

Aus *Fragen der Freiheit* - Heft 267, Seiten 18 bis 37

Hat sich der Euro bewährt?

Eine Zwischenbilanz¹

Eckhard Behrens

Am 1. 1. 2002 wurden die Geldscheine und Münzen der DM durch Euro-Banknoten und Euro-Münzen ersetzt. Dasselbe geschah mit den traditionellen Landeswährungen von zehn weiteren europäischen Ländern. Damit bekamen die Menschen die neue Währung zu Gesicht und als Tauschmittel in die Hand. Schon drei Jahre vorher, am 1. 1. 1999, hatte der Euro die Geldfunktion des Wertmessers von den früheren Landeswährungen übernommen. Schon damals wurden DM, Franc, Gulden usw. als Währung und Wertmesser abgeschafft. Der Euro war als Buchgeld in „Euro-Land“ und auf den weltweiten Geldkapitalmärkten seit 1999 präsent. Das war für das Bewusstsein der breiten Bevölkerung zunächst dadurch verdeckt, dass die alten nationalen Zahlungsmittel diese neue Währung in der Tauschmittelfunktion noch vertreten mussten.

Für den währungstheoretisch interessierten Geldreformer waren es sehr interessante Jahre, deren Erfahrungen noch nicht voll ausgewertet sind. Ziel der freiwirtschaftlichen Geldreform ist die Einführung von Tauschmitteln, die einen sinkenden Nennwert haben („Tabellengeld“, „alterndes Geld“), wenn sie nicht durch Zuzahlungen (z.B. Gebührenmarken oder -stempel) rechtzeitig wieder vollwertig („jung“) gemacht werden; unabhängig von der Wertentwicklung („Alterung“) der Zahlungsmittel soll der Wert der Währung, das Preisniveau, stabil gehalten werden.² Das Preisniveau entsteht in Millionen Kaufverträgen, in denen sich Käufer und Verkäufer auf die Preise von Waren und Dienstleistungen einigen; die Statistiker, die uns die Entwicklung des

¹ Dieser Aufsatz beruht auf einem im Mai 2004 in Birkenwerder gehaltenen Vortrag und erschien zuerst im Rahmen einer Tagungsdokumentation in der „Zeitschrift für Sozialökonomie“ Nr. 143/2004, Seite 31 ff., bei Gauke GmbH – Verlag für Sozialökonomie, Postfach 1320, D-24319 Lütjenburg. Im vorliegenden Text wurden nur wenige Änderungen vorgenommen. Gegen ungekürzte und unveränderte Nachdrucke werden seitens des Autors keine Einwendungen erhoben werden; in elektronischer Form ist der Aufsatz unter www.EBehrens.de verfügbar.

² Siehe dazu meinen Aufsatz „Warum soll das Geld altern?“ in *Fragen der Freiheit* – Nr. 234 (Jgg. 1995), Seite 3 ff.

Geldwertes vorrechnen, beobachten diese tatsächlich vereinbarten Preise. Ohne die Tauschmittelfunktion des Geldes gibt es keine Wertmesserfunktion des Geldes. Das Geld erleichtert als Wertmesser den Tausch; sein Wert bildet sich aber nur in Tauschvorgängen; diese Interdependenz zwischen den beiden Geldfunktionen zwingt zu einem dynamischen Denken. Besonders spannend wird es, wenn zwischen dem Wertmesser und dem Tauschmittel ein Wechselkurs besteht – entweder fest wie zwischen DM und Euro oder gleitend wie beim Tabellengeld („alternden Geld“).

Die Europäische Zentralbank (EZB) musste in den ersten Jahren ihrer Tätigkeit mit der Situation fertig werden, dass die Preisbildung an den Verbrauchermärkten noch in den alten Währungen erfolgte – steuern sollte sie aber die neue Währung, den Euro, in seiner Wertentwicklung; hätte das nicht – trotz der auf ewig festgeschriebenen Wechselkurse – sehr schief gehen können? Erst mit der Einführung der Euro-Scheine und Euro-Münzen war die währungspolitisch normale Situation wieder gegeben, dass die von der Notenbank gesteuerte Geldmenge unmittelbar an den Märkten in der Preisbildung wirksam wurde.

Zur Vorgeschichte der Euro-Einführung

Die Einführung des Euro war in Deutschland besonders umstritten. Die DM galt als eine vergleichsweise stabile Währung, obwohl sich ihr Wert in den Jahrzehnten nach der 1948er Währungsreform infolge der Inflation um etwa drei Viertel verringert hatte. In den letzten Jahrzehnten waren in den meisten Nachbarländern – insbesondere den südlichen – höhere Inflationsraten zu beobachten als bei der DM, die im europäischen Währungsverbund als „Stabilitätsanker“ angesehen wurde. Ihr Ersatz durch den Euro wurde von Vielen als eine Entmachtung des durch die Wiedervereinigung größer gewordenen Deutschland empfunden.

Wegen solcher politischer Vorbehalte und der Sorge vor der Ansteckung am „Inflationsbazillus“ aus Nachbarländern wäre die Einführung des Euro im Wege einer an sich wünschenswerten Volksabstimmung in Deutschland möglicherweise gescheitert. Davon abgesehen traut man einer neuen Währung ohnehin nicht – eine Währung soll ja immer etwas sein, was über längere Zeit „währt“. Jede neue Währung muss sich erst noch bewähren; sie wirkt auf die Menschen als ein ganz künstliches Gebilde – und das ist sie ja auch! Aber die alten Landeswährungen waren auch alle künstliche Gebilde, reines Papiergeld. Nur: die Menschen waren an den Umgang mit der DM gewöhnt. Im Vergleich zu den Währungskatastrophen der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts hatte sich die DM sehr bewährt. Das erfüllte die Deutschen mit Dankbarkeit und Stolz.

Der Euro – Instrument zur Vollendung des Europäischen Binnenmarkts oder nur dessen Krönung?

Im Streit der Meinungen über den Euro war unter Volkswirten die entscheidende Frage eigentlich die: Lässt sich eine gemeinsame Währung bei noch laufender Integration des europäischen Binnenmarkts einführen? Oder sollte sie erst dann eingeführt werden, wenn der Binnenmarkt vollendet ist, wenn die Wirtschaften bereits so sehr miteinander verflochten sind, dass man die alten nationalen Volkswirtschaften gar nicht mehr wiedererkennt, weil im täglichen Leben eine wirkliche Wirtschaftseinheit entstanden ist?

