

## Editorial

### **Das Europäische System der Zentralbanken – Anmerkungen zu den ersten zehn Jahren**

Die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion ist ein Meilenstein der europäischen Integration. Angesichts des Verfalls des US-Dollar-Kurses und der derzeitigen weltwirtschaftlichen Ungleichgewichte braucht es nicht viel Fantasie, sich vorzustellen, wie die europäische Welt aussähe, befänden wir uns noch im Europäischen Währungssystem (EWS). Häufige Wechselkursveränderungen, welche durch divergierende Inflationsraten – mit „schleichenden“ Verzerrungen im bineneuropäischen Handel – immer wieder notwendig geworden waren, hatten zu abrupten Verzerrungen in die Gegenrichtung geführt, und das EWS konnte die spekulativen Attacken in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre nur mit sehr erweiterten Bandbreiten überleben. Eine Konstellation mit Zentralbanken unterschiedlicher Reputation und geldpolitischer Ausrichtung, Inflations- und Wachstumsdifferenzialen zwischen den einzelnen Ländern, nervösen Finanzmärkten sowie einer mittlerweile um ein Vielfaches gestiegene Liquidität und Risikofreude würde die EWS-Krisen der Neunzigerjahre wahrscheinlich verblassen lassen – mit all ihren Auswirkungen auf Binnenhandel, Direktinvestitionen und Realwirtschaft.

Erfreulich ist auch, in welche Richtung die beitretenden Währungen konvergiert haben. Vor dem Beginn der dritten Stufe war es keineswegs sicher, dass Inflation und vor allem die langfristigen Zinsen zum unteren Ende hin konvergieren würden. Dass dies gelang, hat freilich einerseits seinen Preis und ist andererseits wahrscheinlich allen drei makroökonomischen Akteuren gleichermaßen zuzuschreiben: Die Fiskalpolitik unterwarf sich strengen und diskussionswürdigen Regeln, die Lohnpolitik musste sich angesichts des verschärften Standortwettbewerbs sehr schnell anpassen (auch wenn noch nicht alle in der Geldpolitik dies bemerkt haben dürften, weil sie von der Gefahr einer Preis-Lohn-Preisspirale oder – vornehmer – von Zweitrundeneffekten sprechen), und die EZB konnte – nicht nur was die Reputation betrifft – das Erbe der Bundesbank antreten.

Aber – und das ist der entscheidende Unterschied zum alten, asymmetrischen und spekulationsanfälligen Währungssystem für die währungspolitische Integration – das Ganze ist mehr als die Summe der Einzelteile. Denn die Eurozone ist keine kleine offene Volkswirtschaft. Die Geldpolitik hat damit auf der europäischen Ebene mehr Hand-

lungsspielräume, als die Nationalstaaten hatten. Für die Aufgabe der de facto nicht vorhandenen geldpolitischen Autonomie erwarteten sich viele von einer europäischen Institution eine Geldpolitik, die besser auf die gesamteuropäischen ökonomischen Bedingungen reagieren kann, als dies die Bundesbank konnte und wollte. Und es wurde erwartet, dass die breiteren Handlungsspielräume auf Grund der Größe des Währungsraums auch stärker genutzt werden.

### **Ein kurzer Rückblick auf die währungspolitische Integration**

Begonnen hatte die währungspolitische Integration bereits in den Sechzigerjahren, als die sechs Mitglieder der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft sich auf Zusammenarbeit in geldpolitischen Fragen verständigten. Die Ideen wurden dann Ende der Sechziger im Lichte von Wechselkurs- und Zahlungsbilanzproblemen im Werner-Bericht konkretisiert. Dessen Umsetzung der Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion wurde nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems nicht weiterverfolgt. Die darauffolgenden Wechselkursschwankungen veranlassten die Staaten dann, das gesteuerte Wechselkurssystem der „Währungsschlange“ („Schlange im Tunnel“) zu betreiben, das aber den Verwerfungen der Ölpreisschocks nicht standhielt.

1979 ergriffen Deutschland und Frankreich wieder die Initiative, und es kam zur Errichtung des Europäischen Währungssystems, das im Gegenzug zur gegenseitigen Beistandsverpflichtung (im Gegensatz zu früheren Versuchen) auch eine stärkere geldpolitische Koordination und eine verpflichtende monetäre Konvergenz zum Inhalt hatte.

