

Euro

Definition Währungsunion

Zusammenschluß mehrerer souveräner Staaten mit unterschiedlichen Währungen zu einem einheitlichen Währungsgebiet.

Kennzeichen einer echten Währungsunion

- Vollständige und unwiderrufliche Fixierung der Wechselkurse zwischen den beteiligten Währungen.
- Vollständig freier und unbehinderter Kapitalverkehr.
- Uneingeschränkte Konvertibilität.
- Einheitliche Geldpolitik.
- Einheitliche Währung ist kein (ökonomisch) unbedingt erforderlicher Tatbestand. Aus geldpsychologischen Gründen jedoch ratsam: Ausdruck und Garant einer dauerhaft eingegangenen Verpflichtung.
- Im Unterschied zum Goldstandard erfolgt die Anpassung nicht nur über den Markt, sondern ist politisch vorgegeben, bzw. beeinflusst.

Theorie des optimalen Währungsraumes

Frage: Welches ist die optimale Ausdehnung eines Währungsraums?

Definition Währungsraum: Ein Gebiet mit intern festen (Währungsunion) und nach außen flexiblen Wechselkursen.

U.a. Mundell und McKinnon suchten dabei nach den Kriterien zur Bestimmung eines solchen Raumes.

- *Mundell:* Die Mundell-Analyse des optimalen Währungsraums kommt zu dem Ergebnis, daß die Aufgabe des Instruments der Wechselkursänderung bei rigiden Löhnen und hoher örtlicher Immobilität des Faktors Arbeit mit Nachteilen verbunden ist, wenn exogene Nachfrageschocks auftreten. Nach der Mundell-Analyse kann eine Ab- bzw. Aufwertung, die Wirkungen der Nachfrageschocks auf das Volkseinkommen und das Preisniveau neutralisieren. Voraussetzung für einen vorteilhaften Währungsraum ist daher, daß in diesem Raum die Preise und Löhne hinreichend flexibel und die Arbeitskräfte mobil sind. Das heißt, daß ein optimaler Währungsraum eher klein ist.

Kriterium: Flexibilität und Mobilität Arbeits- und Gütermärkte

- *McKinnon* bezweifelt dies: Eine Abwertung erhöht zwar die Nachfrage nach Inlandsgütern, gleichzeitig verringert sie aber aufgrund von Importpreis- und Lohnsteigerungen das Angebot. Die positive Wirkung der Abwertung auf die Produktion ist um so geringer und die negative Wirkung auf das Preisniveau um so stärker, je offener die Volkswirtschaft ist. McKinnon sieht daher für *sehr offene* Volkswirtschaften keinen Nachteil in der Eliminierung des Wechselkurses als wirtschaftspolitisches Instrument, weil über eine Abwertung der reale Wechselkurs nicht nachhaltig beeinflusst werden kann. Eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ist allenfalls kurzfristig möglich. Das heißt, daß ein optimaler Währungsraum eher groß ist.

Kriterium: Offenheitsgrad Volkswirtschaft

Die Kriterien, die beide Autoren vorgeben, sind allerdings schlecht operationalisierbar. Sie bieten eher Aussagen über die Erfolgchancen von Währungszusammenschlüssen, als theoretisch befriedigende Bestimmungsgrößen für einen „optimalen Währungsraum“. Als Schlußfolgerung kann aber gesagt werden, daß sich fixierte Wechselkurse für Räume anbieten, die durch Faktormobilität und internationalen Handel stark integriert sind.

Europäischer Wechselkursverbund

Gegründet 1972 nach dem Werner-Plan von 1970, der eine Europäische Währungsunion in Stufen bis 1980 vorsah. Im Rahmen des Bretton Woods-Nachfolgers, des Smithsonian Agreements, das die Wechselkurse auf $\pm 2,25\%$ zum Dollar fixierte, verpflichteten sich die EU-Länder zu einer bilateralen Fixierung ihrer Währungen untereinander um $\pm 2,25\%$. Ohne dieses *Währungsschlange* genannte Abkommen hätten die EU-Währungen um $\pm 4,5\%$ voneinander abweichen können, da sie ja nicht bilateral, sondern nur über den Umweg des US\$ zueinander fixiert gewesen wären.

Europäisches Währungssystem (EWS)

1979 gegründet. Drei institutionelle Elemente:

1. Paritätengittersystem mit bilateralen festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen. Die Bandbreite betrug $\pm 2,25\%$, wurde aber für die meisten Währungen nach der EWS-Krise von 1992/93 auf $\pm 15\%$ erweitert.
2. Gegenseitige Interventionsverpflichtungen und Beistandssystem unter den europäischen Zentralbanken (notfalls konnten auch Kreditlinien durch den Rat der EU genehmigt werden).
3. Korbwährung ECU (aber kein Korbwährungssystem mit Fixierung der nationalen Wechselkurse zu einer Korbwährung, sondern die ECU-Leitkurse werden auf Basis der bilateralen Leitkurse der einzelnen Währungen festgelegt).

EWS-Krise 1992

Nachdem das britische Pfund längere Zeit am unteren Interventionspunkt verharret war, wurde es durch eine massive Spekulation zur Abwertung gezwungen. Das britische Pfund und die italienische Lire verließen daraufhin das EWS. Die Bandbreiten zwischen allen Währungen wurden auf $\pm 15\%$ erweitert, außer zwischen der DM und dem Gulden, die weiter eine Bandbreite von $\pm 2,25\%$ aufwiesen.

Drei Stufen zur Europäischen Währungsunion (EWU)

Die drei Stufen entstammen dem Delors-Plan, der auf der Grundlage der Einheitlichen Europäischen Akte (1987 in Kraft getreten) die Errichtung einer Europäischen Währungsunion vorsah.

1. Stufe (ab 1990) – Vorbereitung durch Liberalisierung Geld- und Kapitalverkehr:

- Aufhebung aller Kapitalverkehrskontrollen.
- Einbeziehung aller EWU-Währungen in den EWS-Wechselkursmechanismus.
- Konsolidierung Staatshaushalte.
- Stärkung Autonomie der nationalen Zentralbanken.
- Ausweitung wirtschaftspolitischer Kooperation.

2. Stufe (ab 1994) – Konvergenz:

- Schaffung des Europäischen Währungsinstituts (EWI) in Frankfurt.
- Beginn kollektiver Mehrheitsentscheidungen.
- Geldpolitik aber noch in nationaler Verantwortung.
- Entscheidung über Teilnehmerkreis (Konvergenzkriterien).

3. Stufe (ab 1998) – Übergang zum Euro:

- Errichtung Europäische Zentralbank (EZB) in Frankfurt.
- Definitive Festlegung Umrechnungskurse. Nationale Währungen sind nur noch verschiedener Ausdruck des Euro.

