

ROLLE UND GESTALTUNG DER GELDPOLITIK

4. Januar 1999, 15.36 Uhr (EZB-Zeit)

Eine kurze Meldung der Nachrichtenagentur Reuters am Montag, dem 4. Januar 1999, um 15.36 Uhr (EZB-Zeit) kündigte die erste geldpolitische Operation des »Eurosystems« an. Es handelte sich um eine liquiditätszuführende Maßnahme im so genannten Hauptrefinanzierungsgeschäft, die am darauffolgenden Tag eingeleitet werden sollte. Damit wurden dem Bankensystem im Euro-Währungsgebiet vom 7. bis zum 20. Januar 75 Mrd. EUR zu einem einheitlichen Zinssatz von 3 % zur Verfügung gestellt. Diese ganz und gar unspektakuläre Aktion bildete den formellen Auftakt für eines der heftigst debattierten Unternehmen der Nachkriegszeit.

Die Operation verlief nicht zuletzt deshalb so unspektakulär, weil der Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft, mit dem das Eurosystem seine Tätigkeit aufnehmen würde, bereits einen Monat zuvor in einer konzertierten Aktion der elf maßgeblichen Zentralbanken vereinbart und öffentlich angekündigt worden war. Man kann daher den 3. Dezember 1998 als faktisches Geburtsdatum der neuen Geldpolitik bezeichnen.

Wie immer man dieses technische Detail gewichten mag, es wurde damit nach einer Vorbereitungszeit von achteinhalb Jahren (beginnend mit der ersten Stufe der Europäischen Währungsunion (EWU) am 1. Juli 1990) fristgemäß ein Projekt vollendet, dessen Konzeption die europäischen Integrationsbemühungen seit den fünfziger Jahren begleitet hatte und das zu einem Meilenstein der wirtschaftlichen und politischen Integration werden dürfte. Zunächst elf, seit

dem 1. Januar 2001 zwölf Mitgliedstaaten der Europäischen Gemeinschaft haben freiwillig auf ihre geldpolitische Autonomie zugunsten einer supranationalen Institution, der Europäischen Zentralbank (EZB), verzichtet. Seit diesem Zeitpunkt galten zwischen den Währungen der Teilnehmerländer »unwiderruflich festgelegte« Umrechnungskurse, so dass alle diese Währungen nur mehr Untereinheiten der gemeinsamen Währung »Euro« darstellten (**Internationale Bedeutung des Euro**).

S.98

Mit der Einführung des Euro-Bargeldes zum 1. Januar 2002 und der zeitgleich beginnenden Einziehung der nationalen Geldmedien wurde, technisch betrachtet, die Endstufe dieser rasanten Entwicklung erreicht (**Stationen der monetären Integration Europas**). Auch wenn es dabei zu manch unschönen Erscheinungen gekommen ist (so wird allenthalben über Preiserhöhungen in Handel und Dienstleistungsgewerbe im Zusammenhang mit der Umstellung berichtet), ein Eklat ist ebenso ausgeblieben wie das befürchtete Chaos. Die Menschen in den Ländern der Eurozone (und darüber hinaus) haben das neue Geld offenbar weit schneller akzeptiert und sich daran gewöhnt als von vielen prognostiziert worden war.

S.74

Mit der Ehrung durch den Internationalen Karlspreis zu Aachen am 9. Mai 2002 – erstmals wurde der Preis nicht einer Person oder Gruppe von Personen verliehen, sondern einer Sache, besser gesagt, einer Institution – wurde die historische Dimension dieses Vorganges einmal mehr unterstrichen. In seiner Dankesrede anlässlich der Entgegennahme des Preises hat Wim Duisenberg, der amtierende Präsident der EZB, daran erinnert, dass »ein großer Teil der Aufmerksamkeit für den Euro weniger der Währung selbst als vielmehr der politischen Vision (gilt), der er seine Existenz verdankt – und deren Symbol er geworden ist. (...) Die Vision eines geeinten Europas – vergessen wir das nie – wurde aus dem Verlangen nach Frieden und Wohlstand in einem Kontinent geboren, der nicht nur allzu oft durch innere Konflikte zerrissen wurde, sondern innerhalb von zwei Generationen auch



Abb. 1: Wim Duisenberg nimmt für den Euro die Karlspreisurkunde entgegen.