- Das Argument der Euro-Gegner lautete immer: Die gemeinsame Währung kann erst dann ein Erfolg werden, wenn die einzelnen Volkswirtschaften so sehr zusammengewachsen sind, dass aus ihnen wirklich ein gemeinsamer europäischer Binnenmarkt geworden ist. In einem noch unvollkommenen Binnenmarkt könne eine gemeinsame Währung sich nicht richtig entfalten. Sie könne die Vereinigung der europäischen Märkte nur abschließend “krönen”. Gemäß der Krönungstheorie wäre der Euro der Schlussstein, der den Brückenbogen zusammenhält – aber erst als letzter Stein gesetzt werden kann.
- Die Euro-Befürworter erwarteten dagegen eine Erleichterung des europäischen Binnenhandels, sobald die Wechselkursrisiken ab 1999 endgültig wegfallen und die Preise aller angebotenen Waren und Dienstleistungen durch die Preisauszeichnung in Euro leichter vergleichbar werden. Der Euro fördere das Zusammenwachsen der nationalen Volkswirtschaften zu einem einheitlichen europäischen Markt ohne Binnengrenzen; er fördere eine weitreichende Neuordnung der europäischen Arbeitsteilung und werde dadurch zusätzliche Produktivitätsfortschritte bewirken. Anders als bei der deutsch-deutschen Wirtschafts- und Währungsunion (1990), bei der aus politischen Gründen ein in wirtschaftlicher Hinsicht völlig falscher Umtauschkurs bestimmt wurde, würden bei der europäischen Wirtschafts- und Währungsintegration die Umtauschkurse den wirtschaftlichen Verhältnissen in den beteiligten Volkswirtschaften weit besser entsprechen, weshalb Folgeprobleme wie nach der deutschen Wiedervereinigung sich nach einer Einführung des Euro auf europäischer Ebene nicht wiederholen könnten.

Europäische Wirtschafts- und Währungsunion

Oft ist der Schaffung eines gemeinsamen europäischen Binnenmarkts entgegengehalten worden, dass mit ihm eine Abschottung der “Festung Europa” von den übrigen Teilen der Welt einhergehe. Soweit sich Europa, wie in der Agrarwirtschaft, vom Weltmarkt protektionistisch abschließt, ist dies tatsächlich der Fall. Bei weltoffener Handelspolitik Europas finden die Unternehmen im Binnenmarkt dieselben Verhältnisse wie im Weltmarkt vor; die einzigen

Unterschiede sind der Wegfall des Wechselkursrisikos und die „gemeinsame Sprache der Preisauszeichnung“ im Euro-Binnenmarkt.

Als die Euro-Banknoten und Euro-Münzen eingeführt wurden, fiel es vielen Menschen zunächst schwer, sich an das neue Geld zu gewöhnen. Nicht nur die Geldscheine und Münzen waren ungewohnt – an neue Preise musste man sich gewöhnen; man wusste plötzlich nicht mehr, ob eine Ware billig oder teuer war. Obwohl wir es in Deutschland mit dem Umrechnungsverhältnis von 1 : 2 (genau genommen: 1 Euro = 1,95583 DM) einfacher hatten als die Menschen in anderen europäischen Ländern, brauchte es Zeit, bis wir uns in den Preisverhältnissen der Waren und Dienstleistungen wieder sicher fühlten. Die Verunsicherung zeigte sich auch in der Diskussion über den Euro als “Teuro”. Viele Menschen rechnen, wenn es sich nicht um Tagesgeschäfte handelt, immer noch in D-Mark um.

Inzwischen hat sich der große Streit um den Euro gelegt. Jedoch gehen die Meinungen über ihn immer noch auseinander. Auch in anderen Ländern ist das so, wie beim schwedischen Nein zum Euro im September 2003 deutlich wurde. Großbritannien hielt sich von Anfang an fern; volkswirtschaftlich ist es ihm in den letzten Jahren trotzdem (oder gerade deswegen?) besser gegangen als den meisten Ländern der neuen Währungsunion.

Die Zeit seit der Einführung des Euro ist noch zu kurz, um beurteilen zu können, ob er sich längerfristig bewähren wird, aber doch lang genug, um hier den Versuch einer Bestandsaufnahme der bisherigen Erfahrungen mit dem Euro zu machen. Dabei werden unterschiedliche Bewertungskriterien anzulegen sein, so dass verschiedene Urteile denkbar sind. Hier soll es auch um die Frage gehen, ob die bisherige Entwicklung der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion eher die Befürchtungen der Euro-Gegner bestätigt oder ob sie eher den Erwartungen der Euro-Befürworter entspricht.

Welche Erfahrungen liegen vor?

- *Neue Arbeitsteilung auf dem europäischen Binnenmarkt*

Bislang scheint sich die Erwartung der Euro-Befürworter zu bestätigen, dass die höhere Transparenz der Märkte die Waren- und Dienstleistungsströme innerhalb Europas neu ordnet. Die gemeinsame Währung trägt zur Vollendung des Binnenmarkts bei. Der Binnenmarkt wird tatsächlich gefördert durch eine gemeinsame Währung. Dank zusätzlicher Markttransparenz können die Preise der Güter und Dienste umfassender verglichen werden; infolgedessen gleichen sie sich einander an.

Der Euro erleichtert also nicht nur den Zahlungsverkehr, sondern er hat auf dem Binnenmarkt über die Signal- und Lenkungs kraft des Preissystems auch realwirtschaftliche Wirkungen. Die innereuropäische Arbeitsteilung wird rascher neu geordnet, weil die Kosten an den verschiedenen Standorten leichter vergleichbar sind; es entstehen oft Produktivitätsgewinne durch die Verlagerung

von Produktionsstandorten – wohlgernekt ohne zusätzlichen technischen Fortschritt im engeren Sinne, sondern einfach durch bessere wirtschaftliche Organisation bei gegebener Technik. Ein größerer Markt erlaubt es, größere Produktionskapazitäten an den geeignetsten Standorten zu konzentrieren und so Kostenvorteile zu erzielen. Es gibt aber nicht nur Wirkungen auf die Produktionsmengen, sondern auch auf die Produktvielfalt. Viele Produkte werden erst wirtschaftlich herstellbar, wenn ein Mindestabsatz gesichert erscheint. Das machen sich besonders große Unternehmen zunutze, wie sich sehr deutlich bei der Automobilindustrie beobachten lässt; sie hat die Produktpalette in den letzten Jahren stark diversifiziert und ist damit auf spezielle Kundenwünsche eingegangen. Die Vergrößerung des Binnenmarktes ist aber auch eine Chance für kleinere Unternehmen, neue Produkte für überschaubare Zielgruppen in rationeller Seriengröße auf den Markt zu bringen.

- *Die Entwicklung der Wachstumsraten und Einkommen*

Die Wachstumsraten sind in den Staaten von Euroland auffallend unterschiedlich. Dabei war mit dem Binnenmarkt das Einholen von Pro-Kopf-Einkommen der reicheren durch die ärmeren Länder natürlich gewollt. Höhere Einkommen setzen in der Marktwirtschaft aber eine höhere Leistung voraus; größere Märkte bieten dafür zusätzliche Chancen. Lohnkostenvorteile einzelner Länder sind in einem gemeinsamen Binnenmarkt nicht von Dauer, denn die Löhne passen sich im Laufe der Zeit einander an. Der Markt ebnet die europaweiten Einkommensdifferenzen nach und nach im Standortwettbewerb ein. Wenn das Absatzvolumen dabei insgesamt nicht wächst, ebnet der Markt auch die Spitzeneinkommen ein. Wenn der Markt ausreichend wächst, dann kann die Einkommensangleichung durch langsames Wachstum der Spitzeneinkommen und rascheres Wachstum in den Niedrig-Lohn-Ländern erfolgen, was langfristig ebenfalls zu mehr Verteilungsgerechtigkeit führt.