- Teilweise Übertragung Währungsreserven aus EZB. Währungsreserven in $\text{\`{u}}$ -Währungen (DM, FF) werden in $\text{\`{u}}$ umgetauscht und verlieren damit ihre Funktion als Währungsreserven.
- Beginn neues EWS mit interessierten, nicht-teilnehmenden Ländern (Wechselkursmechanismus II).
- 1.1.1999 Umstellung Buchgeld, Aktiennotierungen und Staatsschuldtitel, dann zwischen 1.1.2002 und 1.7.2002 Umstellung Bargeld.

Konvergenzkriterien

Fiskalische Kriterien:

- *Budgetdefizit* der öffentlichen Haushalte nicht höher als 3% des BIP.
- *Schuldenstand* nicht höher als 60% BIP.
- *Zinssätze* langfristiger Staatsschuldtitel maximal 2%-Punkte über arithmetischen Mittel der drei preisstabilsten EU-Länder.

Monetäre Kriterien:

- *Inflationsrate* darf nicht mehr als 1,5%-Punkte über dem arithmetischen Mittel der drei niedrigsten EG-Inflationsraten liegen (Maßstab Harmonisierter Verbraucherpreisindex).
- *Wechselkurs* Landeswährung seit mindestens 2 Jahren innerhalb Bandbreite EWS (bzw. WKM II) und keine Abwertung auf eigene Initiative.

Aber keine völlig rigide Interpretation. So kann Neuverschuldung „erheblich und laufend zurückgegangen sein“ oder „Referenzwert nur vorübergehend überschritten werden.“

Nach dem Start des Euro sind für alle zukünftigen Beitrittskandidaten (z.B. Griechenland, Schweden) weiterhin alle Konvergenzkriterien relevant.

Für die bereits teilnehmenden Länder sind die monetären Kriterien nicht mehr von Interesse, da diese durch die einheitliche Geldpolitik der EZB hinfällig geworden sind. Die fiskale Kriterien sind dagegen weiterhin wichtig, was zum Stabilitätspakt geführt hat.

Stabilitätspakt

Der Stabilitätspakt wurde im Dezember 1996 auf dem Treffen des Europäischen Rats in Dublin unterschrieben. Er sieht Sanktionen für die Verfehlung der fiskalpolitischen Konvergenzkriterien nach dem Start des Euro vor. Ein hohes Haushaltsdefizit könnte Druck auf die EZB auslösen, ihre Geldpolitik expansiver zu gestalten, und die Marktteilnehmer eine Inflation erwarten lassen. Dadurch könnte (muß aber nicht!) das Ziel der Geldwertstabilität in Gefahr geraten.

Unter den Folgen einer restriktiven Geldpolitik (hohe Zinsen, evt. Rezession) der EZB zur Vermeidung von Inflation aufgrund des übermäßigen Haushaltsdefizits eines Landes würden aber auch alle Länder mit einem ausgeglichenen Haushalt leiden!

Außerdem erhöht sich in einer Währungsunion bei einer unsoliden Haushaltspolitik eines Landes der Realzins und die Risikoprämie langsamer als in getrennten Währungsräumen, da das Kreditangebot größer ist und weil die Marktteilnehmer erwarten könnten, daß die anderen Mitglieder bei Insolvenz einspringen. So zahlen bei einer unsoliden Haushaltspolitik eines Landes alle anderen Länder höhere Zinsen, was externen Kosten entspricht (*Moral Hazard*-Problem).

Wenn Haushaltsdefizitgrenze von 3% BIP überschritten wird, muß zunächst zwei Jahre lang eine zinslose Einlage in Höhe von 0,2% des BIP+0,1*(Marge Haushaltsdefizit über 3% des BIP) bei der EU hinterlegt werden. Die maximale Einlage beträgt allerdings 0,5% des BIP, was bei einem Haushaltsdefizit von 6% des BIP erreicht wird. Die Strafe besteht aus dem Zinsverlust, der durch die Anlage entsteht.

Sollte sich die Situation nicht binnen zwei Jahre entschärft haben, dann werden Geldbußen an den Haushalt der EU fällig. Diese Sanktionen treten allerdings nicht völlig automatisch in Kraft.

Mittelfristiges Ziel: Ausgeglichene Haushalte, um Spielraum für Konjunkturkrisen zu erhalten.

Der Euroraum

Seit 1. Januar 1999 ist in 11 Mitgliedsländern der EU der Euro als gemeinschaftliche Währung eingeführt. Er löst damit 10 nationale Währungen ab (Luxemburg und Belgien hatten zuvor eine Währungsunion gebildet).

Nicht dabei sind:

- Dänemark (Ablehnung Maastrichter Vertrag => *opting out*-Klausel für Dänemark)
- Großbritannien (*opting out*)
- Schweden (bisher keine Teilnahme an EWS bzw. WKM II => Verfehlen Wechselkurskriterium)
- Griechenland (Verfehlen Konvergenzkriterien)

Damit ist die geldpolitische Verantwortung von den nationalen Notenbanken auf die Europäische Zentralbank (EZB) übergegangen. Zusammen mit den nationalen Notenbanken der teilnehmenden Staaten formt die EZB mit Sitz in Frankfurt das Europäische System der Zentralbanken (ESZB).

Die Preisniveaustabilität in Euroland steht auf zwei Säulen:

1. Verbot der Monetarisierung von Staatsschulden (Art. 104 EGV-Maastricht)
2. Unabhängigkeit der EZB.

Struktur der EZB

Direktorium der EZB: Präsident Duisenberg, Vizepräsident Noyer und vier weitere Mitglieder, u.a. Issing. Führt die Beschlüsse des EZB-Rats aus und erteilt dazu den nationalen Notenbanken Weisungen.

Rat der EZB: Er setzt sich aus dem Direktorium der EZB und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken zusammen. Teilnehmen (ohne Stimmrecht) können auch ein Mitglied der Kommission und ein Vertreter der EU-Ratspräsidentschaft. Jedes Mitglied hat eine Stimme. Bei Entscheidungen über folgende Themen stimmen nur die Ratsmitglieder, die nicht dem Direktorium angehören, ab:

- Erhöhungen des Kapitals der EZB.
- Veränderung der Kapitalanteile.
- Übertragung nationaler Währungsreserven auf die EZB.
- Verteilung des EZB-Gewinns.

Hier sind die Stimmen werden nach den Kapitalanteilen der Länder gewichtet. Es bedarf neben einer Mehrheit der Anteilseigner auch einer 2/3-Mehrheit des gezeichneten Kapitals.

Die EZB und die teilnehmenden nationalen Notenbanken bilden zusammen das Europäische System der Zentralbanken (ESZB).

Ziele der EZB:

- Gemeinsame Geldpolitik.
- Genehmigung der Emission von Noten durch nationale Notenbanken.
- Genehmigung der Emission von Münzen durch nationale Regierungen.
- Verwaltung der ihr von den Mitgliedsländern übertragenen Währungsreserven (50 Mrd. `).
- Wechselkursinterventionen auf Grundlage der Vorgaben des ECOFIN-Rates.
- Förderung des reibungslosen Ablaufs des Zahlungsverkehrs.