die übrige Welt in zwei Kriege verwickelte.« Duisenberg erklärt aber auch, worin die Verbindung dieser Vision mit Geld – dem Euro – besteht: »Geld verkörpert ... im Kern einen Gesellschaftsvertrag. Doch wahrscheinlich repräsentiert keine andere Währung das gegenseitige Vertrauen, welches das Fundament einer Gemeinschaft ist, besser als der Euro. Er ist die erste Währung, die nicht nur ihre Bindung an Gold, sondern auch ihre Bindung an den Nationalstaat gelöst hat.«

Es versteht sich nahezu von selbst, dass das Management einer solchen Währung schwierige Probleme aufwirft, zumal in der Anfangszeit. Viele der althergebrachten und zum Teil auch nur vermeintlich theoretisch wie empirisch gut fundierten geld- und währungspolitischen Lehrbuchweisheiten sind nunmehr unter größten

Vorbehalten anwendbar, da eine Währungsunion dieses Ausmaßes einen Regime-Switch ohnegleichen bedeutet. Allein schon die Größe des neu entstandenen Währungsraums ist beeindruckend: Im Jahr 2000 hatte er eine Bevölkerung von 303 Mio. (USA: 276 Mio.; Japan: 127 Mio.), einen Anteil am globalen Bruttoinlandsprodukt von 16% (USA: 22%; Japan: 7,3%) und einen Anteil am Weltexport von 19% (USA: 15%; Japan: 9,2%), und ist insoweit dem der USA vergleichbar und etwa doppelt so groß wie der Japans. Eine Exportquote (Güter und Dienstleistungen) von 19,1% (USA: 10,7%; Japan: 11,1%) indiziert zugleich eine wesentlich offenere Ökonomie als die der USA und Japans.

Ein niedriges Pro-Kopf-Einkommen (gemessen in Kaufkräfteinheiten) von 22322 € gegenüber 35034 € in den USA und 24922 € in Japan, eine höhere Arbeitslosenquote von 8,9% gegenüber 4% in den USA und 4,7% in Japan, eine geringere Erwerbsquote von 67,3% gegenüber 77,2% in den USA und 72,4% in Japan, ein höherer Agraranteil von 2,7% gegenüber 1,4% in den USA und 1,7% in Japan sowie eine höhere Staatsverschuldung von 70,3% gegenüber den USA von 57,3% (Japan: 130,4%) deuten zugleich auf eine Reihe struktureller Probleme des Euro-Währungsraumes hin. Aber auch innerhalb desselben bestehen noch massive Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern: So betrug 2001 das Pro-Kopf-Einkommen (in Kaufkräfteinheiten) des reichsten Landes (Luxemburg) das 2,8-fache des ärmsten (Griechenland), die Arbeitslosenquote differierte zwischen 2,0% in Luxemburg und 11,5% in Griechenland und Spanien und die Inflationsrate zwischen 1,8% in Frankreich und 5,1% in den Niederlanden (**Euroland: (K)ein optimaler Währungsraum?**).

Die Institution, der die Integrität der neuen Währung anvertraut wurde – die EZB –, betrat in vielerlei Hinsicht Neuland. Wen wundert es da, dass sie derzeit wie kaum eine andere inter- oder supranationale Institution im Brennpunkt öffentlichen Interesses und reger Kritik steht?

Was ist Geld?

Zentralbanken sind im Allgemeinen nicht gerade das, was man als bürgernahe Einrichtungen bezeichnet. Ihr Operationsfeld und Instrumentarium sind den meisten Bürgern ein Buch mit sieben Siegeln. Und doch zählen Zentralbanken heutzutage zweifellos zu den entscheidenden Institutionen unserer Gesellschaft. Das resultiert zum einen daraus, dass die Maßnahmen von Zentralbanken alle für das jeweilige Währungsgebiet wesentlichen wirtschaftlichen Entscheidungen beeinflussen, zum anderen und insbesondere jedoch aus dem Umstand, dass das dafür verwendete Medium von uns allen tagtäglich verwendet und benötigt, aber (legal) allein von der Zentralbank geschaffen werden kann: Zentralbanken sind deshalb so überaus wichtig, weil sie innerhalb der jeweiligen Volkswirtschaft Monopolanbieter von Geld (genauer: einer Art von »Basisgeld«) sind.

