

## Kapitel V: Mögliche Störpotenziale für die Geldpolitik

## Antworten zu den Kontrollfragen zum Kapitel V.1

- 1 Die traditionellen Konfliktpotenziale zwischen Geld- und Fiskalpolitik sind unmittelbar aus Gleichung (7) im Haupttext ersichtlich.

$$(7) \quad \Delta \left( \frac{B}{Y} \right) = \frac{(G-T)}{Y} + (r + \pi^{erw} - \pi - g) \cdot \frac{B}{Y} - \frac{S}{Y}$$

So reduziert eine Überraschungsinflation ( $\pi > \pi^{erw}$ ) den Realwert der staatlichen Nominalverschuldung zu Lasten der Gläubiger. Der Staat profitiert von dieser „Inflationssteuer“, da die staatlichen Schuldpapiere in Nominaleinheiten und einheimischer Währung ausgedrückt sind. Zum anderen führt eine vermehrte Geldschöpfung (Seigniorage) zu zusätzlichen Staatseinnahmen, sofern die Privaten bereit sind, das zusätzliche Geld auch zu halten.

Der AEUV gewährt sowohl der EZB als auch den nationalen Zentralbanken Unabhängigkeit bei ihren Entscheidungen. Dadurch kann sich die EZB ohne staatliche Einmischung auf ihr Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität konzentrieren. Zusätzlich besteht ein Verbot der monetären Finanzierung von Haushaltsdefiziten und des unmittelbaren Erwerbs von Staatsschuldtiteln. Die einzelnen Staaten sehen sich somit „härteren Budgetbeschränkungen“ gegenüber, da ihnen eine Monetisierung der Staatsschuld über den Rückgriff auf nationale Zentralbanken nicht mehr offen steht. In diesem Zusammenhang ist auch zu berücksichtigen, dass der EU-Vertrag den Status eines völkerrechtlichen Vertrages besitzt und nur mehr einstimmig von allen EU-Mitgliedsländern geändert werden kann. Zudem haftet (offiziell) kein Land für die Verbindlichkeiten eines anderen Landes (no-bail-out) und die an der Währungsunion teilnehmenden Länder müssen ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse betrachten. Zwar kann von politischer Seite Druck zugunsten einer „laxen“ Geldpolitik ausgeübt werden. Auch könnte unter Umständen die Glaubwürdigkeit dieser Regelungen von den Märkten bezweifelt werden. Aber durch die institutionellen Vorkehrungen ist das Eurosystem eigentlich gegen potenzielle Konflikte gut abgesichert. Hält man sich an die Verträge, sollten auch Staatsschuldenkrisen vermieden werden können. Entscheidend ist nur der Wille zur Durchsetzung.

Dann verbleiben letztlich nur noch folgende Probleme:

- Durch den Anteil der kurzfristigen Verschuldung und den Fremdwährungsanteil der öffentlichen Schulden kommt der öffentliche Sektor verstärkt ins Fahrwasser der von der Geldpolitik direkt beeinflussbaren kurzfristigen Zinsen und Wechselkurse.
- Eine mangelnde Koordination der nationalen (und unter Umständen EU-weiten) Fiskalpolitiken mit der einheitlichen Geldpolitik kann bei fehlender Glaubwürdigkeit der Vorschriften Erwartungen über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik auslösen. Dies kann schließlich dazu führen, dass eine an Preisstabilität orientierte Geldpolitik nicht mehr aufrecht erhalten werden kann.
- Das finanzpolitische Doppelkriterium verbindet die Defizitquote mit im engeren Einflussbereich des Eurosystems stehenden Größen wie Zinsen und Inflationsentwicklung.

Insgesamt kann dann trotz der institutionellen Vorschriften eine unabhängige Geldpolitik des Eurosystems erschwert werden.

- 2 Für „übermäßig“ verschuldete Länder hat das nominal fixierte Doppelkriterium folgende negative Eigenschaften: Es reagiert auf unterschiedliche Inflationsraten, seine Wirkung ist umso strenger, je geringer das reale Wirtschaftswachstum ausfällt, und es greift (bei bestimmten Konstellationen) umso schwächer, je höher die Schuldenquote ist. So gerät z. B. in Rezessionsphasen die Einhaltung des finanzpolitischen Doppelkriteriums von drei Seiten unter Druck. Die konjunkturelle Komponente des Defizits steigt an, die Inflationsrate geht zurück, und die zulässige Defizitobergrenze sinkt. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten kann somit durch diese Zusammenhänge ein politischer Druck in Richtung weniger Stabilitätsorientierung der Geldpolitik ausgelöst werden.
- 3 Unter Seigniorage (S) versteht man die Einnahmen, die der Zentralbank durch das Monopol der Zentralbankgeldschöpfung entstehen und letztlich an den „Staat“ abgeführt werden. Sie sind darauf zurückzuführen, dass die Zentralbank verzinste „Assets“ in Form von Krediten und/oder

