

Editorial

Plan D für die EZB

Die Politik der EZB wirft immer mehr Fragen auf. Nicht dass sie keine Antworten gäbe, aber sie gibt sie eigentlich nur auf Fragen, die nie gestellt wurden oder auf Fragen, die sie sich selbst stellt. Sich selbst zu hinterfragen ist zwar sicherlich eher eine europäische als eine amerikanische Eigenschaft, aber das war damit leider nicht gemeint, denn diese Größe fehlt ihr leider (noch?).

Eine der gebetsmühlenartig wiederholten Antworten auf die Frage nach dem Beitrag zu Wachstum lautet, dass niedrige Inflation der beste Beitrag zu Wachstum sei. Sie droht zum leeren Rechtfertigungssatz zu verkommen und gilt sicher nicht im absoluten Sinn. Der Satz hat seine Gültigkeit nur unter bestimmten, restriktiven Annahmen. Was aber tun, wenn importierte Inflation auf unausgelastete Kapazitäten, niedrige Investitionen und eine schwächelnde Binnennachfrage trifft?

Kann dann die europäische Geldpolitik mit Zinserhöhungen dazu beitragen, die chinesische Nachfrage nach Rohöl zu dämpfen oder die durch den Wirbelsturm Katrina zerstörten und schon vorher nicht auf Spitzenkapazitäten ausgerichteten Ölförder- und -raffinerieanlagen im Golf von Mexiko wieder aufzubauen? Die Antwort dürfte jedem außerhalb des Euro-Towers relativ leicht fallen.

Dass der Ölpreisanstieg (gedämpft durch den Euro-Anstieg) bisher zu keinem Anspringen einer Preis-Lohn-Spirale geführt hat, deutet darauf hin, dass die Arbeitslosigkeit zu hoch dafür ist und die Arbeitsmärkte offensichtlich einem höheren Wettbewerbsdruck ausgesetzt sind als manche Gütermärkte. Wäre dem nicht so, wäre es schwer zu erklären, warum die Gewinne der Konzerne derart angezogen haben, die europäischen Löhne aber seit beinahe zwei Jahrzehnten der Produktivität hinterherhinken.

Dennoch wird die EZB nicht müde, die Tarifpartner (eigentlich meint sie immer nur die Gewerkschaften) zur Mäßigung aufzurufen und flexiblere Arbeitsmärkte zu fordern. Solche Zurufe könnten dann vielleicht noch gerechtfertigt sein, wenn sie erstens nicht bei jeder – auch unpassenden – Gelegenheit wiederholt und zweitens den Kern des Problems widerspiegeln würden. Den Wachstums- und Beschäftigungsabstand zu den USA über angeblich so viel unflexiblere Arbeitsmärkte zu erklären, ist aber sehr gewagt und vernachlässigt auch die „private“ Regulierung der Arbeitsmärkte in den USA über das Zivilrecht. Drittens lassen solche Stellungnahmen auch eine Ausgewogenheit vermissen, wenn nicht einmal auf monopolistische Strukturen auf manchen Märkten

ten (z. B. Öl, Energie, Pharma) hingewiesen wird. Schließlich, und darin liegt der eigentliche Kern des Problems, erfolgen diese einseitigen Ratschläge an andere Träger der Wirtschaftspolitik nicht in Dialogform, sondern von der hohen Kanzel herab.

Eben solche Dialogverweigerungen und Belehrungen der Bürger sind es (und hier ist nicht nur die EZB gemeint), die dann mit einem „non“ und einem „nee“ quittiert wurden. Neben dieser von Spitzeninstitutionen der EU demonstrierten Haltung war es aber sicherlich auch der Umstand, dass ein wirtschaftspolitisches Paradigma in eine Verfassung gegossen werden sollten. Derartiges hat aber in einer Verfassung grundsätzlich nichts verloren.