Vorteile des Euro

Stärkung und Erweiterung der Geldfunktionen

Geld gewinnt in einer Tauschwirtschaft seine Bedeutung dadurch, daß es als allgemeines Tauschmittel akzeptiert wird. Je größer das Währungsgebiet, desto größer die Anzahl der möglichen Transaktionen, zu denen die Zahlungsmittelfunktion dieses Geldes ohne zusätzliche Kosten in Anspruch genommen werden kann. Die Bedeutung der Tauschmittelfunktion korreliert also mit der Größe des Währungsgebietes.

Höhere Preistransparenz zwischen den Euro-Ländern

Unterschiedliche Preise werden im Euroraum schnell sichtbar, was zu höherem Wettbewerb und somit niedrigeren Preisen führen wird. Die Währungsunion ist eine logische Ergänzung des Binnenmarktes, der erst so seine volle Wirkung entfalten kann.

Transaktionskostenreduzierung

Risikoprämie und Kosten für das Geldwechseln fallen weg. Dies wirkt wie eine Transportkostenreduktion im internationalen Handel => Verringerte Inanspruchnahme volkswirtschaftlicher Ressourcen durch unproduktive Transaktionen.

Wegfall Wechselkursrisiko

Insbesondere langfristige Handelsgeschäfte und der langfristige Kapitalverkehr (Direkt-, Aktieninvestitionen sowie langfristige Darlehen) profitieren vom Wegfall des Wechselkursrisikos. Es kommt dadurch zu einer Ausweitung des Handels und des Kapitalverkehrs => positiver Wohlfahrtseffekt durch bessere Ressourcenallokation und somit mehr Wachstum und Beschäftigung.

Außerdem wird der Euroraum dadurch attraktiver für Investitionen, da ohne das Wechselkursrisiko größere *Economies of Scale* (Skalensparnisse) zu erreichen sind.

Niedrigere Zinsen

Die Kosten für den „Import“ von Kapital sind wegen des verringerten Wechselkursrisikos niedriger => es kommt zu einem einheitlichen Zinsniveau und einer ähnlichen Zinsstruktur => Sinken des Zinsniveaus. Nationale Unterschiede der Zinsen sind nur noch durch die Risikoprämie und nicht mehr auch noch durch das Wechselkursrisiko bestimmt.

Reduzierung der Opportunitätskosten des Haltens von Währungsreserven

Da Währungsreserven äußerst liquide Anlagen sind (sein müssen), ist ihre Rendite meist gering. Durch die Bildung der europäischen Währungsunion erhöht sich die Relation von internen zu externen Zahlungen (Steigerung der Binnenwirtschaft). Folglich nimmt die Menge der benötigten Währungsreserven ab, die zur Sicherung der externen Zahlungsfähigkeit gehalten werden müssen => Reduktion der Opportunitätskosten der Haltung von Währungsreserven.

Liquidere Kapitalmärkte

Wesentlich liquidere, größere und tiefere Kapitalmärkte als zuvor. Es kommt zu einer geringeren Volatilität der Zinsen. Außerdem werden durch den erhöhten Wettbewerb auf den Kapitalmärkten die Finanzierungs- und Anlagemöglichkeiten erweitert. Die Kreditgeber legen ihr Kapital dort an, wo es den höchsten Ertrag bringt: Verbesserte Allokationseffizienz des Faktors Kapital => positiver Wohlfahrtseffekt durch bessere Ressourcenallokation und somit mehr Wachstum und Beschäftigung.

Disziplinierung der nationalen Fiskalpolitiken

Durch die Konvergenzkriterien und den Stabilitätspakt werden die nationalen Fiskalpolitiken stabilisiert. Eine Monetarisierung von Staatsdefiziten ist nicht mehr möglich. Dadurch sinken die Zinsen und die Inflation wird geringer.

Keine nationalen Abwertungen mehr möglich

Steigerung von Wettbewerbsvorteilen durch nationale Abwertungen (*Beggar-thy-Neighbor*-Politik) ist nicht mehr möglich.

Positive internationale Effekte des Euro

Euro ist wichtige internationale Reservewährung => Vorteil für die Länder mit bisher schwacher nationaler Währung (Bsp. Portugal, Spanien, Italien) durch Wegfall Opportunitätskosten der Haltung einer zusätzlichen (Reserve-)währung.

Euro könnte zur zweiten Leitwährung der Welt werden => erhöhte Seignorage durch größere Zentralbankengeldmenge.

Durch den Liquiditätszufluß auf den Kapitalmarkt von Reserve- und besonders Leitwährungsländern ist dort das reale Zinsniveau niedriger als ohne Reserve- und/oder Leitwährungsfunktion (Beispiel Schweiz) => Wachstumsimpuls.

Außerdem fallen durch den Handel mit Wertpapieren Gewinne im Banksektor eines Reserve- und vor allem eines Leitwährungslandes an (Bsp. USA, Schweiz).

Nachteile des Euro

Verlust der geldpolitischen Autonomie

Soll die Währungsunion Bestand haben, ist eine einheitliche Geldpolitik durch eine zentrale Einrichtung unabdingbare Voraussetzung => Verlust nationaler geldpolitischer Autonomie.

Nach dem **Phillips-Kurven-Konzept** besteht für die Wirtschaftspolitik eines Landes ein kurzfristiger (!) *Trade-off* zwischen Inflation und Beschäftigung. Eine Senkung der Arbeitslosigkeit durch erhöhte Inflation ist aber nur kurzfristig und nicht beliebig oft erreichbar und funktioniert nur, wenn sich die Wirtschaftssubjekte über ihre Reallöhne täuschen lassen (Geldillusion). Erwarten sie dagegen die Inflation und richten ihre Lohnforderung daran aus, so gibt es keinen (auch nicht kurzfristigen) *Trade-off* mehr zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit. Durch die Inflationsreduzierung im Vorfeld der Währungsunion (Konvergenzkriterium) können vorübergehende Anpassungsverluste entstehen, da die Wirtschaftssubjekte ihre Lohnforderungen nicht schnell genug an die gesunkenen Inflationsrate anpassen und so ein Beschäftigungsrückgang entsteht.

Anpassungen müssen in einer Währungsunion über flexible Güter- und Arbeitsmärkte entstehen und nicht über geldpolitische Akkomodation! Die durch den Anpassungsdruck verbesserte Flexibilität ist ein realwirtschaftlicher Vorteil!

Bereits zuvor war in mehreren Ländern, die jetzt am Euro teilnehmen, eine enge Anpassung an die Geldpolitik der Bundesbank betrieben worden (Holland, Österreich). Für diese Länder ergibt sich *de facto* kein Verlust geldpolitischer Autonomie.