Ende der Achtzigerjahre wurde die Diskussion um die Errichtung einer Wirtschafts- und Währungsunion wieder verstärkt geführt. Unter dem Vorsitz von Jacques Delors wurde ein Bericht vorgelegt, auf dessen Grundlage der Vertrag von Maastricht und der Fahrplan zur Einführung einer einheitlichen Europäischen Währung zustande kamen. Zur Kritik Anlass gaben damals vor allem die nur die monetäre Seite betonenden Konvergenzkriterien, welche auf die reale Konvergenz zu wenig Rücksicht nahmen und die Fiskalpolitik zu stark einschränkten. Diese Diskussion zieht sich auch noch in die heutige Zeit, wie etwa bei der Frage der Behandlung von Infrastrukturinvestitionen („Goldene Regel“) in den öffentlichen Haushalten.

Am Anfang der letzten Integrationsstufen stand die Gründung des Europäischen Währungsinstituts (EWI) im Jahr 1994, der Vorläuferinstitution der Europäischen Zentralbank. Dessen Aufgabe war es, die Zusammenarbeit der Zentralbank der Mitgliedsländer voranzutreiben und Vorbereitungen für den organisatorischen und legislativen Rah-

men des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) zu treffen.

Im Mai 1998 beschloss der Europäische Rat anhand der in Maastricht festgelegten Kriterien, welche Länder „reif“ für die Einführung des Euros wären. Es waren dies die elf Staaten Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien. Dänemark und das Vereinigte Königreich hatten sich im Vertrag von Maastricht Ausnahmeregelungen ausbedungen, und Schweden war dem Europäischen Währungssystem nicht beigetreten und erfüllt(e) damit ein formales Kriterium nicht.

Im Juni 1998 wurde die Europäische Zentralbank als Nachfolgeinstitution des EWI aus der Taufe gehoben. Befürchtungen, dass es zwischen der Bekanntgabe der Teilnehmerländer im Mai 1998 und der Bekanntgabe der unwiderruflichen Umrechnungskurse im Dezember 1998 (nicht Wechselkurse, denn ab diesem Zeitpunkt waren die nationalen Währungen nur mehr nicht-dezimale Untereinheiten des Euro) zu spekulativen Attacken kommen würde, haben sich nicht erfüllt.

Ab Jänner 1999 gab es für die Mitgliedsländer keine nationale Geldpolitik mehr, auch wenn der Euro als Bargeld erst später, im Jänner 2002, eingeführt wurde.

In den folgenden Jahren erweiterte sich das Währungsgebiet um Griechenland (Jänner 2001), Slowenien (Jänner 2007) sowie Malta und Zypern (Jänner 2008) zu einer Fünfzehnergemeinschaft.

Die Mitglieder der Wirtschafts- und Währungsunion vollzogen damit einen historisch einmaligen Schritt, der nicht ohne Risiken war und sich auf keine vergleichbaren Erfahrungen stützen konnte. Die Herausforderungen waren nicht unbeträchtlich: So galt es beispielsweise, in einem doch noch vergleichsweise heterogenen Gebiet eine einheitliche Geldpolitik zu führen. Erinnerung sei in diesem Zusammenhang an die Diskussion um „optimale Währungsräume“ (oder anders ausgedrückt die Möglichkeit asymmetrischer Schocks), oder auch an prominente Stimmen von jenseits des Atlantiks, die dem Projekt wenig Überlebenschancen gaben. Die reale Konvergenz war voranzutreiben, und dazu musste sich die EZB auf andere Akteure der Wirtschaftspolitik verlassen können. Vor allem aber konnte die EZB dabei auf faktisch keine „eigene“ Reputation – in der neueren Diskussion eine der zentralen Stützen einer Zentralbank – zurückgreifen.

Geliehen oder „geerbt“ wurde die Reputation aber offensichtlich ebenso wie viele der Konstruktionspläne und geldpolitischen Strategien von der Deutschen Bundesbank, was dem Euro zwar zunächst bei seinen ersten Schritten durchaus behilflich war, aber immer mehr zu einer belastenden Hypothek zu werden droht.

