitgehend passive Rolle einzunehmen, wobei sie dann auch nicht dem Problem der „langen und variablen lags“ ausgesetzt ist.

Treten größere *makroökonomische Schocks* (Ölkrisen, deutsche Vereinigung) auf, ergibt sich für die Privaten zunächst das Problem, daß sie ihre Inflationserwartungen neu bestimmen müssen. Tendenziell werden sie höher liegen als der bisherige

¹¹ Vgl. O. Issing: Derivate und Geldpolitik, in: Deutsche Bundesbank: Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 15 (1995), S. 6; „Der Transmissionsprozeß der Geldpolitik ist trotz intensiver theoretischer und empirischer Forschung weiterhin nur lückenhaft bekannt.“

¹² Vgl. A. Blinder: On Sticky Prices: Academic Theories Meet the Real World, in: N. G. Mankiw (Hrsg.): Monetary Policy, Chicago, London 1995, S. 117 – 150, der für die Verhältnisse der USA aufzeigt, daß einmalige jährliche Preisanpassungen die Regel sind.

Gleichgewichtswert von zwei Prozent. Ein temporärer Anstieg der Inflationsrate ist daher nicht zu vermeiden. Will die Notenbank eine dauerhaft höhere Geldentwertung verhindern, muß sie mit ihrer Politik nun primär signalisieren, daß sie weiterhin an ihrem bisherigen Inflationsziel festhält. Dies erfordert kurzfristig ein deutliches Anheben der Geldmarktsätze – auch um den Preis einer Rezession. Den Privaten wird damit verdeutlicht, daß Preisstabilität weiterhin die entscheidende Variable in der Zielfunktion der Notenbank darstellt. Wie das deutsche Beispiel verdeutlicht, kommt es daraufhin relativ bald dazu, daß sich die Inflationserwartungen wieder auf ihren Ausgangswert von rund zwei Prozent zurückbilden.

Die zentrale Rolle der Inflationserwartungen im Preisbildungsprozeß verdeutlicht somit, wieso es Notenbanken gelingen kann, allein über die Ankündigung von Inflationszielen auch die tatsächliche Inflationsrate zu steuern. Entscheidend ist für das „inflation targeting“ daher in erster Linie, daß die Zielvorgaben der Notenbank als glaubwürdig angesehen werden.

Interpretiert man die Konzeption der Bundesbank als eine – sehr erfolgreich praktizierte – Form des „inflation targeting“, dann hat dies relativ klare Implikationen für die Wahl einer geldpolitischen Konzeption der EZB. Anstelle eines Antagonismus zwischen dem Geldmengenkonzept der Bundesbank und dem „inflation targeting“ der Bank of England, wie er von den Vertretern der Bundesbank aufgebaut wird, zeigt sich für die großen G7-Länder eine recht einheitliche konzeptionelle Ausrichtung der Geldpolitik. In Anbetracht der ohnehin erheblichen Glaubwürdigkeitsprobleme in der Startphase der EZB würde es daher naheliegen, mit dieser im Prinzip bewährten Konzeption zu operieren und auf ungetestete theoretische Ansätze wie das „nominal income targeting“ zu verzichten.

Auch die Wahl eines geldpolitischen Instrumentariums für die EZB erscheint auf den zweiten Blick weniger problematisch als man dies bei einem oberflächlichen Vergleich der nationalen Steuerungsverfahren vermuten würde: Während beispielsweise die Bank of England sehr häufig (in der Regel mehrmals täglich) in das Marktgeschehen eingreift, steuert die Bundesbank den deutschen Geldmarkt überwiegend durch wöchentlich durchgeführte Wertpapierpensionsgeschäfte.