Die Frage, was Geld eigentlich ist, hat Dichter und Denker seit Jahrtausenden beschäftigt, und Generationen von Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlern haben dieses Problem aus verschiedensten Blickwinkeln betrachtet. Quintessenz dieser Forschungstätigkeit: »Geld ist, was als Geld fungiert« (»Money is what Money does!«). Solange wir nicht wissen, was Geld ist, können wir allerdings auch seine Funktionen nicht bestimmen. Die gängige »Triade« des Geldes als Zahlungsmittel (und/oder Transaktionsmedium), Recheneinheit und Wertaufbewahrungsmittel verdankt sich insoweit eher einem intuitiven, deskriptiven Geldverständnis denn wissenschaftlicher Analyse. Sie lässt offen, ob alle Funktionen gleich wichtig oder in ihrer Bedeutung abgestuft sind, vor allem aber trägt sie wenig zur Erklärung bei. Die Geschichte von den Unbequemlichkeiten des direkten Tauschhandels, die in diesem Zusammenhang meist erzählt wird, ist gewiss nicht ganz falsch, jedoch bestenfalls die halbe Wahrheit.

Das erkennt man sofort, wenn man archaische oder traditionelle Gemeinschaften betrachtet, in denen ebenfalls Güter und Dienste

wechselseitig ausgetauscht wurden, die dafür aber kein Geld brauchten. In diesem Kontext genügte meist ein Versprechen über entsprechende Gegenleistungen, deren Einhaltung durch einen strengen Gemeinschaftskodex garantiert wurde. Kein Mitglied der Gemeinschaft konnte es sich leisten, wider diese Norm der Reziprozität zu handeln.

Was in solch engen Gemeinschaften im Großen und Ganzen recht gut funktioniert, stößt in modernen Gesellschaften, deren Mitglieder sich kaum kennen und sich eventuell nur einmal am Markt begegnen, an offensichtliche Grenzen. In unseren Tagen wird beispielsweise ein Bäcker einem unbekanntem Kunden kaum gestatten, »anschreiben« zu lassen. Dem anonymen Charakter dieser Gesellschaften angemessen ist einzig ein anonymes Zahlungsmedium, das alle Mitglieder als *quid pro quo* im Austausch gegen Güter und Dienste allein deshalb akzeptieren, weil sie erwarten können, dass sich alle anderen ebenso verhalten werden. In einem gewissen Sinne kann man daher sagen, dass die Ratio des Geldes sich einer eigentümlichen Dialektik von persönlichem Misstrauen der Marktteilnehmer untereinander und ihrem Vertrauen in die systemischen Regeln verdankt. Das erklärt auch die enge Verbindung zwischen Währung und Nationalstaat, die sich im 19. und 20. Jahrhundert etabliert hat, und eröffnet zugleich eine interessante Perspektive auf das beispiellose währungspolitische Experiment im Europa des gerade erst angebrochenen 21. Jahrhunderts.

Wenn alle Marktteilnehmer die Regel befolgen, Güter und Dienste gegen Geld und nur gegen Geld zu veräußern, dann wird dadurch ein sich selbst erzwingender Mechanismus, eine Konvention, generiert, in dem Geld im Wesentlichen als eine Art Quittung für Dienste fungiert, die der Träger bereits für andere Marktteilnehmer erbracht hat. Geld in diesem Sinne ist ein Medium kollektiven Gedächtnisses. Interessanterweise dürfte sich das englische Wort »Money« (»Moneuten« in deutscher Umgangssprache) von »Mnemosyne« ableiten,

der griechischen Göttin des Gedächtnisses und der Musen (*Mneme* = Gedächtnis). Bei diesem Medium kann es sich durchaus um ein an sich wertloses Symbol handeln. Entscheidend ist lediglich, dass seine Authentizität von jedermann leicht nachgeprüft werden kann, so dass idealerweise niemand in seine Verfügung gelangen kann, ohne eine entsprechende Leistung erbracht zu haben.