Bei der Errichtung des Europäischen Systems der Zentralbanken wurde – den „Bauplänen“ und Strategien der Bundesbank folgend –

sowohl beim Grad der Unabhängigkeit als auch bei der Definition der Preisstabilität überzogen.

### **Instrumentelle Unabhängigkeit oder Zielunabhängigkeit?**

Bei der Frage der Unabhängigkeit ist klar zu differenzieren zwischen der instrumentellen Unabhängigkeit, welche es z. B. gestattet, dass eine Zentralbank bei der Verfolgung von gesetzten Zielen weisungsfrei und ungebunden agieren kann, und der Zielunabhängigkeit, welche sich auf die zu verfolgenden Ziele bezieht. Die instrumentelle Unabhängigkeit ist in der Literatur wie auch im politischen Diskurs weitgehend unumstritten.

Indem die Architekten der Wirtschafts- und Währungsunion der EZB auch die Definitionshoheit über die Preisstabilität ohne diskursiven Prozess mit demokratisch legitimierten Institutionen zuerkannten, räumten sie der EZB de facto auch eine Zielunabhängigkeit ein, für die es ökonomisch keine zwingenden Gründe gibt. Auch demokratiepolitisch ist eine so weit gehende Unabhängigkeit problematisch.

Dieser überzogene Grad an Unabhängigkeit wird noch dadurch verstärkt, dass die EZB jeden Ansatz eines Dialoges im Keim zu ersticken versucht, weil sie diesen als Angriff auf ihre Unabhängigkeit interpretiert, was eher einem defensiven Reflex gleicht – der meist in mangelndem Selbstbewusstsein begründet liegt. Gleichzeitig verzichtet sie aber selbst nicht darauf, Zensuren und Empfehlungen an Finanzminister und autonome Tarifpartner zu verteilen. Dabei wäre ein Dialog zwischen Fiskalpolitik, Lohnpolitik und der Geldpolitik gerade in Zeiten wie diesen, in denen diese drei Akteure in ihren Politikbereichen vor gemeinsamen Herausforderungen stehen, von entscheidender Bedeutung. So könnten Erwartungsbildungen aufeinander abgestimmt werden, damit die importierte Inflation nicht zu den gefürchteten Zweitrundeneffekten führt und die Binnennachfrage, der bei sich abschwächender Weltkonjunktur wachsende Bedeutung zukommt, nicht wegbricht. Gerade in den für die Nachfrage wichtigsten unteren und mittleren Einkommenschichten ist die Situation angesichts historisch niedriger Lohnquoten, stagnierender oder sinkender Realeinkommen und jetzt auch steigender Zinsen, die hoch verschuldete und überschuldete Haushalte noch weiter belasten, kritisch. Es wird fiskalpolitischer Maßnahmen bedürfen, welche die Effekte der importierten Inflation abfedern können, einer Lohnpolitik, welche die Nachfrageseite nicht aus den Augen verliert, und einer Geldpolitik, welche die mittelfristigen Inflationserwartungen in einem vernünftigen Rahmen hält, ohne die ungewöhnlich hohen Konjunkturrisiken noch weiter zu erhöhen. Bei importierter Inflation und keinem von der Binnennachfrage bedingten Inflationsdruck kann

das nur heißen, zwar wachsam zu sein, aber die erhöhte Teuerung vorübergehend hinzunehmen und dort, wo mangelnder Wettbewerb auf Gütermärkten herrscht, aktiv zu werden. Die EZB kann mangelnden Wettbewerb aber nicht durch höhere Zinsen bekämpfen, ebenso wenig wie globale Überschussliquidität oder die steigende Nachfrage nach Rohstoffen aus den Schwellenländern. Binnenwirtschaftlich zeigten die meisten im Juni verfügbaren Konjunkturindikatoren in eine Richtung, die eigentlich keine Erhöhung des Zinssatzes zulassen sollten, wäre da nicht die enge, unpragmatische Definition der Preisstabilität der EZB und ihre Fixierung der Geldmenge.