Verlust der währungspolitischen Autonomie

Exogene Nachfrageschocks können nicht mehr durch Auf- oder Abwertungen kompensiert werden. Dies ist besonders bei rigiden Löhnen und hoher örtlicher Immobilität des Faktors Arbeit mit Nachteilen verbunden. Der Wechselkurs alleine garantiert allerdings nur dann (!) einen langfristigen Ausgleich, wenn die Arbeitnehmer Reallohneinbußen hinnehmen. Wenn sie dies zu tun bereit sind, bräuchte man aber den Wechselkurs gar nicht unbedingt als Anpassungsinstrument, sondern man müßte nur die Reallöhne senken! Bei einer ausreichenden Flexibilität von Löhnen und Preisen erfolgt Anpassung über die Preise und nicht über die Beschäftigung. Wechselkursänderungen sind daher nicht mehr erforderlich, daher ist dieser Nachteil eher ein Scheinargument.

Erklärung: Abwertungen haben nur Auswirkungen auf den nominalen Wechselkurs (e), der für die Wettbewerbsfähigkeit eines Landes entscheidende reale Wechselkurs hängt dagegen zusätzlich von der

Entwicklung des inländischen zum ausländischen Preisniveau ab [$e_{\text{real}} = e_{\text{nominal}} \times (P_{\text{Ausland}}/P_{\text{Inland}})$]. Die *Kaufkraftparitätentheorie* sagt aus, daß langfristig der nominale Wechselkurs irrelevant ist, da die Wirtschaftssubjekte auf eine Abwertung ihrer Währung langfristig mit höheren Lohnforderungen (Reallöhne) reagieren werden und so die Währung inflationieren werden, wodurch der kurzfristig positive Effekt einer Abwertung wieder neutralisiert wird. Der Einsatz des Wechselkurses als wirtschaftspolitisches Anpassungsinstrument ist folglich *auf Dauer* nur erforderlich, um Inflationsdifferenzen zu korrigieren. Inflationsdifferenzen entfallen aber in einer Währungsunion.

Allerdings können Wechselkursänderungen bei rigiden Arbeitsmärkten Anpassungen abfedern. Da diese Möglichkeit in einer Währungsunion wegfällt, sollten zur möglichst sanften Anpassung von asymmetrischen Schocks in einem Währungsgebiet die Löhne ausreichend flexibel sein! Die durch den Anpassungsdruck verbesserte Flexibilität ist ein realwirtschaftlicher Vorteil!

Bereits zuvor war allerdings in mehreren Ländern, die jetzt am Euro teilnehmen, eine enge Anpassung an die Geldpolitik der Bundesbank betrieben worden, die zu quasi festen Wechselkursen geführt haben (+2,25 % des Gulden zur DM, ähnlich österreichischer Schilling). Für diese Länder ergibt sich *de facto* kein Verlust währungspolitischer Autonomie.

Verringerung der fiskalpolitischen Autonomie

Nationale Regierungen, die sich der Geldschöpfung zur Finanzierung ihrer Staatsausgaben bedienten, ist die Monetarisierung der Staatsdefizite nicht mehr erlaubt. Weiter sind durch Konvergenzkriterien und Stabilitätspakt hohe Haushaltsdefizite erschwert. Dadurch sinken Inflationsraten und Zinsen => Vorteil!

Verringerung Seignorage für die BRD

Durch die DM als internationale Reservewährung hatte die BRD eine höhere Seignorage als normal. Beim Euro werden aber die Gewinne auf alle Länder aufgeteilt (50% des Gewinns der EZB wird nach dem Bevölkerungsanteil und 50% nach dem BIP-Anteil jedes Landes verteilt). Zwar erhält die BRD den größten Teil der Seignorage, doch dürfte er zumindest anfangs geringer sein als bei der DM. Allerdings sind für die ersten 5 Jahre des Euro Übergangsregeln vereinbart worden und mit einer eventuellen Funktion des Euro als internationaler Leitwährung könnte die Seignorage auch für die BRD höher werden als zuvor. Für die anderen Länder, die zuvor keine Reservewährungsländer waren, d.h. praktisch alle bis auf die BRD und Frankreich, trifft dieser Nachteil sowieso nicht zu.

Fazit Vorteile und Nachteile Euro

Diese Nachteile sind nur solche, wenn einige Voraussetzungen wie die Flexibilität der Güter- und Arbeitsmärkte nicht erfüllt sind. Andere Nachteile wie die Einschränkung der fiskalpolitischen Autonomie durch das Verbot der Monetarisierung von Staatsdefiziten sind aus dem Licht der Geldwertstabilität betrachtet eigentlich Vorteile.

Stimmt dagegen die institutionelle Ausgestaltung der Währungsunion (Unabhängigkeit der Zentralbank) und ist ein politischer Konsens über das primäre Ziel der Geldwertstabilität vorhanden, so ist die Währungsunion auch für bisher eher stabilitätsorientierte Länder nicht mit Nachteilen, sondern nur mit eventuellen, vorübergehenden Anpassungskosten verbunden.

Der Euro im internationalen System

Wechselkursgestaltung gegenüber anderen EU-Länder

Die EU-Länder, die nicht unmittelbar an der EWWU teilnehmen, können am Wechselkursmechanismus II (WKM II), dem Nachfolger des EWS, teilnehmen. Beim WKM II handelt es sich nicht um ein Paritätengittersystem, sondern um ein Leitwährungssystem. Es werden Leitkurse zum ` festgelegt, um welche die nominalen Wechselkurse innerhalb fester Bandbreiten schwanken können. Geraten die Wechselkurse

an ihre Interventionspunkte, besteht eine symmetrische Interventionspflicht: Die EZB muß aber nur dann intervenieren, wenn das Ziel der Preisstabilität des Euro nicht gefährdet wird. Bisher nehmen lediglich Dänemark mit einer Bandbreite von $\pm 2,25\%$ zum Euro und Griechenland mit einer Bandbreite von $\pm 15\%$ am WKM II teil.

Eine spätere Aufnahme in die Währungsunion ist nach den Maastrichter Konvergenzkriterien bei einer „erfolgreichen“ Teilnahme am WKM II innerhalb der letzten 2 Jahre, d.h. ohne nationale verursachte Abwertungen und ein Bewegen der entsprechenden Währung innerhalb der vereinbarten Bandbreiten, möglich.

Wechselkursgestaltung gegenüber anderen Länder außerhalb der EU

Die anderen Länder, die mit der EU eng verbunden sind, können ihren Wechselkurs an den Euro binden, um von dessen hoher Geldwertstabilität zu profitieren und unerwünschte Wechselkursschwankung zu vermeiden. Dies bietet sich besonders für kleine, offene Volkswirtschaften mit niedriger Tradition der Geldwertstabilität (niedriger Glaubwürdigkeit nationaler Geldpolitik) und hohem Grad an außenwirtschaftlicher Verflechtung mit Euroland an. Da die EZB allerdings zum Ziel der Wahrung ihrer Geldwertstabilität nicht bereit ist, Interventionsverpflichtungen einzugehen, müßten eventuelle Interventionsverpflichtungen vollkommen asymmetrisch, d.h. unilateral sein.