Verschiedene Geldsysteme

Die Integrität eines Geldsystems und einer Währung kann langfristig nur gewährleistet werden, wenn keine Gruppe von Teilnehmern die Erfahrung macht, systematisch und auf Dauer für andere im Austausch gegen Geld mehr zu leisten als sie von anderen im Austausch gegen Geld zurück erhält. Das ist der tiefere Grund, warum die Verfügung über Geld einer strikten Prozedur und Beschränkung unterworfen werden muss. Keinem Marktteilnehmer darf diesbezüglich ein Sonderrecht eingeräumt werden; das gilt insbesondere bezüglich solcher Personen oder Institutionen, die in der Lage sind, Geld zu produzieren. Geld sollte lediglich die Funktion eines neutralen Mittlers der Markttransaktionen übernehmen und insoweit einen dem Recht durchaus vergleichbaren Status aufweisen. Der französische Bischof und Philosoph Nicolas Oresme meinte bereits um 1360: »Moneta debet esse quasi quaedam lex et quaedam ordinatio firma.« (Geld muss wie eine Gesetz und eine feste Ordnung sein.) In früheren Zeiten wurde diese Neutralitätsbedingung mehr schlecht als recht dadurch gesichert, dass besondere Güter oder zertifizierte Ansprüche auf solche Güter als Geld verwendet wurden, so dass die Geldproduktion ganz gewöhnliche Kosten verursachte. Für eine genuine Geldpolitik freilich blieb unter diesen Bedingungen kaum Raum.

In relativ reiner Form hat dieses System in Form des internationalen Goldstandards bis zum Ausbruch des Ersten Weltkriegs funktio-

niert. In der Zwischenkriegszeit herrschte internationale einwährungs-
politisches Chaos, das als Golddevisenstandard bezeichnet wird. Die
Regierungen waren bemüht, ihre wirtschaftspolitische Autonomie
auch zu Lasten anderer Staaten auszubauen, was wohl Mitauslöser
der »Großen Depression« gewesen sein dürfte. Nach dem Zweiten
Weltkrieg wurde eine weiche Variante des Goldstandards in Form
eines Welt-Dollarstandards durch das Bretton-Woods-System der
festen Wechselkurse neu etabliert, das bis 1973 Bestand hatte. Die
sich beschleunigende Inflation der sechziger und siebziger Jahre war
Ursache und zugleich Folge seines Zusammenbruchs. Seitdem haben
alle Papierwährungen jegliche Bindung an Gold oder andere Güter
verloren. Damit verbunden war die prinzipielle Möglichkeit, Geld in
beliebiger Menge zu produzieren, da seine Produktionskosten nun-
mehr praktisch gleich null sind. Es begann eine Phase, die nationalen
Geldpolitiken, obschon in Abhängigkeit von dem gewählten Wech-
selkursregime, einen bis dahin unbekanntes Freiraum eröffnete, zu-
gleich aber auch eine neue Verantwortung aufbürdete.

Bezeichnend für die letzten fünfzig Jahre ist, dass selbst die DM als
eine der weltweit härtesten Währungen einer permanenten Entwer-
tung ausgesetzt war. Gemessen an der Kaufkraft unmittelbar nach
der Währungsreform vom 21. Juni 1948 hatte sie bis Ende 1998 (dem
Zeitpunkt ihrer Assimilierung in den Euro) ca. 3/4 ihres Wertes einge-
büßt. Verglichen mit der Geldwertstabilität unter dem internationa-
len Goldstandard ist das ein ernüchterndes Ergebnis: Allerdings
schnitt die DM im Vergleich zu allen anderen wichtigen Währungen
(einschließlich des Schweizer Frankens) immer noch am besten ab.

Rolle der Zentralbank

In Geldwirtschaften fungiert die Verfügung über Geld als eine Art
Eintrittskarte für die Teilnahme am Marktgeschehen. Die Verfügung
und im Allgemeinen nur die Verfügung über Geld gestattet, als Käu-

fer auf Märkten aufzutreten. Während nun Einzelne sich diese Ver-
fügung auf verschiedene Weise sichern können, durch Verkauf von
Gütern oder Diensten, durch Verkauf von Schuldscheinen an andere
Marktteilnehmer (Kreditaufnahme) und selbst durch Diebstahl oder
Raub, ist dies für die Gesamtheit aller Marktteilnehmer nicht mög-
lich. In modernen Geldsystemen kommt an dieser Stelle die Zentral-
bank ins Spiel. Im Kern besteht ihre Geldpolitik darin, den Marktteil-
nehmern (vertreten durch die Geschäftsbanken) Zentralbankgeld zu
bestimmten Preis- und/oder Mengenkonditionen zeitweise zur Ver-
fügung zu stellen. Die Geschäftsbanken geben ihrerseits eigenes
Geld via Kreditvergabe an ihre Kundschaft aus. Dieses Geld existiert
nur als Konteneintrag (»Buchgeld«), das auf Zentralbankgeld lautet
und per Gesetz jederzeit in dieses konvertierbar ist (»Sichtdeposi-
ten«).