### **Zur Definition der Preisstabilität**

Bis Anfang des Jahrzehnts sah die EZB Preisstabilität dann als gegeben an, wenn die Inflation unter zwei Prozent lag. Im Jahre 2003 musste sie diese Definition revidieren. Die Gründe dafür liegen auf der Hand: Nahe null befindet sich man angesichts von Messfehlern und möglichen Verzerrungen zu nahe an der Grenze zur Deflation. Der Euroraum umfasst Volkswirtschaften, deren Inflationsrate bei einem derart niedrigen Durchschnittswert bereits bei null oder darunter liegen könnte. Weiters sorgt der in der Literatur als Balassa-Samuelson-Effekt bekannte Zusammenhang zwischen Entwicklung und Inflation dafür, dass in aufholenden Volkswirtschaften die exponierten Sektoren mit hohen Produktivitätsgewinnen die anderen Sektoren preislich mitziehen, womit diese Volkswirtschaften notwendigerweise höhere Inflationsraten aufweisen als die entwickelteren.

Die EZB machte also 2003 also zwar einen Schritt in die richtige Richtung, aber er ging nicht weit genug. Zugegeben, die Einführung einer neuen Währung ist eine besondere Situation, und wie eingangs erwähnt, war es nicht von vornherein klar, wie die Finanzmärkte die neue Währung aufnehmen würden. Daher entbehrt es nicht einer gewissen Logik, in der Zeit nach der Einführung den privaten Haushalten eine Chance zu geben, möglichst bald einen „inneren Preisvektor“ zu bilden, der es erlaubt, auch ohne unmittelbare Preisvergleiche (oder gar Rückrechnungen auf die alte Währung) ein Produkt oder eine Dienstleistung als günstig oder teuer zu identifizieren bzw. die Änderung relativer Preise von Inflation zu unterscheiden (ein schon etwas schwierigeres Unterfangen). Aber dies hätte auch eine preisstabilitätsorientierte Geldpolitik ohne die aus den oben genannten Gründen zu rigiden Grenzen vermocht.

## Glaubwürdigkeitsproblem Geldmengenziel

Die EZB scheint nicht bereit zu sein, vom umstrittenen Geldmengenziel als erster tragender Säule ihres Zwei-Säulen-Konzepts abzurücken. Sie steckt nicht unerheblichen Aufwand in dessen grundsätzliche Rechtfertigung und vor allem in die Erklärungen der Abweichungen vom festgelegten Ziel und manövriert sich so in ein Glaubwürdigkeitsproblem. Einerseits ist es ja erfreulich, wenn sie signifikante Abweichungen vom Geldmengenziel nicht zum unmittelbaren Anlass nimmt, ihre Entschlossenheit in der Verfolgung des Geldmengenziels zu demonstrieren. Der Preis dafür ist aber, dass sie damit an Glaubwürdigkeit einbüßt.

Die EZB knüpft mit ihrer Geldmengenfixierung an die Tradition der Bundesbank an. Theoretisch wie empirisch ist diese geldpolitische Mode der Achtzigerjahre aber kaum mehr zu halten und nur mehr über Kunstgriffe der Adaption der Geldmenge noch irgendwie darstellbar. Es ist weder theoretisch noch empirisch zielführend, Geldmenge und ökonomische Fundamentaldaten getrennt zu betrachten. Die Geldmenge sollte vielmehr eine der Variablen sein, die zu beachten sind, aber keine derart herausragende Rolle haben. Und es ist bei der Quantitätsgleichung, die ex post ja erfüllt sein muss, nicht immer klar, von welcher Seite sie zu lesen ist und ob die Umlaufgeschwindigkeit eine Konstante ist.

Aber angesichts der Verfehlung der Ziele knüpft die EZB auch an die letztlich doch pragmatische Tradition der Bundesbank an, die Geldmengenexpansion auf „Sonderfaktoren“ zurückzuführen und sich stärker auf ein Variablenbündel zu verlassen – wozu aber dann der Geldmenge eine Säule widmen? In ihren Publikationen wird die EZB nicht müde zu betonen, wie wichtig Berechenbarkeit für eine Zentralbank ist – und macht dann doch eine Schere auf zwischen ihrem theoretischen Dogmatismus und dem pragmatischen Kurs gegenüber der Geldmengenentwicklung.