ausländischen Wertpapieren hält, das von den Privaten gehaltene Zentralbankgeld (die Geldbasis) dagegen unverzinst (oder niedrig verzinst) ist. Die reale Rendite dieser „Assets“ beträgt  $(i - \pi)$ . Die Seigniorage würde nach diesem Konzept also aus den Zinseinnahmen bestehen, die letztlich dem Staat aus der Emission von Zentralbankgeld zufließen. Wann der Zufluss stattfindet, ist ökonomisch betrachtet irrelevant. Zusätzlich wäre noch der Zuwachs an Zentralbankgeld zu berücksichtigen, der aus der direkten Verschuldung des Staates bei der Zentralbank entsteht. Somit resultieren nach (3) als reale Seigniorage-Einnahmen

$$S = (\mu + r) \cdot \frac{M0}{P}$$

Die Seigniorage entspricht also der Summe aus Wachstumsrate der nominalen Geldbasis  $\mu$  ( $=\Delta M0/M0$ ) und ex-post-Realzins ( $r = i - \pi$ ), multipliziert mit der realen Geldbasis  $M0/P$ . „Bemessungsgrundlage“ der Seigniorage ist die reale Geldbasishaltung  $M0/P$ . Da im Eurosystem die Mindestreserve zum Satz für das Hauptrefinanzierungsinstrument verzinst wird, ist diese Bemessungsgrundlage durch den Banknotenumlauf gegeben.

- 4 Die Aussage lässt sich unmittelbar an Gleichung (8) des Haupttextes erläutern. Diese gibt die Bedingung für eine Stabilisierung der Schuldenquote an und lautet

$$\Delta\left(\frac{B}{Y}\right) = 0 \Leftrightarrow \frac{(T - G)}{Y} = [(r - g) + (\pi^{erw} - \pi)] \cdot \frac{B}{Y} - \frac{S}{Y}$$

Ist der Ausdruck auf der rechten Seite positiv, ist zur Stabilisierung der Schuldenquote ein Primärüberschuss ( $T > G$ ) nötig. Dieser Fall wird bei  $\pi^{erw} > \pi$  und hoher Schuldenquote ( $B/Y$ ) wahrscheinlicher. Allerdings reduziert der Geldschöpfungsgewinn ( $S$ ) den notwendigen Überschuss. Unter Umständen ist deshalb eine Stabilisierung sogar mit einem Primärdefizit vereinbar. Ein monetärer Regimewechsel in Richtung mehr Preisstabilität stellt somit eine wichtige Änderung für die Finanzpolitik dar. Zusätzlich spielt dabei auch die Geschwindigkeit bzw. Trägheit, mit der sich die Inflationserwartungen nach unten anpassen, eine Rolle.

- 5 Die zentrale Logik der Vorschriften zielt einerseits darauf ab, die Glaubwürdigkeit des Eurosystems im Sinne der Verwirklichung seines vertraglichen Auftrags zu sichern. Durch die Beschränkungen des fiskalpolitischen Handlungsspielraums soll vom Eurosystem ein möglicher politischer Druck, die Zinsen zu senken, genommen werden („Glaubwürdigkeitsseite“, Regelbindung). Durch glaubwürdige Regelungen kann die funktionelle Unabhängigkeit des Eurosystems gesichert werden.

Auf der anderen Seite sollen die öffentlichen Haushalte dauerhaft in einem Zustand gehalten werden, der auch in konjunkturellen Schwächephase jederzeit tragfähig ist und genügend Spielraum für antizyklisches Verhalten lässt („Flexibilitätsseite“). Um die Defizitquote von 3% dauerhaft einzuhalten, dürfte dies allerdings nur der Fall sein, wenn die strukturellen (d. h. zyklisch bereinigten) Staatshaushalte ausgeglichen sind oder sogar Überschüsse aufweisen. Es ist ausdrücklich nicht das Ziel, ein Schwanken des Haushaltssaldos im Konjunkturzyklus zu verhindern. Die nationale staatliche Aktivität soll eine nützliche nachfragestabilisierende Aufgabe durch diskretionäre und vor allem automatische Anpassungen erfüllen. Damit diese Stabilisatoren allerdings wirken können, muss genügend Spielraum vorhanden sein, um über einen längeren Zeitraum Schwankungen des Defizits um einen Durchschnittswert zu ermöglichen.