Sehr vereinfacht ausgedrückt, wirkt Geldpolitik über die Beeinflus-
sung der Zinssätze hauptsächlich auf das gesamte Ausgabenvolu-
men einer Volkswirtschaft, namentlich auf den privaten Konsum und
die privaten Investitionen. Je niedriger die Zinssätze, um so höher,
unter sonst gleichbleibenden Bedingungen, sind Konsum- und Inves-
tionsnachfrage. Der Einfluss auf das allgemeine Preisniveau beruht
darauf, dass dieses durch das Verhältnis zwischen dem aggregierten
Ausgabenvolumen und den Produktionskapazitäten bestimmt wird.
Im Unterschied zum Ausgabenvolumen (gesamtwirtschaftliche
Nachfrage) kann Geldpolitik das Produktionspotential (gesamtwirt-
schaftliches Angebot) nicht bzw. nur sehr indirekt beeinflussen. Und
während das Beschäftigungsniveau der Volkswirtschaft und damit
das Niveau und die Quote der Arbeitslosigkeit durch das Ausgaben-
niveau verhältnismäßig kurzfristig bestimmt wird, nämlich inner-
halb eines Jahres, ist die Wirkung auf das allgemeine Preisniveau erst
nach einer weit größeren, im Vergleich mit der Wirkung auf das Pro-
duktions- und Beschäftigungsniveau schätzungsweise mehr als
doppelt so langen zeitlichen Verzögerung spürbar. Das liegt unter

Wirtschaftsgebiet entstand in Nordamerika via Constitutional Convention von 1789. Erst mit dem National Currency Act von 1863 gelang es indes, eine wirklich einheitliche Währung zu etablieren. Es dauerte weitere fünfzig Jahre, bis 1913 mit dem Federal Reserve System eine US-amerikanische Zentralbank gegründet wurde. Das zwischenstaatliche Transfersystem war eine Konsequenz der Großen Depression der frühen dreißiger Jahre, und die Arbeitskräftemobilität zwischen den Bundesstaaten erreichte erst seit den vierziger Jahren ihren heutigen Grad. Natürlich muss und kann sich diese zeitliche Abfolge bei der EWU nicht wiederholen, wichtig ist vielmehr die Erkenntnis, dass monetäre Integration ein evolutionärer Prozess ist, der auf auftretende Widerstände und Probleme reagiert und insofern letztlich keineswegs den ursprünglichen Intentionen und Plänen entsprechen muss. Zweifellos wird im Laufe der Zeit noch so manche Modifikation und Ergänzung notwendig werden. Aber es gibt derzeit wenig Grund daran zu zweifeln, dass die EU diesen Lernprozess absolvieren könnte.

Das Euro-Gebiet ist nach den herkömmlichen Kriterien der einschlägigen Theorie kein optimaler Währungsraum. Was folgt daraus? Letztlich recht wenig. Nicht nur lässt die Theorie wesentliche Facetten der Entstehung und Existenz realer Währungsräume unberücksichtigt, sie erweist sich auch als wenig konsistent und jedenfalls mitnichten schlüssig. Insbesondere basiert sie auf einem statischen Ansatz, der sich am Status quo orientiert und die vielfältigen, durch die Währungsvereinigung selbst ausgelösten, dynamischen Impulse vernachlässigt. In dieser Form liefert die Theorie optimaler Währungsräume wenig brauchbare Hinweise. Insbesondere zeigt eine genauere historische Analyse der Optionen für die europäischen Länder, dass der verbreitete Horror vor einem »one size fits all« bei weitem übertrieben ist, zumal die fiskalpolitische Kompetenz ja bei den nationalen Regierungen verbleibt. Angesichts der faktischen Verhältnisse innerhalb des Europäischen Währungssystems in

den achtziger und neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts konnten die Länder allenfalls wählen, in welcher Form sie sich einer einheitlichen Geldpolitik unterwerfen würden, nicht jedoch, ob überhaupt. Die Währungsunion war in dieser Perspektive für die meisten Länder unter den gegebenen Bedingungen gewiss die optimale Lösung.

Risiken der Europäischen Währungsunion

Es scheint sinnvoll, die Risiken der Europäischen Währungsunion (EWU) nach ihrer Verursachung in drei Kategorien einzuordnen.