Zinssteuerung versus Geldbasissteuerung

Entscheidend für das Instrumentarium der EZB ist zunächst, daß eine klare Vorstellung darüber besteht,

wie die Geldmärkte in den Teilnehmerländern gesteuert werden sollen. Dabei stehen zwei gegensätzliche Verfahren zur Auswahl:

- die *Zinssteuerung des Geldmarktes*, bei der eine Notenbank ihre Instrumente so einsetzt, daß – zumindest auf kurze Sicht – ein von ihr angestrebtes Zinsniveau am Geldmarkt verwirklicht wird; die Geldbasis ergibt sich dabei als endogene Größe.
- die *Geldbasissteuerung des Geldmarktes*, bei der eine Notenbank den Geschäftsbanken eine bestimmte Menge an Zentralbankguthaben und Bargeld zur Verfügung stellt; bei diesem Verfahren hat die Notenbank keinerlei Kontrolle über den Geldmarktsatz.

In der geldpolitischen Praxis der Notenbanken großer Länder dominiert eindeutig die Zinssteuerung. Die einzigen Erfahrungen mit der Geldbasissteuerung stammen aus den Vereinigten Staaten, wo die Federal Reserve von 1979 bis 1982 mit diesem Verfahren operierte, es jedoch wegen zu starker Zinsschwankungen alsbald wieder einstellte. Von der Grundphilosophie gibt es heute also in der Geldmarktsteuerung keine wesentlichen Unterschiede zwischen den großen OECD-Ländern.

Im Rahmen des „inflation targeting“ spräche ohnehin wenig dafür, den Geldmarkt über die Geldbasis zu steuern. Ein solches Verfahren setzt voraus, daß die Nachfrage der Banken und Nichtbanken nach Geldbasis relativ stabil und damit für die Notenbank vorhersehbar ist. Andernfalls führt eine zu geringe oder zu hohe Versorgung mit Geldbasis zu massiven Schwankungen des Geldmarktsatzes, da die Nachfrage nach Geldbasis kurzfristig sehr unelastisch verläuft. Solche Zinsschläge führen tendenziell zu einer Verunsicherung der Marktteilnehmer, insbesondere dann, wenn sie aus der bisherigen Notenbankpraxis an relativ stabile Geldmarktsätze gewöhnt sind. Für die Anfangsphase der Währungsunion würde sich die Geldbasissteuerung somit auf keinen Fall empfehlen.

Zinssteuerung nach dem Vorbild der Bundesbank

Entscheidet sich die EZB somit für eine Zinssteuerung des europäischen Geldmarktes, muß sie über ein Instrumentarium verfügen, mit dem sie die Geldmarktsätze in den Teilnehmerländern innerhalb relativ enger Grenzen halten kann. Auch hier könnte man relativ einfach die derzeitige Praxis der Bundesbank übernehmen. Diese basiert auf einem relativ engen Zinsband (rund ein bis zwei Prozentpunkte), das durch drei Instrumente geschaffen wird:

□ Der größte Teil der Refinanzierung wird den Banken in der Form revolvingender *Wertpapierpensionsgeschäfte* zur Verfügung gestellt. Die Laufzeit der einzelnen Geschäfte beträgt rund zwei Wochen. Sie werden überlappend abgewickelt, so daß jede Woche rund die Hälfte des gesamten Volumens zur Revolvierung ansteht. Die Zinssteuerung kann sich dabei direkt ergeben, wenn die Bundesbank das Geschäft in der Form des *Mengentenders* abwickelt, bei dem ein fester Pensionssatz vorgegeben wird. Beim *Zinstender* ist der Zinssatz im Prinzip variabel. Die Bundesbank fixiert die Zuteilungsmenge jedoch erst nachdem sie die Gebote der Kreditinstitute kennt, so daß sie dieses Instrument ebenfalls ganz im Sinne einer Zinssteuerung verwendet. Besonders deutlich zeigt das die Entwicklung der Zuteilungssätze in den letzten Jahren, die keinerlei Zufallsschwankungen erkennen läßt.