Der Euro fördert tendenziell diese Einkommensangleichung. Wenn durch Starrheiten auf den Arbeitsmärkten die Löhne nicht sinken, also in Ländern mit Spitzeneinkommen relativ hoch bleiben, dann führt das zur Wanderung von *Menschen* in die Länder mit hohen Löhnen und zur Wanderung von *Arbeitsplätzen* in die Länder mit geringen Löhnen; diese gegenläufigen Entwicklungen führen in den Hochlohnländern zu einer steigenden Arbeitslosigkeit und in den Niedriglohnländern zu höherem Wachstum. Die Unternehmen, die Arbeitsplätze verlagern, bringen nicht nur Kapital, sondern in der Regel aus den Hochlohnländern auch neues Wissen mit, das in den Niedriglohnländern bisher nicht verbreitet war. Das erhöht ihr Wachstumstempo in der Aufholjagd.

Fehlende Flexibilität auf den Arbeitsmärkten des Hochlohnlandes Deutschland führt zu einer höheren Arbeitslosigkeit, weil der Zuwanderungsdruck dadurch höher wird. Höhere Flexibilität auf den Arbeitsmärkten führt bei Unterbeschäftigung zu sinkenden Löhnen oder steigenden Arbeitszeiten, also sinkenden Lohnstückkosten, um Wettbewerbsfähigkeit zurückzugewinnen. Bei

Vollbeschäftigung würde eher die Tendenz zur Angleichung durch rascheres Wachstum der niedrigen Löhne und schwächeres Wachstum der höheren Löhne, aber nirgends ein Sinken der Löhne zu beobachten sein.

- *Einheitliche Zinssätze auf den Kapitalmärkten*

Der Binnenmarkt und der Euro haben also eine Angleichung der Preise und Löhne eingeleitet. Und seit der Einrichtung der EZB gibt es in Europa nun auch ein viel einheitlicheres Zinsniveau als früher. Mittlerweile ist auch den anderen Ländern das niedrige Zinsniveau zugute gekommen, das vorher nur in Deutschland herrschte. Damit hat Deutschland einen Wettbewerbsvorteil verloren, nämlich die kostengünstigen, niedrigen Zinsen für die Unternehmen. Das Absinken des Zinsniveaus auch in anderen europäischen Ländern wie zum Beispiel Irland, Portugal oder Italien hat dort eine Steigerung des wirtschaftlichen Wachstums ermöglicht. Diese innereuropäische Angleichung der Kapitalkosten und damit der Wettbewerbsbedingungen hat durchaus zu mehr Verteilungsgerechtigkeit innerhalb des Binnenmarktes geführt.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass die unterschiedlichen Wachstumsraten in den Euro-Ländern deutlich zeigen, dass die ausgleichenden Kräfte eines gemeinsamen Binnenmarktes wirksam sind. Der Euro hat den Binnenmarkt sicher gestärkt. Eine ganz andere Frage ist, ob der Euro die Wachstumskräfte insgesamt gebremst und zu der hartnäckigen Unterbeschäftigung beigetragen hat.

- *Gegensätze zwischen Wettbewerbsmärkten und monopolistischer Marktmacht*

Es gibt allerdings auch Tendenzen, die der Angleichung der europäischen Güter-, Arbeits- und Kapitalmärkte zuwiderlaufen. Sie ergeben sich daraus, dass die Integrationskräfte der freien Märkte durch Kartelle und Monopole eingeschränkt werden. Dieses Problem der Vollendung des Binnenmarktes ist in erster Linie durch die europäischen Wettbewerbsbehörden – nicht durch die Einführung des Euro – zu bewältigen.

Die strukturelle Macht des Geldes und die darauf beruhende Macht des Kapitals und seine Neigung zur Konzentration bestanden auch unter den alten Landeswährungen; sie wurden durch die Rechtsgrundlagen des Euro (Verpflichtung auf Geldwertstabilität) und die Praxis der Europäischen Zentralbank (EZB) allerdings noch verstärkt. Die daraus hervorgehende Marktmacht von vorwiegend westeuropäischen Konzernen beschränkt den Wettbewerb in den ‚alten‘ EU-Ländern; sie wittern nach der EU-Osterweiterung nun auch die Chance, im Osten neue Märkte zu ‚erobern‘. Insofern stehen die wettbewerbsorientierte Binnenmarktpolitik und die dem Kapitalismus förderliche Währungspolitik der Europäischen Union durchaus in einem Widerspruch zueinander, der leider vielfach noch gar nicht gesehen wird.

- *Umstellung des Zahlungsverkehrs auf den Euro*

Als erstes ist festzustellen, dass die von manchen Euro-Gegnern befürchteten technischen Probleme bei der Währungsumstellung nicht eingetreten sind. In keinem der Euro-Länder hat es Beeinträchtigungen des Zahlungsverkehrs gegeben.

Zwar bedeutete die Umstellung auf den Euro einen Eingriff in alle langfristigen Verträge. Die Umrechnung der alten Währungen in die neue ist jedoch zu den festgesetzten ‚ewigen‘ Wechselkurs reibungslos gelaufen. Ein Euro entsprach z.B. 1,95583 DM. *Im kurzfristigen Tagesgeschäft* wurde der Einfachheit halber in Deutschland zumeist mit einem Wechselkurs von 2:1 kalkuliert, wobei die fehlenden Prozente (2,2085 %) nicht besonders ins Gewicht fielen.

Natürlich sind *langfristige Preis- und Bilanzvergleiche* durch die notwendigen Umrechnungen erschwert und führen zu zusätzlichen Kosten. Aber diese zusätzlichen Kosten sind vorübergehender Art. Man kann sie als eine Investition betrachten, die sich durch die vielen Erleichterungen im Zahlungsverkehr und die schon geschilderten Produktivitätsgewinne am Binnenmarkt bald rentiert haben werden.

- *Unterschiedliche Inflationsraten in den verschiedenen Ländern
Harmonisierter Verbraucherpreisindex*

Die unterschiedliche Höhe der Inflationsraten in den Mitgliedsländern der Währungsunion ist bemerkenswert und beschäftigt auch die EZB³; sie beruht wohl nicht mehr auf unterschiedlichen statistischen Methoden der Ermittlung des Preisniveaus. Das war in den Anfangsjahren des Euro durchaus ein Problem, das manche Beurteilung der Wirksamkeit der Maßnahmen der EZB erheblich erschwert haben mag. Der Euro ist aber trotzdem nicht aus dem Ruder gelaufen!

Inzwischen haben wir den „Harmonisierten Verbraucherpreis-Index“ als Maßstab der Entwicklung des Geldwerts des Euro. Er wird einerseits für die ganze Euro-Zone ermittelt; dies ist der maßgebende Wert für die Politik der EZB; sie kann und will sich nicht nach den Verhältnissen in einem einzelnen Mitgliedsland richten. Andererseits wird der Harmonisierte Verbraucherpreis-Index auch für Deutschland ermittelt; er unterscheidet sich immer ein wenig von den nach den bisherigen deutschen Regeln weiterhin ermittelten Indexzahlen. Diese Differenzen brauchen uns nicht zu beunruhigen; wichtig ist die Tendenz, die die Indices jeweils andeuten. Sie bestätigen, dass die Schwankungsbreite der Inflationsraten im Vergleich zu früheren Jahrzehnten ganz wesentlich abgenommen hat und dass die Inflationsraten in Deutschland praktisch immer niedriger liegen als in vielen anderen Mitgliedsländern der Euro-Zone, insbesondere in denjenigen mit höherem Wirtschaftswachstum.

Noch ist nicht klar, ob die erstaunliche Spannweite der Inflationsraten in den Mitgliedsländern – gemessen nach der Methode des Harmonisierten

³ Europäische Zentralbank, Jahresbericht 2003, Seite 46ff.