Risiken bestehen erstens darin, dass der Euro international eine schwache Währung wird, die unter einem ständigen Abwertungsdruck steht oder im Außenwert eine hohe Beweglichkeit aufweist, die von internationalen Investoren gemieden wird. Diese Befürchtung war in den ersten Monaten nach der Einführung des Euro nicht von der Hand zu weisen. Seit etwa eineinhalb Jahren scheint dieses Risiko indes gebannt, und alle Anzeichen sprechen nunmehr dafür, dass sich der Euro allmählich zu einer internationalen Reserve-, Fakturierungs- und Vehikelwährung mausert, die dem US-Dollar in nichts nachsteht. Natürlich wird dies auch davon abhängen, ob die Länder des Euro-Raumes in den kommenden Jahren in der Lage und willens sein werden, ihre zum Teil gravierenden strukturellen Probleme zu lösen. Diese Notwendigkeit besteht in einer sich globalisierenden Weltwirtschaft jedoch ganz unabhängig von der EWU; im Gegenteil dürfte sich die Disziplinierungswirkung, die von einem intensiveren Wettbewerb innerhalb des Euro-Gebietes ausgeht, hierbei als nützlich und fruchtbar erweisen.

Risiken könnten sich zweitens aus dem Umstand ergeben, dass wirtschaftliches Fehlverhalten nationaler Regierungen oder Interessengruppen angesichts der einheitlichen Währung zu negativen externen Effekten (Externalitäten) für andere Länder der EWU füh-

ren können. Das kann beispielsweise geschehen, wenn die Lohn- oder Fiskalpolitik in den einzelnen Ländern zu einer allgemeinen Erhöhung der Preissteigerungsrate führt, die dann eine mögliche Gegenreaktion der EZB auslöst, die alle Länder treffen würde. Allerdings ist diese Gefahr nur hinsichtlich eines der größeren Länder des Euro-Gebietes wegen ihres Gewichts für die Durchschnittsaggregate wirklich relevant. In diesem Falle ist aber auch die Disziplinierungswirkung der einheitlichen Geldpolitik am größten. Für die EZB könnte daraus allerdings ein Dilemma erwachsen, auf das unten näher eingegangen wird. Ein kleineres Land hat diesbezüglich jedenfalls einen weiteren Spielraum, weil die Effekte hier für das Eurosystem als Ganzes eher marginal sind. In jedem Falle jedoch wird das betreffende Land zwangsläufig eine Wettbewerbsverschlechterung seiner Güter und Dienste erfahren, die ihm allein zum Schaden gereicht. Insgesamt ist das Risiko solcher negativer externer Effekte als eher gering einzustufen.

Eine andere Variante negativer Externalitäten könnte eintreten, wenn sich Zentralregierungen höher verschulden als es dem Durchschnitt des Euro-Gebietes entspricht. Das wird generell zu einem Anstieg der langfristigen Euro-Zinsen führen, wobei das Ausmaß nicht zuletzt davon abhängen wird, wie die Kapitalmärkte die »No-bail-Out-Klausel« des Art. 103 des EG-Vertrages bewerten, wonach weder die Gemeinschaft noch ein einzelnes Teilnehmerland für die Verbindlichkeiten eines (anderen) Teilnehmerlandes haften. Wird es als glaubwürdig akzeptiert, hat jede Nationalregierung eine individuelle Risikoprämie zu tragen (also höhere Zinsen zu zahlen), so dass sich die externen Effekte in diesem Falle in Grenzen halten dürften. Wenn das Gebot jedoch nicht als glaubwürdig gilt, dann findet eine derartige Risikodifferenzierung durch die Kapitalmärkte nicht statt, und ein Teilnehmerland kann einen Teil der höheren Kreditkosten auf die anderen Teilnehmerländer abwälzen. Dadurch entsteht offensichtlich ein Anreiz (*moral hazard*) gerade bei solchen Ländern, die

ein höheres Finanzrisiko aufweisen, sich höher zu verschulden als dies sonst der Fall wäre. In diesem Kontext ist auch zu bedenken, dass die fiskalischen Probleme in einer Reihe von Ländern des Euro-Raumes zukünftig noch beträchtlich zunehmen könnten; die ausstehenden Reformen staatlicher Systeme der sozialen Sicherung sind dafür nur ein Indiz. Der EG-Vertrag hat versucht, solche Risiken dadurch zu minimieren, dass neben den fiskalischen Konvergenzkriterien (Defizitquote und Schuldenstandquote der öffentlichen Hand nicht höher als 3 bzw. 60% des nominellen Bruttoinlandsproduktes), die innerhalb der EWU weitergelten, durch den Amsterdamer Vertrag vom 2. Oktober 1997 (»Stabilitäts- und Wachstumspakt«) eine Prozedur aufgenommen wurde, die bei Verletzung der Kriterien eingeleitet wird und die betreffende Regierung zu einer Haushaltskonsolidierung bewegen soll. Ob und inwieweit diese Regelungen ihren Zweck erfüllen werden, bleibt abzuwarten. Bisher gibt es keinen Grund daran zu zweifeln.