□ Die *Obergrenze* des Zinsbandes wird durch den *Lombardkredit* fixiert, der grundsätzlich zu einem höheren Zins vergeben wird als der Wertpapierpensionssatz. Kommt es also zwischen den Zuteilungsterminen für die Wertpapierpensionsgeschäfte zu unvorhergesehenen Schocks beim Liquiditätsbedarf der Banken, können sich diese stets zum Lombardsatz bei der Notenbank refinanzieren. Damit kann der Geldmarktsatz für kurze Laufzeiten nicht wesentlich über den Lombardsatz hinausgehen.

□ Als *Untergrenze* des Zinsbandes dient der Abgabesatz für Bundesliquiditätspapiere. Kommt es beispielsweise durch Devisenankäufe zu einem Liquiditätsüberschuß im Bankensystem, würde sich daraus – ceteris paribus – ein starker Druck auf den Geldmarktsatz nach unten ergeben. Indem die Notenbank den Geschäftsbanken eine Anlage für diese überschüssige Liquidität zu einem festen Zinssatz bietet, kann sie ein solches Abgleiten des Geldmarktsatzes verhindern.

Mit diesen drei Instrumenten läßt sich also relativ einfach eine Zinssteuerung des Geldmarktes realisieren. Für die EZB würde das bedeuten, daß sie ebenfalls fortlaufend Wertpapierpensionsgeschäfte durchführt. Um unnötige Zinsdifferenzen zwischen den einzelnen finanziellen Zentren der Währungsunion zu vermeiden, würde sich hier ein zentrales Bietverfahren für alle Banken der Teilnehmerländer empfehlen. Daneben würde den Banken bei ihrer nationalen Notenbank die Möglichkeit des Lombardkredits eingeräumt. Aus Gründen der Wettbewerbsgleichheit müßte der Lombardsatz in allen Teilnehmerländern identisch sein. Schließlich benötigte die EZB einen

größeren Bestand an kurzfristigen Papieren, um gegebenenfalls überschüssige Liquidität aus dem Markt nehmen zu können. Bei einem einheitlichen Abgabesatz könnte man sich hier ebenfalls ein dezentrales Vorgehen vorstellen, bei dem die nationalen Notenbanken als Anbieter der Papiere auftreten.

Während in diesen Punkten wenig Dissens zu erwarten ist, differieren die Vorstellungen der EU-Notenbanken vor allem in bezug auf die Mindestreserve, den Diskontkredit und echte (Outright-)Offenmarktgeschäfte. Die beiden zuerst genannten Instrumente spielen vor allem in der Geldpolitik der Bundesbank eine wichtige Rolle. „Outright“-Offenmarktgeschäfte, d.h. Geschäfte, bei denen kein Rückkauf vereinbart ist, werden vor allem von der Bank of England durchgeführt.

Entbehrliche Diskontkredite

Beim Diskontkredit handelt es sich um eine besonders arbeitsintensive¹³ Form des Notenbankkredits, die sich allein dadurch auszeichnet, daß sie den Banken eine Refinanzierung zu einem Satz erlaubt, der etwas unterhalb des Wertpapierpensionssatzes liegt. Man spricht deshalb auch häufig von einem Subventionscharakter dieses Instruments. Die Bundesbank begründet die Notwendigkeit dieses Instruments wie folgt: „Die Refinanzierung über den Wechsel entspricht den Strukturgegebenheiten des deutschen Bankensystems.“¹⁴

Bei den deutschen Banken liegt jedoch der Anteil der Wechselkredite an den gesamten Krediten heute bei rund einem Prozent; sie können daher kaum noch zu den „Strukturgegebenheiten“ des Bankensystems gerechnet werden. Es drängt sich vielmehr umgekehrt der Eindruck auf, daß die Banken exakt das Wechselvolumen produzieren, das sie zur Wahrnehmung des Diskontkredits bei der Bundesbank benötigen.