Verbraucherpreis-Index – von Dauer sein wird oder ob es sich dabei um Anpassungsreaktionen im Zuge der Integration des Binnenmarktes handelt, die früher durch Wechselkursschwankungen aufgefangen worden wären. Nicht auszuschließen sind auch kleinere Fehler bei der Festlegung der „ewigen“ Wechselkurse zwischen einzelnen alten Währungen und dem Euro – Fehler, die nun durch unterschiedliche Inflationsraten zum Ausgleich streben. Jedenfalls muss wohl damit gerechnet werden, dass höhere Inflationsraten den Euro in anderen Mitgliedsländern rascher umlaufen lassen als in Deutschland; das würde die dort höhere Konsumneigung erklären. Über die offenen Binnengrenzen hinweg gleicht sich nicht alles *kurzfristig* an.

- *Die bisherige Entwicklung der Binnenkaufkraft des Euro*

Trotz der konjunkturellen und strukturellen Probleme in den Euro-Ländern war die Kaufkraft des Euro von Beginn an erstaunlich stabil; die Inflationsrate bewegte sich von 2000 bis 2004 – mit einem kurzzeitigen Ausreißer (3%) in 2001 im engen Band zwischen 1,9 und 2,5%.⁴ Das übertrifft alle Erwartungen.

- *Staatsverschuldung und Inflationsgefahren*

Seit Beginn des Euro-Zeitalters ist eines schlimmer geworden: Die Staatsverschuldung hält sich – besonders in den wirtschaftlich gewichtigsten Mitgliedsländern – nicht in den europaweit vereinbarten Grenzen. Das ist schlimm, weil Staatsverschuldung ein Verstoß gegen die Generationengerechtigkeit ist.

Aber wie steht es mit der Sorge, die hohe Netto-Neuverschuldung werde die Inflation in die Höhe treiben? Diese Sorge ist immer noch weit verbreitet, aber offensichtlich unberechtigt. Sie stammt aus der Zeit, als die Staaten sich bei ihren nationalen Notenbanken verschuldeten. Die EZB darf den Staaten kein Geld leihen. Heute müssen sich die Staaten bei ihren Bürgern verschulden; diese Verschuldung treibt die Notenpresse nicht mehr an.

Bei allen Gegnern der Staatsverschuldung, die meine volle Sympathie genießen, sollte sich langsam herumsprechen, dass die letzten Jahre hartnäckig wiederholter Verstöße gegen die in Maastricht vereinbarten Verschuldungsgrenzen bewiesen haben, dass der überstaatliche Euro immun dagegen ist. Wir brauchen die Maastrichter Verschuldungsgrenzen nicht zum Schutz des Euro! Die Verschuldung der Mitgliedsstaaten kann die Inflation nicht antreiben, weil sie keinen Einfluss auf die allein von der EZB gesteuerte Geldmenge hat.

Die Unabhängigkeit der EZB ist gewährleistet und der erste Personalwechsel an der EZB-Spitze von Wim Duisenberg zu Jean-Claude Trichet verlief zwar politisch problematisch, aber währungspolitisch problemlos. Ganz gewiss kann man sagen, dass die EZB durch ihre Unabhängigkeit weit weg ist vom Einfluss der Einzelstaaten; sie müssen die Geldwertentwicklung, die nur die EZB bestimmt, genauso hinnehmen wie wir Bürger. Die Interessen- und

⁴ Europäische Zentralbank, Jahresbericht 2003, Seiten 18 und 44ff.

Meinungsvielfalt der Einzelstaaten ist ein zusätzlicher Schutz für die Unabhängigkeit der EZB, die deshalb nicht nur de jure, sondern auch de facto größer ist als die der Bundesbank zu DM-Zeiten.

Ein teuer erkaufter Erfolg

Die EZB war stets darauf bedacht, die von der Deutschen Bundesbank seit den 1970er Jahren betriebene Geldpolitik fortzusetzen und die Inflation strikt zu bekämpfen. Im Gegensatz zum früheren „Stop and Go“ in der Geldpolitik war der Deutschen Bundesbank die Inflationsbekämpfung im Laufe der 1980er und 1990er Jahre durch eine Verstetigung der Geldmengen-Entwicklung immer besser gelungen – jedoch hat sie dabei auch in Kauf genommen, dass die Arbeitslosigkeit in Deutschland treppenartig anstieg und trotz zwischenzeitlicher Konjunkturerholungen ein Niveau erreicht hat, das man sich früher nicht hätte vorstellen können.⁵

Die Arbeitslosigkeit ist in Deutschland inzwischen auf 4,5 Millionen angestiegen. In den Euro-Ländern waren im Dezember 2003 insgesamt 12,3 Millionen arbeitslos, das sind 8,8%.⁶ Dennoch wurde die Politik der Inflationsbekämpfung beharrlich fortgesetzt. Über eine Disinflation führte sie in eine bedenkliche Nähe zur „Abbruchkante Deflation“. Als Disinflation bezeichnet man das (von den Notenbanken im Kampf gegen die Inflation bewusst herbeigeführte) Sinken von Inflationsraten. Auf verschuldete Unternehmen und Privatpersonen wirkt eine Disinflation wie eine echte Deflation. Die Schulden werden drückender, da die Schuldner in Zeiten höherer Inflationsraten hohe Zinsen vertraglich akzeptiert haben, weil sie mit Preissteigerungen für ihre Produkte oder mit inflationsbedingten Steigerungen ihrer Lohneinkommen gerechnet haben.⁷ Die EZB verfolgte bislang das Ziel, die Inflation dauerhaft auf „unter 2%“ zu senken. Da sich bei gleichzeitig sinkenden Zinsen die „Liquiditätsvorliebe“ der Geldbesitzer (Keynes) verstärkt, brachte diese beharrliche Inflationsbekämpfung die Wirtschaft an den Rand des Umkippens in eine Deflation, die uns dann glücklicherweise erspart blieb, weil von Japan gelernt wurde. Japan ist in den 1990er Jahren in eine milde Deflation geraten, deren Überwindung nun schon seit einem Jahrzehnt nicht gelingen will.

Macht es Greenspan besser?

Nachdem die amerikanische Notenbank nach dem Ende eines längeren Booms die Leitzinsen bis zum Sommer 2003 in 13 Schritten von 6,5 auf 1% gesenkt

⁵ *Fragen der Freiheit* – Heft 265 (Jgg. 2004), S. 13

⁶ Europäische Zentralbank, Jahresbericht 2003, Seiten 57 und 59)

⁷ Siehe zu diesem Problem meinen Aufsatz „Indexklauseln – Dämpfung der Inflationsraten ohne Rezession“ in *Fragen der Freiheit* – Nr. 214 (Jgg. 1992), Seite 37ff.

hatte und parallel dazu die Inflation trotzdem stark absank, bezeichnete ihr Präsident Allan Greenspan ein noch weiteres Sinken der Inflationsraten als “unerwünscht”. Es ist nach drei Jahrzehnten der monetaristischen Geldmengensteuerung wirklich neu, dass ein Notenbankpräsident das weitere Sinken von Inflationsraten als “unerwünscht” und als das unbedingt zu vermeidende schlimmste Risiko bezeichnet.