Womit wir bei einem sehr spezifischen Problem der EZB angelangt sind, das an drei Beispielen ganz gut zu verdeutlichen ist: Zum einen, und das ist Teil des Problems der europäischen „Realverfassung“, wird ein Zielkonflikt statutarisch entschieden, und zwar ohne eine vorhergehende demokratische Legitimierung, nämlich der Zielkonflikt zwischen Preisstabilität, Wachstum und Beschäftigung, der in den Statuten des Federal Reserve System offen gelassen wird. Zum zweiten wurde die Unabhängigkeit in einer demokratiepolitisch und ökonomisch bedenklichen Weise überzogen. Drittens gibt es von der EZB sich selbst auferlegte Regeln, die nicht nur den Zielen der Lissabon-Strategie widersprechen, sondern auch kein Wachstum zulassen, das für eine Entlastung der Arbeitsmärkte nötig wäre.

So würde die Geldmengenregel der EZB, die von vielen Ökonomen grundsätzlich kritisiert wird, bei einer strikten Auslegung des EZB-Ziels von 4,5 Prozent bedeuten, dass das in der Lissabon-Strategie geforderte BIP-Wachstum von 3 Prozent nur dann von der EZB zugelassen werden dürfte, wenn bei konstanter oder leicht abnehmender Umlaufgeschwindigkeit des Geldes die durchschnittlich in der Euro-Zone gemessene Inflation 1,5 Prozent nicht übersteigt. Bei darüber liegenden Preissteigerungen ist die EZB gemäß ihren eigenen Vorgaben dazu verpflichtet, das reale Wachstum signifikant unter drei Prozent zu bringen. Nimmt die Geldumlaufgeschwindigkeit durch z. B. Finanzinnovationen noch stärker ab, läge die höchst zulässige Wachstumsrate noch niedriger. Von einer Konstanz der Geldumlaufgeschwindigkeit (oder deren Änderungsrate) auszugehen, ist jedenfalls eine kühne Annahme.

Ein Experiment – die Geldmengenregel – das in Amerika bereits Ende der achtziger Jahre ad acta gelegt worden ist, wird auf dieser Seite des Atlantiks also zwanzig Jahre danach noch zu Lasten von Wachstum und Beschäftigung fortgeführt.

„*Conventional wisdom once held that money doesn't matter*“, so eröffnet die Federal Reserve Bank St. Louis, nicht gerade ein Hort links-

keynesianischer Makropolitik, ihren Tagungsband „*Channels of Monetary Policy*“ im Jahre 1995. Die Existenz von Zins- und Kreditkanälen wird auch von der EZB selbst in ihren *Working Papers* bestätigt, ebenso wie der Umstand, dass reale Effekte der Geldpolitik mit einer Verzögerung von ein bis eineinhalb Jahren auftreten und monetäre Effekte erst nach einem Zeitraum der vernünftige Prognosehorizonte übersteigt. Dennoch hält die Notenbank an einer Geldmengenregel fest, der das Dogma zugrunde liegt, dass Inflation immer und überall ein monetäres Phänomen sei und Geldpolitik (langfristig) keine realen Effekte habe.

Der Vollständigkeit halber (die Politik der EZB ist ja vorausschauend) sei erwähnt, dass für das zarte Konjunkturpflänzchen, das sich zur Zeit in Europa mühsam von der einer Stagnationslinie erhebt, für das kommende Jahr schon wieder härtere Zeiten prognostiziert sind. Wachstumsraten, die eine spürbare Entlastung am Arbeitsmarkt bringen könnten, sind ohnedies schon lange nicht mehr in einer Prognose für den Euro-Raum zu lesen gewesen. Außerdem ist zu den aktuellen Zinsschritten zu sagen, dass in den USA die Inflationsrate seit zwei Jahren signifikant über jener der Euro-Zone liegt, das Wachstum in den USA seit 2002 das der Euro-Zone deutlich übersteigt, die Arbeitslosenquote auf etwa der halben Höhe liegt, die europäische Leistungsbilanz ausgeglichen ist, während jene der USA auf ein Rekorddefizit von sieben Prozent des BIP zusteuert, das Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte in den USA seit 2002 höher als das der Euro-Zone ist (und nebenbei bei schnurrendem Konjunkturmotor über der willkürlichen Drei-Prozent-Grenze) und *last but not least* der Euro gegenüber dem Dollar seinen Aufwertungstrend nach einer kurzen Verschnaufpause wieder aufgenommen hat. Warum also die EZB der Fed ausgerechnet jetzt nachhüpfen sollte, wird außerhalb des Euro-Towers relativ schwer zu verstehen sein.