Wechselkursgestaltung gegenüber anderen Leitwährungen

Zum ersten Mal könnten mit US\$ und Euro 2 große Reserve- und Leitwährungen nebeneinander im Wettbewerb stehen. Die Bedeutung des US\$ als Leitwährung hat im Laufe der letzten Jahrzehnte auf Kosten der DM und des Yens kontinuierlich abgenommen. Eine Fortsetzung dieses Trends durch den Euro wäre möglich. Beim Marktvolumen von Wertpapieremissionen in ausländischer Währung, den sogenannten Eurobonds, hat der Euro bereits mit ca. 43% einen fast gleich hohen Anteil wie der US\$ mit 44% (Anfang 1999).

Die ökonomische Basis der DM war früher zu gering, um als Leitwährung zu fungieren. Die ökonomische Basis von Euroland ist dagegen fast so groß wie die der USA.

Vorteile eines Leitwährungslandes: Ein Leitwährungsland braucht praktisch keine Währungsreserven; es ist so groß, daß andere Länder sich zum Leitwährungsland asymmetrisch fixieren oder aber ihre Währung gegenseitig floaten lassen. Lediglich zur Glättung von Schwankungen am Devisenmarkt (*dirty* statt *clean floating*) benötigt die Zentralbank eines Leitwährungslands geringe Devisenreserven.

Euro könnte zur zweiten Leitwährung der Welt werden => erhöhte Seignorage durch größere Zentralbankengeldmenge. Durch den Liquiditätszufluß auf den Kapitalmarkt von Leitwährungsländern ist dort das reale Zinsniveau niedriger als ohne Reservewährungsfunktion => Wachstumsimpuls. Außerdem fallen durch den Handel mit Wertpapieren Gewinne im Banksektor eines Leitwährungslandes an.

Bereits jetzt werden in Euroland viel weniger Devisen benötigt, da sich das ökonomische Umfeld geändert hat. Nur noch ca. 50% der bisherigen Exporte und Importe sind Außenhandel im eigentlichen Sinne (d.h. außerhalb von Euroland). Die übrigen 50% werden auf einem einheitlichen Markt mit einheitlicher Währung gehandelt, sie sind währungstechnisch gesehen Binnenhandel. Bei einer Exportquote von nur noch ca. 14% (ähnlich wie USA) spielt der Außenwert des gemeinsamen Währung Euro damit eine wesentlich geringere Rolle als die nationalen Währungen zuvor.

Die Frage ist nun, was mit den **Überschußreserven** passieren wird. Zwei Optionen:

Passive Option: Man hält die Reserven und wartet, daß ihre Bedeutung abnimmt. Wirtschaftlich eine unattraktive Option: Die Zinseinnahmen könnten bei einer Umstrukturierung des Portfolios der EZB zugunsten längerfristigen Anlagen viel höher sein, als die (notgedrungen) kurzfristigen Anlagen (*near money*) von Währungsreserven.

Aktive Option: Konsequente Nutzung der Reserven, um den Euro als Weltleitwährung durchzusetzen. Durch den Verkauf von US\$ und die folgende Schwächung des US\$, würden Drittländer eventuell auf den

Euro als Reservewährung wechseln. Problem: Längerfristige Durchsetzbarkeit, Verluste für Exportwirtschaft durch Aufwertung und hohes Volumen internationaler Devisentransaktionen.

Unabhängigkeit der Zentralbank

Juristische Unabhängigkeit

Allgemein: Absicherung Unabhängigkeit durch bestmögliche juristische Verankerung.

Die Unabhängigkeit der Bundesbank war nur durch ein einfaches Gesetz geregelt, das jederzeit durch eine einfache Bundestagsmehrheit wieder geändert hätte werden können. Die Unabhängigkeit der EZB basiert dagegen auf einem völkerrechtlichen Vertrag mit Verfassungsrang. Der Maastrichter Vertrag (EGV) ist nur durch ein einstimmiges Votum im Rat der EU, durch Zustimmung des EP und Ratifizierung aller beteiligten nationalen Parlamente sowie in einigen Staaten durch eine zusätzliche Volksabstimmung abänderbar.

Nach Art. 108a Maastrichter Vertrag sind die Beschlüsse der EZB rechtlich bindend. Sie hat zudem nach Art. 106 Maastrichter Vertrag eine eigene Rechtspersönlichkeit.

Die juristische Unabhängigkeit der EZB ist gegeben.

Funktionale Unabhängigkeit

Allgemein: Keine Weisungsbefugnis Regierung bzw. staatlicher Organe.

Nach Art. 107 Maastrichter Vertrag ist es den Mitgliedern des Zentralbankrates untersagt, von irgendeinem Organ der EU oder den nationalen Gebietskörperschaften Weisungen anzunehmen.

Beim Bemühen um die Preisstabilität darf die Notenbank nicht in Zielkonflikte geraten. Mit Artikel 105 EG-Vertrag von Maastricht: „Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten“ ist der EZB ein klares Ziel gegeben (eigentlich eine Einschränkung Unabhängigkeit).

Problem: Der ECOFIN-Rat (Rat der Wirtschafts- und Finanzminister) kann nach Art. 109 Maastrichter Vertrag – allerdings nach Abstimmung mit der EZB – grundlegende Entscheidungen über das Wechselkursregime von Euroland treffen. Aus der Festlegung von Wechselkurszielzonen oder festen Wechselkursen könnten sich aber Interventionsverpflichtungen für die EZB ergeben, die ihrem primären Ziel der Preisstabilität widersprechen könnten. Dies käme einer Weisung und damit einer Einschränkung der Unabhängigkeit der EZB gleich, ist aber momentan nicht wahrscheinlich und bestand bereits zuvor in gleichem Maß für die nationalen Notenbanken.

Die funktionale Unabhängigkeit der EZB ist weitgehend gegeben.

Personelle Unabhängigkeit

Allgemein: Auswahl der Mitglieder nach fachlichen und nicht nach politischen Kriterien. Amtszeit lang, Wiederwahl eventuell ausgeschlossen. Keine Abberufung durch Regierung möglich.

Nach Art. 11.2 der Satzung der EZB werden die Direktoriumsmitglieder nach fachlichen Kriterien berufen.

Die Direktoriumsmitglieder werden laut Artikel 109a des Maastrichter Vertrags für eine Amtszeit von acht Jahren ohne die Möglichkeit einer Wiederwahl von dem Europäischen Rat der Staats- und Regierungschefs einvernehmlich gewählt.