Bevor er sich zur Notenbankpolitik äußert, lässt Greenspan regelmäßig die Wahrscheinlichkeit unterschiedlicher Inflations- und Wachstumsraten untersuchen. Er schildert dann die verschiedenen Möglichkeiten und warnt seit einiger Zeit insbesondere vor ‚japanischen‘ Verhältnissen. Eine Deflation betrachtet Greenspan als die größte Gefahr für die amerikanische Wirtschaft, weil die Notenbank dann erfahrungsgemäß ihre geldpolitischen Steuerungsmöglichkeiten weitgehend verliert. Sie kann zwar die Zinsen zunächst noch weiter senken; aber dann erreichen sie die berühmte Nullzinsgrenze, d.h. unter Null Prozent kann die Notenbank ihre Leitzinsen nicht senken, weil bei negativen Zinsen schon die Bargeldhaltung gewinnbringend ist und infolgedessen der “Hang zur Liquidität” (Keynes) übermächtig wird.

Während der letzten zwei bis drei Jahre hat sich deshalb der amerikanische Notenbankpräsident sehr deutlich dagegen ausgesprochen, die Inflation, die in den 1990er Jahren in den USA oberhalb von 3% lag, noch weiter zu senken. Seit dem Jahr 2000 war sie unter 2% gesunken - ähnlich wie bei uns in Europa. Wie hoch die Inflationsrate sein sollte, hat Greenspan im Gegensatz zur EZB allerdings nie gesagt. Die EZB hat ein konkretes Inflationsziel von unter 2% genannt, das die meisten Menschen als Geldwertstabilität empfinden.

Es bestehen also deutliche Unterschiede zwischen der Politik der EZB und der Politik der amerikanischen Notenbank. Von Greenspan gab es nur Warnungen vor dem allerschlimmsten ökonomischen Risiko, dass nämlich die Inflation allzu weit gegen Null absinken und in eine Deflation umkippen könnte. Da müsse unbedingt gegengesteuert werden. Leichte Preissteigerungen könne die Wirtschaft sehr viel besser verkraften als ein Sinken des Preisniveaus wie in Japan.

Der oberste Wirtschaftsberater des amerikanischen Präsidenten, Professor Gregory Mankiw, hat schon im Jahr 2001 einen amüsant zu lesenden Aufsatz⁸ mit dem Nachweis geschrieben, dass Greenspan in den 1990er Jahren eine Inflationsrate von 3% angestrebt habe, ohne dies öffentlich zu sagen. Es sei ihm gelungen, die Inflationsrate über 3% zu halten – was ein Sinken der Arbeitslosigkeit in den USA auf weniger als 5% begünstigte. Greenspan setzte sich damals gegen die geradezu zynische Forderung durch, die Arbeitslosigkeit

⁸ N. Gregory Mankiw, U.S. Monetary Policy During the 1990s, May 2001, auf seiner Internetseite (<http://post.economics.harvard.edu/faculty/mankiw/mankiw.html>)

im Interesse der Preisstabilität nicht weiter sinken zu lassen. Der Erfolg gab ihm recht; die Arbeitslosigkeit sank unter 5%, ohne dass die Inflationsraten nach oben gingen. Erst als die gefürchtete Lohn-Preis-Spirale doch wieder in Gang zu kommen schien, erhöhte Greenspan die Zinsen rasch und kräftig, um sie nach der Präsidentschaftswahl im Herbst 2000 ab Januar 2001 wieder zügig zu senken – bis auf den historischen Tiefststand von einem Prozent. Der Leitzins der amerikanischen Notenbank blieb dann lange auf dem Stand von einem Prozent! Der Leitzins der EZB war mit 2% doppelt so hoch, was für die internationalen Kapitalströme natürlich eine Rolle spielt, weil vom Leitzins das kurzfristige Zinsniveau abhängt. Kleine Differenzen in dem vom Leitzins vorgegebenen kurzfristigen Zinsniveau haben einen erheblichen Einfluss auf die – oft spekulativen – internationalen Kapitalströme.

Die Zinsen sind in den USA im Jahr 2000 eindeutig zu stark angehoben worden und ihre Erhöhung ist (wohl wegen der Präsidentschaftswahl) zu spät korrigiert worden. Daraufhin stürzten die Inflationsraten in Amerika ab und die Arbeitslosigkeit stieg wieder massiv an. Die durch die Zinserhöhung im Jahr 2000 eingeleitete Disinflation konnte auch durch dramatische Zinssenkungen nicht rechtzeitig gestoppt werden! Es entstand eine erhebliche Deflationsgefahr und es hat Jahre gedauert, bis sich die amerikanische Wirtschaft davon erholte, die Arbeitslosigkeit wieder zurückging und die Inflationsraten wieder ein wenig anstiegen. In der zweiten Jahreshälfte 2004 hat die US-Notenbank begonnen, wieder ein „normales“ Leitzinsniveau anzusteuern, damit die Inflationsraten von der guten Konjunktur nicht zu sehr nach oben gezogen werden. Damit endet eine historisch einzigartige Niedrig-Zins-Periode in den USA.

Nach wie vor bleibt jedoch unklar, welches Inflationsniveau die amerikanische Notenbank tolerieren wird. Konjunkturpolitisch ist sie neuerdings jedenfalls wieder erfolgreicher als die EZB, die sich nie fragt, ob die schwache Binnennachfrage eine Folge ihrer strikten Begrenzung der Inflationsraten auf „mittelfristig unter 2%“ sein könnte.

Die USA brauchten Jahre, bis die Wende auf dem Arbeitsmarkt erreicht wurde; aber es gelang ihnen viel rascher als den Japanern, die Konjunktur wieder in Gang zu bringen. In Japan stagnierte die Wirtschaft über ein Jahrzehnt, obwohl die japanische Notenbank die Leitzinsen schließlich auf 0,1% gesenkt hat. Bislang galt als unvorstellbar, dass der Kapitalmarkt dem Staat langfristige Kredite (10-jährige Staatsanleihen usw.) für 1% Zins gibt. Allerdings ist beim Vergleich von Nominal- und Realzins die japanische Deflationsrate von 1% zu berücksichtigen, so dass der Realzins also 2% betrug. 2% für 10-jährige Staatsanleihen – das ist ein unvorstellbar niedriges Zinsniveau für die internationalen Kapitalmärkte insgesamt. Kein Wunder, dass Japan viel Kapital nach Amerika exportiert.

Die großen Währungsräume Dollar, Euro, Yen und britisches Pfund verfolgen unterschiedliche währungspolitische Ziele. Deswegen müssen die Wechselkurse zwischen ihnen viel ausgleichen. Der Euro-Kurs zum Dollar strebt nach einer gewaltigen Talfahrt jetzt auf eine Höchstmarke zu, weil die Defizite der

amerikanischen Zahlungsbilanz und des amerikanischen Staatshaushalts die dominante Weltstellung dieser Währung und ihres starken Wirtschaftsraumes iberkompensieren.

In die Sackgasse Dauerstagnation?

Der Konjunkturverlauf ist im Euro-Land nicht mehr, was er früher einmal war: Seitdem größere Schwankungen der Inflationsraten iberwunden sind und die Inflationsrate insgesamt geringer ist, sinkt die Arbeitslosigkeit nicht mehr wie nach früheren Rezessionsphasen im Aufschwung deutlich ab, sondern verharrt auf dem erreichten Niveau und steigt mit der nächsten Rezession treppenartig an. So erreichte sie inzwischen ein Niveau, das sich auf längere Sicht sozialpolitisch nicht durchhalten lässt. Wird die Dauerstagnation unser Schicksal?