Optimaler Grad der Unabhängigkeit?

Die EZB hat den optimalen Grad an Unabhängigkeit überschritten, wenn sie sich selbst den Maßstab dafür gibt, was als gesellschaftspolitisch ökonomisch akzeptables Ausmaß an Preisstabilität im Euro-Raum gelten soll. So spricht etwa Stanley Fisher ebenfalls von der Wichtigkeit der Unabhängigkeit von Notenbank, mahnt aber eine Differenzierung zwischen Ziel- und instrumenteller Unabhängigkeit ein. Letztere ist zweifelsohne zu unterstützen, Erstere problematisch, und zwar grundsätzlich und in der Ausformulierung des Ziels: Die Definition der Preisstabilität mit einer Inflationsrate nahe, aber unter zwei Prozent, also de facto zwischen null und zwei Prozent, hat sich bereits in der

Vergangenheit als problematisch erwiesen (importierte Inflation bei unausgelasteten Ressourcen, Inflationsdifferenziale, Messfehler). Im Hinblick auf die bevorstehende Erweiterung des Euro-Raums wird sich das bereits jetzt existierende Problem des Balassa-Samuelson-Effekts (notwendigerweise höhere Inflation bei aufholenden Ökonomien, wodurch die durchschnittliche Inflation ansteigen muss, und zwar stärker, als das einfache Gesetz des einheitlichen Preises auf einem Markt vermuten ließe) noch verstärken. Es ist also nicht nur eine Neuquantifizierung der Referenzwerte nötig, sondern auch eine offene Debatte über die Definitionshoheit der Messlatte für die Geldpolitik.

Wozu wurde der Euro eingeführt?

Der augenscheinlichste Grund für die währungspolitische Integration war die Abwehr destabilisierender Spekulationen innerhalb des bereits hoch integrierten Wirtschaftsraums Europa, die vor allem in der ersten Hälfte der neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts das europäische Wachstum beschränkten und häufig zu Verwerfungen führten. In dieser Hinsicht ist der Euro auch sicherlich eine Erfolgsstory. Fest steht außerdem, dass die Euro-Zone keine kleine offene Volkswirtschaft darstellt und damit das Ganze mehr als die Summe der Einzelteile darstellt. Die Wirtschaftspolitik hat damit auf der europäischen Ebene mehr Handlungsspielräume, als die Nationalstaaten hatten. Für die Aufgabe der de facto nicht mehr vorhandenen geldpolitischen Autonomie erwarteten sich viele eine Geldpolitik, die insofern besser auf die gesamteuropäischen ökonomischen Bedingungen gepasst, als eine europäische Institution nicht im Zweifelsfall nationalen Bedingungen den Vorzug zu geben hätte, und eine Politik, die ihre Handlungsspielräume auch ausnützte.

Diese Spielräume wird eine Zentralbank dann am besten ausnutzen können, wenn sie in einen Dialog mit den anderen Spielern tritt, einen Dialog, der nicht die Unabhängigkeit und Autonomie der einzelnen Politikträger unterlaufen oder gar aushebeln soll, sondern ein Dialog, der hilft, Reibungsverluste bei der Implementierung der Politik zu minimieren. Erwartungsbildung und -stabilisierung sind hier die entscheidenden Worte, die gleichzeitig Inflationserwartungen und Konsum stabil halten können, sodass weder eine Preis-Lohn-Spirale droht, noch der private Konsum wegbricht. Analog könnte auch das Zusammenspiel von Geld- und Fiskalpolitik funktionieren, wo die USA bei der Überwindung der Krise zu Beginn der neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts einen sehr erfolgreichen Weg gegangen sind.