Problem: Die personelle Unabhängigkeit der Präsidenten der nationalen Zentralbanken ist nicht ganz so hoch. Nach Art. 108 des Maastrichter Vertrags müssen die nationalen Notenbanken unabhängig sein und die Amtszeit ihrer Präsidenten mindestens 5 Jahre betragen. Sie können aber wiedergewählt werden und könnten daher in Erwartung einer Verlängerung ihres Mandats, oder in der Hoffnung, anschließend von der Regierung für ein anderes Amt vorgeschlagen zu werden, in ihrer Unabhängigkeit beeinträchtigt werden.

Allerdings ist die Unabhängigkeit der Mitglieder der EZB durchgängig höher als zuvor in den meisten nationalen Notenbanken üblich, und auch die Unabhängigkeit der nationalen Notenbankchefs mußte im Zuge der dritten Stufe der EWU in den meisten Fällen nach „oben“ angepaßt werden.

Außerdem werden Entscheidungen im EZB-Rat einstimmig gefällt und die Diskussionen nicht veröffentlicht. Das Gewicht eines einzelnen Notenbankchefs ist daher recht gering, und seine Position kann von Außenstehenden nur schwer identifiziert werden.

Die personelle Unabhängigkeit der EZB ist weitgehend gegeben.

Finanzielle Unabhängigkeit

Allgemein: Eine Zentralbank muß die zur Erledigung ihrer Aufgabe benötigten Geldmittel selbst beschaffen können, um finanziell unabhängig zu sein.

Nach Art. 106 des Maastrichter Vertrags und Art. 9 und 24 des EZB-Statuts verfügt die EZB über eigene Einnahmen (Zinseinnahmen) und finanziert sich selbst. Auch ihre Bilanzierung erfolgt selbständig.

Die finanzielle Unabhängigkeit ist gewährleistet.

Instrumentelle Unabhängigkeit

Allgemein: Eine Zentralbank muß ihre geldpolitischen Instrumente selbst wählen können und sie ohne weitgehenden Einschränkungen einsetzen können. Die Finanzierung von Budgetdefiziten muß ausgeschlossen sein. Problematisch ist die Festlegung von Wechselkurssystemen bei festen Wechselkursen.

Nach Art. 105a hat die EZB das ausschließliche Recht zur Ausgabe von Banknoten. Das Münzmonopol ist zwar weiter national, aber der Genehmigung durch die EZB unterworfen.

Nach Art. 118-120 der Satzung der EZB verfügt sie über alle wesentlichen geldpolitischen Instrumente wie Offenmarktgeschäfte und Mindestreserve. Nach Art. 20 der Satzung der EZB kann der Rat der EZB mit 2/3-Mehrheit weitere geldpolitische Instrumente beschließen.

Nach Art. 23 der Satzung der EZB hat sie die Möglichkeit Devisengeschäfte am Kassa- und Terminmarkt durchzuführen. Nach Art. 30 der Satzung der EZB werden ihr die Währungsreserven der Mitgliedsstaaten, nicht jedoch deren Reserveposition im IWF und deren Bestand an Sonderziehungsrechte, übertragen.

Nach Art. 104 Maastrichter Vertrag ist die Monetarisierung von Staatsdefiziten verboten. Es dürfen keine direkten Kredite an den Staat gewährt werden (Ausnahme Kreditinstitute in öffentlicher Hand). Art. 104c ermöglicht Sanktionsmaßnahmen bei zu hohen Haushaltsdefiziten.

Die instrumentelle Unabhängigkeit ist gewährleistet.

Fazit Unabhängigkeit

Die EZB ist mit einem Höchstmaß an Unabhängigkeit ausgestattet. Keine nationale Zentralbank ist so unabhängig wie die EZB. Die institutionellen Voraussetzungen für eine stabilen Euro sind damit gegeben.

Wie gut die EZB ihre Unabhängigkeit zur Verfolgung einer auf Geldstabilität ausgerichteten Politik nutzen kann, hängt allerdings von weiteren Faktoren ab, nicht zuletzt von der Faktor- und Güterpreisflexibilität sowie Arbeitskraftsmobilität zwischen und in den teilnehmenden Länder. Daß die Inflationsraten in Euroland langfristig eher auf einem niedrigen Niveau liegen werden, ist bereits durch Konvergenz der Inflationsraten vor dem Start des Euro auf einem sehr niedrigen Niveau angedeutet worden. Mit einer Steigerung des harmonisierten Verbraucherpreisindex im Euroraum von 0,8 % im Vergleich zum gleichen Zeitraum des Vorjahrs wird dies Anfang 1999 bestätigt.

Problem fehlende Sanktionsmöglichkeiten: Was auf den ersten Blick als Vorteil anmutet, verbindet sich aber mit einem Kontrollproblem. Sollte die EZB plötzlich eine „Instabilitätskultur“ entwickeln, die der Idee des Maastrichter Vertrages nicht entspräche, ist keine Sanktion möglich. Ökonomen schlagen

hier deshalb eine Koppelung der Gehälter der Mitglieder des Zentralbankrates an die Inflationsrate vor. Es muß in diesem Zusammenhang jedoch betont werden, daß der Öffentlichkeitsdruck für Geldwertstabilität groß ist, und nicht unterschätzt werden darf.

Problem demokratische Kontrolle: Oft wird gefordert, daß es eine demokratische Kontrolle der EZB durch eine starke europäische Regierung bzw. Parlament geben müsse. Dies widerspricht aber der Forderung nach einer möglichst großer Unabhängigkeit. Außerdem könnte es für eine unabhängige Geldpolitik der EZB am Anfang von Vorteil sein, daß die Politische Union Europas schwächer vertieft ist als die Währungsunion. So sieht sich die EZB keiner starken europäischen Zentrale gegenüber, die politischen Druck ausüben könnte. Auch die Geschichte zeigt, daß es möglich ist, eine Währungsunion ohne zentrale politische Instanz zu errichten (Bsp. Skandinavische Währungsunion 19. Jh.).

Kritik an fehlender Definition der Geldwertstabilität: Ein weiterer Kritikpunkt ist die fehlende Definition der Geldwertstabilität (Bsp. max. 2% Inflation). Aber auch hier gilt, daß der Druck der Öffentlichkeit bei einer zu breiten Auslegung dieses Ziels durch die EZB einsetzen würde.

Geldpolitische Instrumente der EZB

Die EZB kann sich bei ihrer Tätigkeit auf bewährte geldpolitische Verfahren stützen und somit ein hohes Maß an Kontinuität zu den bisherigen nationalen Geldpolitiken gewährleisten.

Sie betreibt weitgehend eine Zinssteuerung nach Vorbild der Bundesbank: Diese basiert auf einem relativ engen Zinsband (rund zwei Prozent), das durch drei Instrumente geschaffen wird. Den unteren Geldmarktsatz bestimmt die Einlagefazilität (momentan 1,5%), den mittleren Satz bestimmt der Hauptrefinanzierungssatz (momentan 2,5%) und den oberen Satz die Spitzenrefinanzierungsfazilität (momentan 3,5%).