Aus Gründen der Wettbewerbsneutralität würde in der EWU die Beibehaltung des Diskontkredits erfordern, daß dieses Instrument von allen Teilnehmer-Notenbanken verwendet würde. Ein ebenso antiquiertes wie arbeitsintensives Verfahren würde so auf die gesamte Währungsunion ausgedehnt. Für eine Zinssteuerung des europäischen Geldmarktes über Wertpapierpensionsgeschäfte, Lombardkredite und Bundesliquiditätspapiere ist es auf jeden Fall entbehrlich.

¹³ Alle Unternehmen, deren Wechsel bei der Bundesbank zum Rediskont vorgelegt werden, müssen durch die Landeszentralbanken einer fortlaufenden Kreditwürdigkeitsanalyse unterzogen werden.

¹⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank: Die Deutsche Bundesbank, Geldpolitische Aufgaben und Instrumente, Sonderdruck Nr. 7, Frankfurt/Main 1993, S. 54.

Verzichtbare Mindestreserve

Bei der Mindestreserve stellt sich zunächst das Problem, das sie als eine Steuer auf jene Kreditketten wirkt, die über Banken laufen. Wie bei jeder Steuer löst dies Umgehungsprozesse aus. In Anbetracht der sehr geringen Transaktionskosten auf den Finanzmärkten können solche Ausweichprozesse recht massiv ausfallen. So belaufen sich die kurzfristigen Einlagen und Geldmarktfondsanteile, die von deutschen Anlegern allein bei den Auslandstöchtern und -filialen deutscher Banken gehalten werden, derzeit auf rund 360 Mrd. DM; dies entspricht rund 16 % der erweiterten Geldmenge M3.

Da die allokativen Nachteile der Mindestreserve evident sind, ist zu fragen, ob dieses Instrument im Rahmen einer Zinssteuerung des Geldmarktes tatsächlich benötigt wird. Die Erfahrungen der Bank of England, die den Geldmarkt schon seit vielen Jahren ohne dieses Instrument steuert, lassen erhebliche Zweifel an der Notwendigkeit der Mindestreserve aufkommen. Die Bundesbank begründet die Mindestreserve wie folgt:

„Sie (die Mindestreserve; P.B.) sorgt also für eine hinreichend *stabile Nachfrage nach Zentralbankgeld*. Diese stützt die Wirksamkeit der Geldpolitik, weil das Mindestreserveband die Kreditinstitute insgesamt in einigermassen vorhersehbarer Weise, in die Notenbank zwingt‘ (und damit quasi als ‚Geldschöpfungsbremse‘ wirkt), wenn sich das Geld- und Kreditvolumen ausweitet.“ (Hervorhebungen im Original.)¹⁵

Wie die Ausführungen über Zinssteuerung und Geldbasissteuerung verdeutlichen, ist die Stabilität der Nachfrage nach Zentralbankgeld (oder Geldbasis) nur im Rahmen der Geldbasissteuerung von Bedeutung. Bei einer Zinssteuerung des europäischen Geldmarktes über Wertpapierpensionsgeschäfte, Lombardkredite und Bundesliquiditätspapiere äußert sich eine instabile Nachfrage nach Zentralbankgeld lediglich darin, daß zwischen den Zuteilungsterminen für die Wertpapierpensionsgeschäfte größere Liquiditätsschocks auftreten können. Diese können jedoch jederzeit durch den Lombardkredit oder durch die Abgabe von Liquiditätspapieren kompensiert werden. Der Verzicht auf die Mindestreserve hätte also zur Folge, daß es etwas stärkere Schwankungen des Geldmarktsatzes innerhalb des Zinsbandes geben kann. Um zu vermeiden, daß davon in der Anfangsphase der EWU Irritationen für die Marktteilnehmer ausgehen, würde es naheliegen, ein relativ enges

Band (z.B. mit einer Weite von einem Prozentpunkt) zu verwenden.