Warum aber kommt dieser Dialog zwischen Tarifpartnern und Zentralbank auf europäischer Ebene nicht zustande (bzw. erschöpft er

sich in eintönigen Monologen)? Ohne die zentrale Rolle der Gewerkschaften wäre z. B. die frühere österreichische „Hartwährungspolitik“ nicht möglich gewesen. Es kann daher kein grundsätzliches Problem zwischen Dialog und Stabilitätsorientierung geben.

Es ist also nach den Gründen für die Dialogverweigerung zu fragen, und diese liegen vielleicht auch in der europäischen Institutionenarchitektur: Neben dem Einfordern der Dialogbereitschaft müssen die im Makroökonomischen Dialog vertretenen Institutionen auch etwas anbieten können: Es gibt aber weder eine europäische Fiskalpolitik (außer einer Einschränkung der nationalen Spielräume durch den Stabilitätspakt), noch gibt es europäische Lohnabschlüsse. Ein makroökonomischer Dialog zwischen Sozialpartnern und der EZB wird also vielleicht erst mit Leben erfüllt werden können, wenn sich die europäischen Sozialpartner (vor allem aber die Gewerkschaften) zumindest auf gemeinsame Grundsätze einigen können. Niemand erwartet ernsthaft einen europäischen Lohnabschluss (schon gar nicht in einem erweiterten Europa), aber gemeinsame Grundsätze, Analysen und vielleicht sogar prozedurale Koordination würden den Sozialpartnern auf europäische Ebene so viel Gewicht verleihen, dass eine Dialogverweigerung sich für eine rational agierende Zentralbank nicht mehr auszahlte.

Dass sie den Dialog mit „dem Geldmarkt“ (oder besser den wesentlichen Akteuren auf diesen Märkten) nicht nur nicht scheut, sondern auch eifrig auf dessen „Signale“ und die Perzeption ihrer eigenen „Signale“ auf dem Geldmarkt achtet, hat ja – hoffentlich – nicht nur mit Eitelkeiten und Dialog zwischen „Eliten“ zu tun, sondern damit, dass dort Erwartungen in Zinsen übersetzt werden und es sich tatsächlich schon um einen europäischen Markt handelt.

Freilich wirkt auch hier noch der Unionsvertrag in die Ausrichtung der EZB stark hinein: So sind der Präsident, der Vizepräsident und die weiteren Direktoriumsmitglieder auf Empfehlung des Rats (Anhörungsrecht des Parlaments und des EZB-Rats) von den Regierungen der Mitgliedstaaten aus dem Kreis der in Währungs- und Bankfragen anerkannten und erfahrenen Persönlichkeiten auszuwählen und zu ernennen. Gemeinsamkeiten in der Biografie bringen auch Gemeinsamkeiten in der Sprache und in geistiger Konditionierung mit sich. Eine breitere und ausgewogene Repräsentation der Interessen und eine Stärkung der europäischen Ebene (Parlament) zumindest bei einem Teil von EZB-Rat und Direktorium gegenüber der Summe der nationalstaatlichen Ebene (Rat, Regierungen der Mitgliedstaaten, Gouverneure der nationalen Zentralbanken) stünde daher einer europäischen Institution gut zu Gesichte, vor allem, weil es sich um den einzigen europäischen Spieler der Wirtschaftspolitik handelt. Statuten und Ver-

träge sind nicht in Stein gemeißelt, und ein Bruchteil jener Flexibilität und Offenheit kann auch von jener Institution eingefordert werden, die diese auch selbst immer wieder – auch wenn es gerade nicht passt – von nur einer Seite des Arbeitsmarktes einfordert.

Demokratie, Diskussion, Dialog sind die Stichworte, die Kommissarin Wallström im „Plan D“ Europa nach dem vielleicht heilsamen Schock verordnet hat. Dass die Bevölkerungen zweier Gründungsstaaten und Motoren der europäischen Integration den Verfassungsvertrag so deutlich abgelehnt haben, sollte auch als Anstoß verstanden werden, über die Einbettung der EZB in die europäische Institutionenarchitektur, die Definitionshoheit über eigene Messlatten und ihre monologartigen und monotonen Beiträge zum Dialog nachzudenken.

Es ist Zeit für Plan D – auch für die EZB.