Den hierzulande seit langem bekannte Diskontsatz – vormals der untere Leitzins der Bundesbank – gibt es unter der Regie der EZB nicht mehr, da er arbeitsintensiv und antiquiert ist. Da der Satz unter dem Wertpapierpensionssatzes lag, und nur Handelswechsel aus bestimmten Branchen diskontiert werden konnten, hatte die Diskontpolitik der Bundesbank außerdem einen umstrittenen Subventionscharakter.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Offenmarktgeschäft, Initiative EZB)

Das zentrale geldpolitische Instrument der EZB sind die wöchentlich angebotenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit zweiwöchiger Laufzeit. Damit wird an die in Deutschland als Wertpapierpensionsgeschäfte oder Repogeschäfte bekannten Geschäfte angeknüpft: Die EZB kauft festverzinsliche Wertpapiere von den Geschäftsbanken unter der Bedingung auf, daß sie gleichzeitig von diesen zu einem vorweg vereinbarten Termin (im Fall der EZB: zwei Wochen später) zurückgekauft werden. Somit ist das Fullartonsche Rückströmungsprinzip erfüllt.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte werden im sogenannten Mengentenderverfahren abgewickelt. Dabei wird ein Zinssatz festgelegt (momentan 2,5%), zum dem die Geschäftsbanken Zentralbankgeld gegen Wertpapiere erhalten können. Die Menge ist dabei variabel.

Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (Offenmarktgeschäft, Initiative EZB)

Die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte der EZB haben eine dreimonatiger Laufzeit. Sie werden monatlich im Wege des Zinstenderverfahrens ausgeschrieben. Dabei bietet die EZB den Ankauf einer bestimmte Menge von Wertpapieren an, die unter den Geschäftsbanken gegen das Gebot eines Zinssatzes versteigert werden. Nachdem anfangs das *holländische* Verfahren verwendet wurde, bei dem alle Wertpapiere zum marginalen Zinssatz vergeben werden, bei dem Markträumung besteht (d.h. Angebot = Nachfrage), ist man mittlerweile zum *amerikanischen* Verfahren übergegangen, bei dem die gebotenen Zinssätze bezahlt werden müssen. Damit wird verhindert, daß Banken, die an kleinen Mengen interessiert sind, Phantasiegebote mit hohen Zinsen abgeben, damit sie auf jeden Fall eine Zuteilung erhalten.

Weitere Offenmarktgeschäfte und Devisenmarktgeschäfte

Zusätzlich zu den Hauptrefinanzierungsgeschäften und zu den langfristigen Refinanzierungsinstrumenten kann die EZB unregelmäßig **Feinststeuerungsoperationen** wie **Devisenswaps** oder definitive Käufe bzw. Verkäufe von Wertpapieren (*Outright*-Offenmarktgeschäfte) sowie **strukturelle Operationen** wie die Emission von Schuldverschreibungen der EZB sowie definitive Käufe bzw. Verkäufe von Wertpapieren durchführen.

Spitzenrefinanzierungsfazilität (Ständige Fazilität, Initiative Geschäftsbanken)

Bei der Spitzenrefinanzierungsfazilität können die Geschäftsbanken Zentralbankgeld gegen die Hergabe von Pfändern bekommen, sprich sie hinterlegen für kurze Zeit Wertpapiere bei der Zentralbank. Dieses Instrument fixiert die Obergrenze des Zinsbandes, da diese Kredite grundsätzlich zu einem höheren Zins vergeben werden als die Wertpapierpensionsgeschäfte. Kommt es also unvorhergesehenen Liquiditätsproblemen, können sich die Banken zum Spitzenrefinanzierungssatz bei der EZB refinanzieren.

Einlagefazilität (Ständige Fazilität, Initiative Geschäftsbanken)

Sie dient als Untergrenze des Zinsbandes. Über Nacht kann zu einem festen Zinssatz auf Konten der EZB Zentralbankgeld angelegt werden. Kommt es beispielsweise durch Devisenverkäufe zu einem Liquiditätsüberschuß im Bankensystem, würde sich normal ein starker Druck auf den Geldmarktsatz nach unten ergeben. Indem die Notenbank den Geschäftsbanken eine Anlage zu einem festen Zinssatz für diese überschüssige Liquidität bietet, kann sie ein solches Abgleiten des Geldmarktsatzes verhindern.

Mindestreserven (Initiative EZB)

Auch die EZB verfügt über das Instrument der Mindestreserve. Der Mindestreservesatz beträgt einheitlich 2% auf Sichteinlagen, Spareinlagen und sonstige befristete Verbindlichkeiten und ist im Monatsdurchschnitt zu erfüllen (Freibetrag 100.000 ` pro Kreditinstitut).

Da die Mindestreserve eine Art *Sondersteuer* oder *administrativer Eingriff* auf die Geschäftsbanken in Euroland ist und so Wettbewerbsnachteile und Umgehungsprozesse (*off-shore*-Bankplätze) auslösen kann, wird sie marktüblich verzinst (z.Zt. mit 2,5% p.a.)

Geldpolitische Konzeptionen

Geldmengenabgrenzung

Geldmenge	EZB	Bundesbank
M1	<ul style="list-style-type: none"> Bargeldumlauf (In Euroland im März 1999: ca. 330 Mrd. `) täglich fällige Einlagen (Sichteinlagen, März 1999: ca. 1.440 Mrd. `) M1 im März 1999: ca. 1.770 Mrd. ` 	<ul style="list-style-type: none"> Bargeldumlauf täglich fällige Einlagen (Sichteinlagen)
M2	<ul style="list-style-type: none"> M1 Termineinlagen bis zu 2 Jahren Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten M2 im März 1999: ca. 3.900 Mrd. ` 	<ul style="list-style-type: none"> M1 Termineinlagen bis zu 4 Jahren
M3	<ul style="list-style-type: none"> M2 Geldmarktfähige Titel der Monetären Finanzinstitute wie Geldmarktpapiere, Repogeschäfte, Geldmarktfondszertifi- 	<ul style="list-style-type: none"> M2 Spareinlagen mit gesetzlicher Kündigungsfrist (von bis zu 3 Monaten)

kate sowie Bankschuldverschreibungen
bis zu 2 Jahren.

- M3 im März 1999: ca. 4.500 Mrd. `

Geldmengensteuerung

Das Modell der Geldmengensteuerung wurde auf der Basis monetaristischer Vorstellungen entwickelt. In den USA und Großbritannien hat man es jedoch bald wieder aufgegeben. Der Hauptvertreter der Geldmengensteuerung ist die Deutsche Bundesbank.