## Antworten zu den Kontrollfragen zum Kapitel V.2

- 1 Sinkende Transaktionskosten (Kosten des Währungstauschs und der Kurssicherung innerhalb der EWU entfallen), höhere Stabilität des gemeinsamen Euro im Vergleich zu den (früheren) Einzelwährungen gegenüber anderen Währungen (US-Dollar, Yen) sowie ein intensiverer Wettbewerb eröffnen Wachstumspotenziale und damit auch Lohnerhöhungsspielräume. In die gleiche Richtung wirkt eine konsequent auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik des Eurosystems. Die hierdurch begünstigten Stabilitätserwartungen wirken ebenso investitionsbelebend wie das infolge weitgehender Inflationsfreiheit mögliche niedrigere Zinsniveau am Kapitalmarkt.
- 2 Da innerhalb der EWU die nominalen Wechselkurse fix sind und für den Euro-Raum eine einheitliche Geldpolitik betrieben wird, entfallen zwei nationale Anpassungsmöglichkeiten an einen lohnstückkostenbedingten Preisauftrieb. Um zu vermeiden, dass bei geldpolitischem Stabilitätskurs

des Eurosystems Lohnstückkostenerhöhungen negativ auf die Beschäftigung durchschlagen, muss eine zurückhaltende Lohnpolitik die Abfederung übernehmen.

- 3 Die mit der Währungsunion verbundene Lohntransparenz kann via Lohndemonstrationseffekte in Lohnangleichungsbestrebungen einmünden, die nicht durch entsprechende Produktivitätsentwicklungen gedeckt sind. Rasche Lohnangleichungen nach oben werden nicht nur in den Niedriglohnländern mit Hinweis auf Gerechtigkeitsvorstellungen, sondern auch in den Hochlohnländern, hier mit der Forderung nach Schutz vor sogenanntem Lohn- und Sozialdumping begründet, gefordert werden. Um die negativen Beschäftigungsfolgen in den Niedriglohnländern aufzufangen, werden Transfers aus den Hochlohnländern „erforderlich“. Wie gerade die jüngsten Erfahrungen seit der Schuldenkrise zeigen, führt das Aufschieben notwendiger Arbeitsmarktreforamen, die an den Ursachen der Beschäftigungsprobleme ansetzen, zu einem erhöhten „Transferbedarf“.

### Antworten zu den Kontrollfragen zum Kapitel V.3

- 1 Bei flexiblen Wechselkursen bildet sich der Wechselkurs am Markt. Bei festen Wechselkursen hingegen müssen die Zentralbanken der beteiligten Länder ggf. durch Interventionen bzw. eine entsprechende Zinspolitik eine bestimmte Wechselkursparität aufrechterhalten, wobei sich normalerweise der Wechselkurs innerhalb einer bestimmten Bandbreite bewegen kann. Beispiele für Festkurssysteme sind das Festkurssystem von Bretton-Woods (1945-1973) sowie das Europäische Währungssystem I (1979-1998) und II (seit 1999).
- 2 Der Unterschied zwischen einem Festkurssystem („förmliche Wechselkursvereinbarung“) und (harten) Wechselkurszielzonen („allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik“) ist rein formaler Natur. Während ein Festkurssystem auf einem förmlichen Vertrag zwischen den beteiligten Ländern beruht – der Ecofin-Rat kann eine förmliche Wechselkursvereinbarung für den Euro gegenüber Drittwährungen nur einstimmig beschließen –, liegen Wechselkurszielzonen, die der Ecofin-Rat mit qualifizierter Mehrheit beschließen kann, formlose Absprachen zwischen den beteiligten Ländern zugrunde. Theoretisch denkbar wäre auch eine einseitige Formulierung von Zielzonen. So könnte etwa der Ecofin-Rat einseitig das Eurosystem darauf festlegen, den Wechselkurs des € zum US-\$ in bestimmten Bandbreiten zu stabilisieren, ohne dass die USA ähnlich handeln müssten.
- 3 Grundsätzlich stellt sich zunächst die Frage nach dem Wechselkurs, um den die Währungen schwanken dürfen. Wie soll ein solcher Kurs berechnet und festgelegt werden? Die Frage nach dem „fundamental gerechtfertigten Gleichgewichtskurs“ lässt sich weder theoretisch noch empirisch zufrieden stellend beantworten. Für die Geldpolitik des Eurosystems hätten Wechselkurszielzonen zur Konsequenz, dass sich im Zweifelsfall das Ziel der Preisstabilität im Euro-Raum dem der Stabilisierung des Wechselkurses unterordnen müsste. Letztlich bliebe dem Eurosystem nämlich nichts anderes übrig, als seine Zinspolitik an dem Wechselkursziel auszurichten. Dies wäre allerdings ein eindeutiger Verstoß gegen das im EU-Vertrag dem Eurosystem vorgegebene Ziel der Preisstabilität.
- 4 Stark schwankende nominale Wechselkurse ziehen entsprechende Veränderungen bei den realen Wechselkursen, d. h. Schocks für die (Real-)Wirtschaft nach sich.



Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel, Franz Seitz

### **Europäische Geldpolitik**

Theorie, Empirie, Praxis

2013, 6. Aufl., zweifarbig, 512 Seiten, geb., ISBN 978-3-8252-8555-5