Bei der bestehenden Struktur des Geldes, die es dem Geldbesitzer erlaubt, sich bei einem gegen Null sinkenden Zinsniveau in die liquide Kassenhaltung zurickzuziehen, lässt sich bei zu niedrigen Inflationsraten

1. der alte Konflikt zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit nicht auflösen und
2. nicht verhindern, dass eine allzu rigide Inflationsbekämpfung sogar die Gefahr einer Deflation heraufbeschwört.

Vollbeschäftigung ist ohne die freiwirtschaftliche Geldreform nur mit einem Inflationsniveau erreichbar, das heute von der Öffentlichkeit noch nicht akzeptiert wird. An diese Problemkonstellation tasten sich die Notenbanken erst ganz langsam heran. Sie merken allmählich, dass ihr ‚monetaristisches‘ Streben nach einer absoluten Geldwertstabilität aufgrund der “Liquiditatsvorliebe” (Keynes) für die Realwirtschaft verheerende Konsequenzen hat. Es wird spannend bleiben, das begonnene Umdenken in Notenbankkreisen weiter zu beobachten.

• *Konjunkturlokomotive USA?*

Derzeit hofft die ganze Welt, dass die Konjunktur in den USA wieder voll anspringt und in einen sogenannten selbsttragenden Aufschwung ibergeht. Tatsächlich steigen die amerikanischen Wachstumsraten (iber 4% real) – allerdings nahm dort die Arbeitslosigkeit noch kaum ab, so dass sich die Sorge vor einer “jobless recovery”, also vor einem Aufschwung ohne neue Jobs ausbreitete. Die Unternehmen blieben auf die Senkung der Lohnkosten bedacht und deshalb sehr zurickhaltend mit der Einstellung neuer Arbeitskräfte. Erst in den letzten Monaten nahm die Beschäftigung wieder etwas zu. Solange sich auf dem Arbeitsmarkt keine wesentliche Besserung abzeichnete, kam für Greenspan eine nennenswerte Zinserhöhung zur Bekämpfung einer – mit der Besserung der Konjunktur zu erwartenden – Inflation nicht in Frage. Die Leitzinsen dürften in den USA vorerst nur sehr zaghaft angehoben werden. Greenspan erhofft sich

wahrscheinlich steigende Inflationsraten in den USA, ohne dies in der Öffentlichkeit zuzugeben. Er wird allenfalls darauf hinweisen, dass eine mäßige Zunahme der Inflation mit erträglicheren Risiken verbunden ist als eine Preisniveausenkung wie in Japan.

Angesichts der japanischen Deflation und der erst kürzlich überwundenen Befürchtung einer Deflation in den USA ist in amerikanischen Notenbankkreisen eine Diskussion über den Vorschlag von Silvio Gesell und Irving Fisher, den auch Keynes für erwägenswert hielt, in Gang gekommen, den Liquiditätsvorteil des Geldes mit Hilfe "künstlicher Durchhaltekosten" zu neutralisieren. Insbesondere Prof. Marvin Goodfriend vom Federal Reserve Board in Richmond setzte sich für die Ausstattung aller Geldscheine mit Magnetstreifen ein, mit deren Hilfe das Geld mit "künstlichen Durchhaltekosten" belastet werden könnte. Auf diese Weise ließe sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes verlässlich stabilisieren, so dass eine Nullinflation nicht mehr mit der Gefahr eines Umkippens der Wirtschaft in eine Deflation verbunden wäre. Jedoch bleibt vorläufig ungewiss, wie weit dieser Vorschlag überhaupt vom Rand des FED in ihre höheren Entscheidungsebenen vorgedrungen ist.

Einstweilen hofft die übrige Welt, dass es den USA unter den gegebenen monetären Rahmenbedingungen gelingt, die Funktion als Konjunkturlokomotive wieder zu übernehmen, und dass Deutschland und andere europäische Länder dann wieder über eine entsprechende Exportkonjunktur von der guten amerikanischen Konjunktur mitgezogen werden. Allerdings haben Exportüberschüsse auch ständige Kapitalexporte und weltwirtschaftliche Ungleichgewichte zur Folge. Wenn die Exporte nicht durch Importe ausgeglichen werden, schlägt sich der fehlende Ausgleich der internationalen Geldströme in Kapitalexporten oder in steigenden Gold- und Devisenreserven nieder. Inzwischen gestehen die Notenbanken einen Überschuss an solchen Reserven auch offiziell ein.

- *Geldpolitisches Umdenken in der EZB?*

Ebenso wie sein Vorgänger Duisenberg erweist sich bisher auch der neue EZB-Präsident Trichet als ein Hardliner der Geldwertstabilität, dem die Wirkung der Geldpolitik auf Konjunktur und Beschäftigung ziemlich gleichgültig ist. Trichet und auch Prof. Issing als Chefvolkswirt der EZB glauben noch immer daran, dass die Geldwertstabilität eine Voraussetzung für Wirtschaftswachstum und steigende Beschäftigung sei. Aber trotz der erreichten niedrigen Inflationsrate – ja, gerade deswegen – bleibt das erhoffte Wirtschaftswachstum noch immer aus.

Immerhin kündigt sich in der EZB ähnlich wie in der amerikanischen Notenbank insofern ein Umdenken an, als auch sie erkannt hat, dass bei allem Streben nach niedrigen Inflationsraten ein "Sicherheitabstand von der Deflation" unerlässlich ist⁹. Im Frühjahr 2003 hat die EZB förmlich beschlossen, ihr

⁹ Europäische Zentralbank, Background Studies; siehe *Fragen der Freiheit* – Heft Nr. 265 (Jgg. 2004), S. 15

währungspolitisches Ziel neu zu definieren: Sie strebt seither Inflationsraten „von mittelfristig unter, aber nahe 2%“ an.¹⁰ Sie sieht damit den Auftrag der europäischen Verträge, Geldwertstabilität zu erreichen, immer noch als erfüllt an. Und darüber sollte man mit ihr auch nicht streiten, denn die Menschen verhalten sich bei so niedrigen Inflationsraten tatsächlich schon wie bei vollständiger Geldwertstabilität im Sinne einer Nullrate der Veränderung.

Der Euro ist zu stabil

Die EZB stellt aufgrund empirischer Untersuchungen fest, dass sich die Inflationserwartungen in der Bevölkerung und an den Kapitalmärkten auf dem von ihr angestrebten Niveau stabilisiert haben.¹¹ Dazu haben die geringen Zielverfehlungen sicher beigetragen; die Märkte glauben, dass die EZB die bekanntgegebenen Ziele ernsthaft und erfolgreich anstrebt. Und das ist eine wirklich neue währungspolitische Lage im Vergleich zu den letzten Jahrzehnten der Disinflation, in denen die Menschen immer noch in Inflationsfurcht lebten – mal mehr und mal weniger. Vor allem ihre mittel- und langfristigen Vermögensdispositionen blieben immer geprägt von der Furcht vor einem Wiederaufflammen der Inflation. Damit ist jetzt Schluss. Dieser Wandel der Inflationserwartungen kann in seinen realwirtschaftlichen Folgen gar nicht überschätzt werden! Wir leiden an diesen Folgen schon seit einigen Jahren und müssen uns darauf einstellen, dass sie anhalten werden, solange die alte Inflationsfurcht nicht zurückkehrt.