Problematische „Outright“-Offenmarktgeschäfte

Der Vertrag von Maastricht (Artikel 18 des Protokolls über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank) sieht Offenmarktgeschäfte ausdrücklich als ein geldpolitisches Instrument der EZB vor. Obwohl sich eine ähnliche Bestimmung auch im Bundesbankgesetz findet (§ 18 BBankG), ist sie für eine Institution wie die EZB nicht unproblematisch.

Auf dem Wege umfangreicher Offenmarktgeschäfte könnte die EZB de facto das Verbot der Defizitfinanzierung öffentlicher Haushalte (Artikel 104) unterlaufen. Der einzige Unterschied bestünde darin, daß die Staatspapiere von der EZB nicht direkt, sondern indirekt von den Geschäftsbanken aufgekauft werden. Für die Glaubwürdigkeit der EZB wäre es daher vorteilhaft, wenn ganz auf dieses geldpolitische Instrument verzichtet würde.

Dies müßte der EZB allerdings die Möglichkeit für Wertpapierpensionsgeschäfte belassen. Da es sich bei diesen Geschäften im Prinzip um Kredite an die Banken handelt, bei denen die Staatspapiere nur als Sicherheit dienen, wäre hier das Problem einer indirekten Staatsfinanzierung nicht gegeben.

Die Bedeutung spekulativer Attacken

Ein spezifisches Problem des Übergangs könnte für die EZB darin bestehen, daß in der Anfangsphase der Währungsunion größere „spekulative Attacken“ auftreten. Voraussetzung hierfür ist, daß es mit dem Eintritt in die Währungsunion nicht unmittelbar zu einer vollständigen Umstellung des Bargelds und der Bankguthaben auf die Gemeinschaftswährung kommt. Da ein solcher „big bang“ aus technischen Gründen ausgeschlossen werden muß, ist in der Anfangsphase der Währungsunion davon auszugehen, daß die nationalen Währungen zunächst weiterhin verwendet werden. Denkbar wäre dann beispielsweise, daß die Anleger in Frankreich die Fixierung der Wechselkurse nicht als glaubhaft ansehen und in größerem Umfang versuchen, ihre Franc-Anlagen in D-Mark-Anlagen umzutauschen.

Bisher ist diese Problematik nur wenig diskutiert worden. Im Grünbuch (Tz. 74) wird sie zwar angesprochen, die Kommission sieht hierfür aber nur die Lösung, möglichst rasch zur Einheitswährung überzugehen: „From this point of view, the shorter the period between the irrevocable fixing of parities and the

¹⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 72.

replacement of national currency denominations by the ECU the better.“

Die Frage ist jedoch, ob solche Prozesse tatsächlich ein nennenswertes Risiko für die Währungsunion darstellen können. Dazu hat man genauer zu analysieren, wie eine spekulative Attacke unter den spezifischen Bedingungen einer Währungsunion ablaufen würde. Die hier unterstellte Situation einer „Flucht“ aus dem französischen Franc in die D-Mark könnte dann nämlich schon dadurch abgefangen werden, daß die französischen Banken den Einlegern eine D-Mark-Denomination für ihre bisherigen Franc-Einlagen zusichern. Die „spekulative Attacke“ würde also lediglich zu einer Umbenennung der Einlagen bei französischen Banken führen. Anders als unter den Verhältnissen anpassungsfähiger oder flexibler Kurse könnten die Banken in Frankreich eine solche Operation eingehen, ohne zusätzliche Risiken auf sich zu nehmen. Ihre Aktivseite wäre dann zwar anders denominiert als größere Teile der Passivseite, da es jedoch zu keinen Änderungen des Franc-D-Mark-Kurses mehr kommen kann, entstehen dabei keine „offenen Positionen“.