Jedenfalls sind die Gründe, warum sich das Geldmengenwachstum vom Trend entfernen kann, vielfältig, und die Abweichungen müssen nicht notwendigerweise zu Aufwärtsrisiken bei der Inflation beitragen. Bei einer besonders flachen Zinskurve, sprich ähnliche Zinsen am kurzen und am langen Ende, wird ein risikoaverser Investor das kurze Ende mit der gleichen Rendite bevorzugen. Nervöse Finanzmärkte und sinkende Aktienkurse, wie wir sie seit rund drei Quartalen beobachten, führen zu Portfolioumschichtungen von den Aktienmärkten zu Komponenten im geldnahen Bereich – die Geldmenge wird also aus Angst vor der Zukunft steigen. In dem Ausmaß, in dem Europa und der Euro bei global gestiegenen Risiken als „sicherer Hafen“ betrachtet wird, kommt

es zu globalen Portfolioumschichtungen aus anderen Währungen – mit Rückwirkungen auf den Wechselkurs und die Geldmenge. Es ist sogar denkbar, dass eine Zinsanhebung der EZB zu einem Anstieg der Geldmenge im Euroraum führt, nämlich dann, wenn dadurch das Zinsdifferenzial zum Dollar steigt. Darüber hinaus wird die Geldmenge für die EZB umso weniger kontrollierbar, je mehr der Euro zur internationalen Transaktions- und Reservewährung aufsteigt.

Widersprüche gibt es aber nicht nur bei der grundsätzlichen Haltung zur Geldmengenpolitik, auch die konkrete Formulierung des Zieles des Geldmengenwachstums ließe – bei konstanter Umlaufgeschwindigkeit des Geldes – die Erreichung des Zieles von Lissabon bezüglich eines realen BIP-Wachstums von 3 Prozent nur zu, wenn die Inflation 1,5 Prozent nicht überschritte. Das ergibt sich, wenn man die entsprechenden Werte in die Quantitätsgleichung einsetzt.

Insgesamt wäre die EZB gut beraten, nach der Überwindung der derzeitigen Anspannung auf den Märkten für Energie und Nahrungsmittel ihre geldpolitische Strategie einer neuerlichen Evaluierung zu unterziehen. U. E. kann an deren Ende eigentlich nur die Wandlung der Geldmenge von der Säule zur Variable stehen.

### **Liquiditätsmanagement in der Finanzkrise**

Wie erfolgreich ein pragmatischer Ansatz sein kann, hat die EZB beim Liquiditätsmanagement im Rahmen der Finanzkrise gezeigt, die dem Ausbruch der US-Immobilienkrise gefolgt ist. Im Zuge dieser Finanzkrise kam der Interbankenmarkt so weit zum Erliegen, dass es vor allem für kurzfristige Zwischenbankverbindlichkeiten teilweise keine Preise mehr gab. Dies war einerseits Ausdruck mangelnden gegenseitigen Vertrauens nach dem Zusammenbruch einiger Institute und andererseits Ausdruck von Unsicherheit über den eigenen Liquiditätsbedarf, was zum Horten und daher zum Austrocknen von verfügbarer Liquidität führte. Hier nutzte die EZB all ihre zur Verfügung stehenden Mittel in sehr pragmatischer Art und Weise und stellte den großen Finanzmarktakteuren ausreichend Liquidität zur Verfügung, um ein weiteres Umsichgreifen der Krise zu verhindern.

### **Pragmatismus und Dialog**

Denselben Pragmatismus würde man sich wünschen, wenn es darum geht, die geldpolitische Strategie von der Geldmengenfixierung zu befreien, die Definition der Preisstabilität so flexibel und pragmatisch zu handhaben, wie es ein heterogener Wirtschaftsraum und die jeweilige Situation erfordern (importierter Preisschock oder binnenwirtschaft-

licher Nachfragesog), und den Dialog mit Tarifpartnern und Fiskalpolitik zu suchen, um die Erwartungsbildung zu stabilisieren und Reibungsverluste zu vermeiden.

Vor allem aber verfügt eine Zentralbank einer größeren Währungsunion über mehr Spielraum in der Geldpolitik. Dass dieser Spielraum nutzbar ist, zeigt die US-amerikanische Zentralbank, die auch bei Gegenwind von der Währungsseite her auf der Binnenseite der Geldpolitik nicht die Segel streicht und wichtige Stabilisierungsfunktionen für den Finanzsektor und die Realwirtschaft wahrnimmt. Das würde man sich auch von einer Institution wünschen, die ein Herzstück der europäischen Integration darstellt. Sie sollte nicht durch ihren Dogmatismus zur Belastung für das Projekt Europa werden.