Bisher konnten wir nur aufgrund währungstheoretischer Erwägungen vor der Geldwertstabilität warnen; jetzt sind wir mittendrin und die Menschen haben es gemerkt – ja, sie vertrauen darauf und sie verhalten sich so, wie es währungstheoretisch vorhersehbar war. Sie geben ihr Einkommen nicht vollständig aus, sondern verharren unentschlossen in der Liquiditätshaltung und warten auf das nächste Schnäppchen und die nächste Rabattschlacht; die Konsumneigung und die Einzelhandelsumsätze stagnieren seit Jahren.

Auch den Teil ihres Geldes, den sie zu ihren Ersparnissen rechnen, halten die Menschen liquide und legen ihn nicht so langfristig an, wie sie ihn eigentlich entbehren könnten. Als Nachklang früherer Erfahrungen mit stets schwankenden Inflationsraten und infolgedessen stets schwankenden Zinsen meinen viele Kapitalanleger immer noch, es werde sich langfristig lohnen, auf höhere Zinsen zu warten, auch wenn man bis dahin mit den sehr niedrigen kurzfristigen Zinsen zufrieden sein muß. Damit haben sie in den letzten Jahren schon viel Geld verloren, denn die langfristigen Zinsen waren, wenn auch niedriger als früher, so doch deutlich höher als die kurzfristigen. Die Zinsstrukturkurve hatte einen durchaus normalen Verlauf.

¹⁰ EZB-Jahresbericht 2003, Seiten 10 und 16

¹¹ EZB-Jahresbericht 2003, Seite 18

Die volle Wirkung der „gefühlten“ Geldwertstabilität auf den Kapitalmarkt ist noch nicht eingetreten, und sie ist auch noch nicht absehbar. Denn einerseits werden wir sie erst haben, wenn das verbreitete und immer wieder empfohlene Warten auf die Rückkehr höherer Zinsen am langen Ende des Kapitalmarktes endgültig verschwunden sein wird. Andererseits wird sich als nachhaltige Folge der „gefühlten“ Geldwertstabilität voraussichtlich ein starkes Ausleben des „Hanges zur Liquidität“ beobachten lassen: Man bleibt liquide, obwohl man nicht mehr mit künftig höheren Zinsen für langfristige Anlagen rechnet, also die Zinsstrukturkurve als dauernd stabil beurteilt. Man gibt sich mit kurzfristigen Zinsen in Höhe der erwarteten Inflationsrate zufrieden, also mit einer Realverzinsung von Null Prozent. Nur wer sein Geld auf unverzinslichen Konten oder bar hält, erleidet einen geringen Inflationsverlust. Aber geringe Verluste kann man ja in gewissem Maße verkraften und dafür die Dispositionsfreiheit der uneingeschränkten Liquidität genießen – nur gesamtwirtschaftlich tut das nicht gut.

Wie lange noch?

Währungstheoretisch muss man vom freiwirtschaftlichen Standpunkt aus bezweifeln, dass der gegenwärtige Zustand

- der Inflationsraten nahe 2% und
- der Lage der Zinsstrukturkurve

stabil bleibt. Bei „gefühlter“ Geldwertstabilität und entsprechenden Inflationserwartungen ist die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes voraussichtlich nicht stabil genug und der Hang zur Liquidität zu stark ausgeprägt, als dass mit lang andauernder Stabilität der Inflationsraten und Zinsen gerechnet werden kann. Währungstheoretisch spricht aus freiwirtschaftlicher Sicht viel dafür, dass nur höhere Inflationsraten und entsprechend stabilisierte Inflationserwartungen zu stabilen Verhältnissen führen können. Solange man das Geld nicht mit Durchhaltekosten belastet, um die Umlaufgeschwindigkeit zu stabilisieren und den Hang zur Liquidität einzudämmen, können dies nur Inflationsraten und allgemeine Inflationserwartungen in der Größenordnung von 4% leisten; es dürfte sich sogar empfehlen, 5% anzustreben, weil der Stabilisierungserfolg dann sicherer zu erreichen sein wird. Die Inflationserwartungen lassen sich aber nur auf dem Niveau stabilisieren, das die Notenbank offiziell anstrebt. Vom notwendigen Niveau ist die EZB noch weit entfernt.

Aber die EZB sieht sich mit einer neuen öffentlichen Diskussion konfrontiert, ob die monetaristische Säule ihres Politikkonzeptes noch das leistet, was sie in den letzten Jahrzehnten geleistet hat. Die EZB entzieht sich dieser Debatte nicht, beharrt aber in ihren Veröffentlichungen auf der Linie, dass mittelfristig ein enger Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Geldmenge und der Inflationsrate besteht. In den langen Jahren der Disinflationpolitik gab der Bundesbank und später der EZB die Geldmengenentwicklung die

entscheidenden Hinweise auf das Ausmaß der künftigen Inflationsgefahren. Entlang dieses Weges erreichte sie schließlich das Ziel „gefühlter“ Geldwertstabilität. Nun mehren sich aber die Zweifel, ob das Konzept noch stimmt oder jemals gestimmt hat. Denn der Zusammenhang zwischen der Geldmengen- und der Geldwertentwicklung wird offensichtlich immer lockerer. Ihre Verbindung sei ein Gummiband, hieß es schon vor vielen Jahren im Wirtschaftsteil der FAZ.¹²

Währungstheoretisch ist der Grund für das Versagen des traditionellen Erklärungsansatzes eindeutig in der Vernachlässigung der Umlaufgeschwindigkeit zu sehen. Schon die Bundesbank hat regelmäßig davon gesprochen, dass die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes „trendmäßig“ sinke. Zur Kompensation erhöhte sie die Vermehrungsrate der Geldmenge zunächst um 0,5% und später um 1% pro Jahr. Die EZB hat diese Politik der Kompensation ausdrücklich fortgesetzt, verschleierte aber die Höhe des Zuschlags. – Gelegentlich erscheint in der öffentlichen Debatte der Hinweis, dass die gesunkenen Inflationserwartungen ein Grund für das Sinken der Umlaufgeschwindigkeit seien. Aber systematische Untersuchungen über den Zusammenhang von Inflationserwartungen und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes gibt es, soweit mir bekannt, noch nicht. Man stellt immer nur fest, dass die Entwicklung der Geldmenge für sich allein die Entwicklung der Wachstumsraten und der Inflationsraten nicht (mehr) erklären kann. Offensichtlich war der Zusammenhang eng, solange die Inflationserwartungen hoch waren – aber das ist lange her. Was gilt jetzt?

Zu denjenigen, die an der offiziellen Position der EZB eher zweifeln, scheint auch der neue Präsident der Bundesbank, Prof. Weber, zu gehören. Aber nach einigen kritischen Bemerkungen zu Beginn seiner Amtszeit hüllt er sich jetzt wohl in kollegiales Schweigen. Bloße Zweifel erklären ja auch nichts. Mit ihnen verharrt man in der Orientierungslosigkeit. Die kann sich ein Professor leisten, aber keine Notenbank. Sie braucht Analysen, die wirklichkeitsgerecht sind und die Basis ihrer währungspolitischen Aktionen sein können. Aber diese Analysen fehlen, solange man die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes und die auf sie einwirkenden Faktoren nicht konsequent einbezieht.