Funktionsweise: Die Notenbank ermittelt jährlich einen Zielpfad für die Geldmenge M3, der gemäß der Quantitätsgleichung so abgeleitet wird, daß er mittelfristig ein inflationsfreies Wachstum der Wirtschaft gewährleistet. Die Wachstumsrate der Geldmenge M3 wird von Jahr zu Jahr so bemessen, daß sie dem Wachstum des Produktionspotentials entspricht. Außerdem wird sie um die Veränderung der Gleichgewichtsumlaufgeschwindigkeit korrigiert (die Einkommenselastizität der Geldnachfrage ist kleiner als 1, da M3 auch Vermögenswerte enthält und das Vermögen schneller wächst als das Einkommen).

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.

Für die Glaubwürdigkeit der Notenbank gegenüber den Wirtschaftssubjekten hat das Geldmengenkonzept den Vorteil, daß sie anhand eines einzigen Indikators ablesen können, welchen geldpolitischen Kurs die Notenbank verfolgt. Es muß jedoch gesagt werden, daß in der Praxis keine Notenbank je in der Lage gewesen ist, das Geldmengenkonzept wie beschrieben einzusetzen. Von 21 Geldmengenzielen der Bundesbank, wurden 11 eindeutig verfehlt.

Voraussetzung für eine erfolgreiche Geldmengensteuerung ist eine stabile, vorhersagbare Geldnachfrage. Dies kann z.B. durch Finanzmarktinnovationen nicht der Fall sein.

Konzept Preislücke: Das Gleichgewichtspreisniveau P^* herrscht bei voller Kapazitätsauslastung und langfristiger, gleichgewichtiger Umlaufgeschwindigkeit. Das tatsächliche Preisniveau P wird von einer Vielzahl weiterer Faktoren (Wechselkurs, Rohstoffpreise, Tarifpolitik, Höhe indirekter Steuern ...) bestimmt. Außerdem ist das Produktionspotential nicht immer voll ausgelastet sowie die Umlaufgeschwindigkeit nicht immer in ihrem Gleichgewichtswert. Daher weicht das aktuelle Preisniveau P vom Gleichgewichtspreisniveau P^* in Höhe der Preislücke $P - P^*$ ab. Die Preislücke mißt sozusagen das Inflationpotential von Geldbeständen, die noch nicht nachfragewirksam geworden sind. Orientiert sich die Politik der Geldmengensteuerung an P^* , so kann die Bildung einer inflatorischen oder einer deflatorischen Preislücke mittelfristig weitgehend vermieden werden. Probleme sind die Bestimmung des Produktionspotentials, die Stabilität der Geldnachfragefunktion sowie der Basiszeitraum für die jeweiligen Schätzungen.

Formel Gleichgewichtspreisniveau:
$$P^* = \frac{M}{Y^*} \times V^* \quad (\text{aus der Quantitätsgleichung } M^* \cdot V^* = Y^* \cdot P^*)$$

Formel Preislücke:
$$\frac{P^*}{P} = \frac{Y}{Y^*} \times \frac{V^*}{V}$$

Fazit: Bei der insgesamt negativen Beurteilung der praktischen Erfahrung und der gleichzeitig positiv zu beurteilenden Stabilitätspolitik der Bundesbank, stellt Bofinger die These auf, daß die Bundesbank hinter der Fassade des Geldmengenkonzeptes tatsächlich eine Politik des *Inflation targeting* verfolgte.

Inflation targeting

Als alternative Konzeption einer Geldpolitik bietet sich ein direktes Inflationsziel, das *Inflation targe-*

ting, an. Hauptvertreter dieser Konzeption sind die Zentralbanken Großbritanniens, der USA und einiger anderer OECD-Länder.

Funktionsweise: Anstelle eines Geldmengenziels verkündet die Notenbank *ex ante* einen jährlichen Zielwert für die von ihr angestrebte Inflationsrate, der noch mit dem Ziel der Geldwertstabilität kompatibel ist.

Die Werte der Geldmarktsätze sind dann so zu fixieren, daß mit ihnen möglichst direkt die Inflationsrate gesteuert werden kann. Dies setzt voraus, daß die Notenbank über gute Inflationsprognosen verfügt, um nicht der *time lag*-Problematik (Problem der zeitverzögert wirkenden Geldpolitik) zu erliegen.

In diesem Zusammenhang spielt die Inflationserwartung eine zentrale Rolle. Sie ist als zentrale Determinante der tatsächlichen Preisentwicklung anzusehen: Sie liegt den Tarifverhandlungen zugrunde; sie bestimmt die Preise bei längerfristigen Verträgen, usw. Ohne größere exogene Schocks kommt es bei niedriger Inflationserwartung zu einem sich selbst stabilisierenden Prozeß. Unter solchen Bedingungen kann sich die Geldpolitik darauf beschränken, eine weitgehend passive Rolle einzunehmen.

Bei makroökonomischen Schocks (Bsp. deutsche Vereinigung) müssen die Geschäfts- und Nichtbanken ihre Inflationserwartung neu bestimmen. Hier muß die Notenbank signalisieren, daß sie weiterhin an ihrem bisherigen Inflationsziel festhalten wird. Dies erfordert ein deutliches Anheben der Geldmarktsätze - auch um den Preis einer Rezession.

Zins- versus Geldmengensteuerung

Zinssteuerung: Die Zentralbank sorgt für ein ihren Vorstellungen entsprechendes Zinsniveau. Möglichkeit über Mengentender-Repogeschäfte oder Refinanzierungssätze.

Geldmengensteuerung: Die Zentralbank sorgt für eine ihren Vorstellungen entsprechende Geldmenge. Möglichkeit über Zinstender-Repogeschäfte und Mindestreservpolitik. Voraussetzung stabile Nachfrage der Banken und (Geldmengenmultiplikator!) Nichtbanken. Nachteil: Stark volatile Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt (Bsp. Currency Board).

Die Zinssteuerung hat sich weitgehend durchgesetzt, da sie den Vorteil nicht so volatiler Zinsen bietet.

Geldpolitische Konzeption der EZB

Das Endziel der Sicherung der Geldwertstabilität ist mit der in Art. 105 genannten Preisstabilität schon im Maastrichter Vertrag definiert worden.

Die EZB betreibt kein *Inflation targeting*, sondern eine geldmengenorientierte Politik. Das Wachstum der Geldmenge M3 wird aber von einem Bündel weiterer Ordnungsgrößen begleitet. Die beobachtete Inflationsrate, der Wechselkurs und weitere Indikatoren werden von der EZB zu einer Inflationsprognose verdichtet. Auf Basis all dieser Indikatoren werden die Zinssätze für die geldpolitischen Operationen der EZB festgelegt. Es kommt also weder zu einem mechanistischen Reagieren auf ein Überschreiten bzw. Unterschreiten des vorgegebenen Geldmengenziels (Bsp. Zinssenkung Mai 1999, obwohl Geldmengenziel für M3 mit einem Wachstum von 5,1% statt 4,5% verfehlt wurde), noch zu einem direkten *inflation targeting*.