Bei anpassungsfähigen oder flexiblen Kursen erfordert eine spekulative Attacke demgegenüber, daß es zu Kapitalströmen zwischen den betroffenen Ländern kommt. Unter diesen Bedingungen können den französischen Anlegern die nachgefragten D-Mark-Aktiva nur bei deutschen Banken bereitgestellt werden, da sich sonst für die französischen Banken inakzeptable Wechselkursrisiken ergeben würden. In der Währungsunion ist hingegen ein Währungsumtausch ohne Kapitalbewegungen zwischen den Teilnehmerländern möglich. Für die Anleger in Frankreich ergibt sich also keine Notwendigkeit mehr, DM-Aktiva nur bei deutschen Banken zu halten. Solange die Solvenz der französischen Banken insgesamt gut ist, ist eine

DM-Anlage in Frankreich genauso sicher wie eine DM-Anlage in Deutschland. Im Fall eines „runs“ auf DM-Anlagen müßte dann die EZB analog reagieren wie bei einem „run“ auf Franc-Anlagen und den französischen Banken ausreichend DM-Bargeld zur Verfügung stellen.

Bei genauem Hinsehen erweist sich also, daß „spekulative Attacken“ kein echtes Problem für die Währungsunion darstellen. Sie können daher auch nicht als ein Argument für einen möglichst raschen Übergang zur Einheitswährung herangezogen werden.

Zusammenfassung

Im ganzen gesehen sind die geldpolitischen Steuerungsprobleme der EZB zwar nicht einfach, aber auch nicht unüberwindbar. Eine sorgfältige Analyse der Geldpolitik in Deutschland und den anderen EU-Ländern zeigt, daß in der praktischen Politik der europäischen Notenbanken schon heute ein hohes Maß an Übereinstimmung zu erkennen ist. Dies gilt selbst für den Vergleich zwischen der Bundesbank und der Bank of England. Beide Notenbanken betreiben de facto eine Politik des „inflation targeting“ und bedienen sich dabei des Steuerungskonzepts der Zinssteuerung. Bei den konkreten Instrumenten bestehen zwar noch gewisse Unterschiede, doch sie sind nicht grundsätzlicher Natur. Die EZB kann sich also bei Beginn ihrer Tätigkeit auf bewährte geldpolitische Verfahren stützen und somit ein hohes Maß an Kontinuität gewährleisten.

Es ist daher grob fahrlässig, wenn heute vielfach der Eindruck erweckt wird, daß noch völlig offen und ungeklärt ist, wie die Geldpolitik der EZB konkret ausgestaltet werden soll. Damit werden unnötige Inflationserwartungen geschaffen, die der EZB ihre Arbeit erheblich erschweren.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: Prof. Dr. Erhard Kantzenbach, Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Eckart Scharrer)

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Christoph Kreienbaum (stellvertretender Chefredakteur), Wiebke Brudershausen, Dipl.-Vw. Susanne Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 20347 Hamburg, Tel.: (0 40) 35 62 306/307

Die Zeitschrift sowie alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Namentlich gezeichnete Artikel müssen nicht die Meinung der Herausgeber/Redaktion wiedergeben. Unverlangt eingesandte Manuskripte – für die keine Haftung übernommen wird – gelten als Veröffentlichungsvorschlag zu den Bedingungen des Verlages. Es werden nur unveröffentlichte Originalarbeiten angenommen. Die Verfasser erklären sich mit einer nicht sinnentstellenden redaktionellen Bearbeitung einverstanden.

Verlag und Anzeigenannahme:

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG, Waldseestraße 3-5, 76530 Baden-Baden, Tel. (072 21) 21 04-0, Telefax (072 21) 21 04 27

Bezugsbedingungen: Abonnementpreis jährlich DM 106,- (inkl. MwSt.), Studentenabonnement DM 53,- zuzüglich Porto und Versandkosten (zuzüglich MwSt. 7%); Einzelheft DM 9,-; Abbestellungen vierteljährlich zum Jahresende. Zahlungen jeweils im voraus an: Nomos-Verlagsgesellschaft, Stadtparkasse Baden-Baden, Konto 5-002266

Anzeigenpreisliste: Nr. 1 vom 1. 1. 1993

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: AMS Wünsch Offset-Druck GmbH, 92318 Neumarkt/Opf.