Wie sehr die kurzfristigen Schwankungen und gar das „trendmäßige“ Sinken der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes eine verlässliche Geldmengensteuerung erschweren, zeigt u. a. ein Blick auf die Entwicklung der Nachfrage nach den verschiedenen Banknotensorten. Vor allem die Nachfrage nach 500er Euro-Scheinen ist stark angestiegen – im Laufe des Jahres 2003 um 42,5%; die Stückzahl aller Banknoten stieg um 10,1%.¹³ Anders als die kleinen und mittleren Banknotensorten, die ihre Funktion als Tauschmittel auf den Märkten weitgehend erfüllen, werden gerade diese großen Sorten im täglichen Zahlungsverkehr kaum verwendet. Vielmehr dienen sie der zeitweiligen

¹² Dazu mein Kommentar „Das Gummiband zwischen Geldmenge und Preisniveau“ in *Fragen der Freiheit* – Nr. 229 (Jgg. 1994), Seite 57.

¹³ EZB-Jahresbericht 2003, Seite 99

Hortung von Geld im In- und Ausland (9 % des Wertes aller Eurobanknoten befinden sich im Ausland¹⁴) sowie illegalen Geschäften (Korruption, Drogen-, Waffen- und Menschenhandel usw.). Während der vorübergehende Mangel an Cent-Münzen in Deutschland für Schlagzeilen sorgte, spielt die Problematik der 500er Euro-Banknoten in öffentlichen Debatten bislang überhaupt keine Rolle.

Zukunftsperspektiven des Euro

Der Euro hat bisher vermutlich zur Festigung Europas als eines befriedeten Teils der Welt beigetragen. Er wird zunehmend ein Faktor der europäischen Identität; die Menschen akzeptieren ihn – ja, sie schätzen ihn. Mithin stellt sich die Frage, ob die bisherigen Erfahrungen erwarten lassen, dass sich der Euro weiterhin als Grundlage eines friedlich vereinten Europa bewähren und sich die Euro-Zone erweitern wird. Von den östlichen Beitrittsländern, die sich möglichst bald der Euro-Zone anschließen möchten, erfüllen bislang nur die baltischen Staaten und Slowenien die Konvergenzkriterien, während die Staatsschulden und Inflationsraten in Polen, Tschechien und Ungarn noch weit oberhalb dieser Kriterien liegen; aber sie strengen sich an.

Die Länder, die skeptisch draußen verharren, bleiben eine Herausforderung für Euro-Land und die EZB, eine überzeugendere und erfolgreichere Währungspolitik zu machen.

Was zu wünschen bleibt

Statt den Euro wegen der bisherigen Unzulänglichkeiten der EZB-Politik schlecht zu reden oder gar sein Ende zu prophezeien, wäre es sinnvoller, das langsam sichtbar werdende Umdenken in den Notenbanken kritisch zu beobachten und in der geldpolitischen Diskussion immer wieder auf die weiterführenden Vorschläge von Goodfriend hinzuweisen - übrigens gibt es entsprechende Vorschläge auch innerhalb der englischen Notenbank von den Professoren Buitert und Panigirtzoglou.

In kritischer Begleitung der Geldpolitik der EZB sollte deutlich gemacht werden, dass sich die Inflation tatsächlich auf Null senken ließe – und zwar ohne die Gefahr einer Deflation -, wenn der “Liquiditätsvorteil des Geldes” mit Hilfe “künstlicher Durchhaltekosten des Geldes” neutralisiert würde. Sie würden die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes mit absoluter Sicherheit verstetigen und unter dieser Voraussetzung könnte auch das Zinsniveau – mit positiven Wirkungen für die Beschäftigung – dauerhaft auf einen nahe Null liegenden neuen Gleichgewichtspunkt sinken, um den die Zinssätze dann je nach der Fristigkeit von Geldausleihungen innerhalb einer Bandbreite streuen können, die von den Durchhaltekosten des Bargeldes einerseits und der Knappheit

¹⁴ EZB, a.a.O.

langfristigen Kapitals andererseits bestimmt wird. Die schwierige Gratwanderung zwischen der Skylla Inflation und der Charybdis Arbeitslosigkeit würde dann ebenso der Vergangenheit angehören wie die Gefahr des Absturzes der Wirtschaft in eine Deflation.

Eine so erreichte Vollbeschäftigung würde den Arbeitenden durch das nachhaltige Sinken des Zinsniveaus zugleich ihren vollen Arbeitsertrag sichern und könnte längerfristig dazu beitragen, dass die bisherigen konjunkturellen und strukturellen Verwerfungen auf dem europäischen Binnenmarkt überwunden werden. Schließlich könnte eine solche Strukturreform des Euro auch den Streit zwischen den Befürwortern und Gegnern des Euro ad acta legen: Die mit Hilfe des Euro begonnene Integration der europäischen Märkte könnte fortgesetzt und zugleich gekrönt werden, indem ein sich langfristig nahe Null einpendelndes Zinsniveau

1. es den Euro-Mitgliedsländern ermöglicht, sich aus der Schuldenfalle zu befreien und ihre Staatshaushalte zu stabilisieren, und indem
2. es durch die Überwindung des Zinseszineffekts die Voraussetzung für eine gleichmäßigere Verteilung des Geld- und Realkapitals schafft – mit der Folge, dass die Märkte von mono- und oligopolistischen Machtgebilden befreit werden.

Unter solchen Umständen könnten die europäischen Märkte auch den Schutz vor außereuropäischer Konkurrenz entbehren und vollständig geöffnet werden.

Solange jedoch die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes dermaßen unkontrollierbar schwankend bleibt und sogar nachhaltig sinkt, sind konstante Inflationsraten zwischen 3 und 5 % eine unerlässliche ‚zweitbeste Lösung‘, um die Umlaufgeschwindigkeit wenigstens halbwegs zu verstetigen und wieder mehr Beschäftigung zu ermöglichen. Dem kommt die EZB bereits entgegen, indem sie im Gegensatz zur früheren ablehnenden Haltung der Deutschen Bundesbank in größerem Umfang Indexklauseln zulässt. Die ungerechten Verteilungswirkungen solcher Inflationsraten lassen sich so zumindest teilweise kompensieren.¹⁵ Ab dem Jahr 2005 wird es sogar in Deutschland indexierte Staatsanleihen geben.

Und vorläufig stellen vielleicht Regionalwährungen mit „alternden Geldscheinen“ ein sinnvolles Übungsfeld dar, auf dem sich erste praktische Erfahrungen im Umgang mit einem verlässlich zirkulierenden Geld sammeln lassen, die dann hoffentlich auch zu einem größeren geldpolitischen Bewusstseinswandel beitragen. Erfreulicherweise hat die Bundesbank signalisiert, dass sie dem bunten Treiben vorerst gelassen zuschauen wird.

Knapp 41.900 Zeichen

¹⁵ *Fragen der Freiheit (FdF)* – Heft Nr. 265 (Jgg. 2004), S. 12 – Fußnoten 5 und 6. Siehe auch meinen Aufsatz „Indexklauseln“ in *FdF* – Heft Nr. 214 (Jgg. 1992), Seite 37ff. und Fritz Andres „Gedanken zur dosierten Inflation und zum Ausgleich ihrer Folgen auf dem Kapitalmarkt“ in *FdF* – Heft Nr. 240 (Jgg. 1996), Seite 33ff.