Ein dritter Typ von Risiken geht von der Konstitution der EWU selbst aus. Hier liegen auf absehbare Zeit die einzigen wirklichen Risiken. Das Problem liegt in der Schwäche der Europäischen Union als politische Gemeinschaft und der daraus folgenden Stärke der EZB. Der EG-Vertrag verpflichtet die EZB zur Gewährleistung von Preisstabilität und gesteht ihr dabei vernünftigerweise einen hohen Grad an Autonomie zu. Aber er hat es ihr selbst überlassen, genauer zu definieren, was damit gemeint ist und insbesondere, auf welchen Zeithorizont sie sich bezieht (dieses Recht der EZB ergibt sich aus Art. 12.1, ESZB-Statut). Auch das ist an sich durchaus vernünftig, da es zu jedem Zeitpunkt unterschiedliche Interpretationen von Preisstabilität gibt und sich Definitionen und Operationalisierungen im Laufe der Zeit ändern mögen. Auch nationale Zentralbankgesetze sind im Allgemeinen sehr allgemein formuliert (der gesetzliche Auftrag der Bundesbank war sogar noch allgemeiner als der der EZB, nämlich die Währung zu sichern). Angesichts der enormen Schwie-

rigkeit, internationale Verträge wie den EG-Vertrag zu revidieren, sollten deren Bestimmungen nicht zu spezifisch sein.

Aber genau darin liegt auch die Crux. Es bedeutet nämlich, dass die Teilnehmerländer an der EWU ihrer Zentralbank praktisch ausgeliefert sein werden, jedenfalls solange die politischen Organe der EU so schwach bleiben wie bisher. Es ist bezeichnend, dass es der EZB bisher gelungen ist, mehrfache Aufforderungen des Europäischen Parlamentes zur Präzisierung ihrer geldpolitischen Strategie zu übergehen. Jenseits der beträchtlichen Autonomie *de jure*, die der EG-Vertrag der EZB einräumt, ist ihre beispiellose Unabhängigkeit *de facto* die direkte Folge des politischen Machtvakuum innerhalb der Union. Zwar bleibt als *ultima ratio* für jedes einzelne Land der förmliche Austritt aus der Vertragsgemeinschaft, eine Option, die angesichts der damit verbundenen hohen politischen und ökonomischen Kosten freilich kaum realistisch sein dürfte. Darüber hinaus gibt es jedoch praktisch keine Sanktionsmöglichkeiten für den Fall, dass die EZB ihrem Auftrag nicht gerecht wird.

Diese allgemeinen Überlegungen gewinnen dadurch an Gewicht, dass sich bei näherer Betrachtung die Operationalisierung des Preisstabilitätszieles durch die EZB als weit weniger eindeutig erweist als es auf den ersten Blick den Anschein haben mag. Damit soll Unwägbarkeiten der aktuellen Situation wie auch generellerer Natur Rechnung getragen werden. Das Argument ist nicht völlig von der Hand zu weisen, die Kehrseite der Medaille ist allerdings der enorme Freiraum, den die EZB in der Gestaltung ihrer wirklichen Politik in der kurzen Frist dadurch genießt. Die permanente und zuweilen geradezu penetrante Versicherung ihrer Vertreter, dass sich die EZB ihres vorrangigen Zieles bewusst und diesem vorbehaltlos verpflichtet sei, sollte so gesehen eher zu einem gewissen Misstrauen veranlassen. Es gibt klare Indizien dafür, dass die EZB durchaus nicht abgeneigt ist, kurzfristig auch andere Ziele zu verfolgen, insbesondere die Flankierung der wirtschaftspolitischen Intentionen der Zentralregierun-

gen, vornehmlich wenn es sich dabei um größere und für den gesamten Währungsraum strategisch wichtige Länder, wie etwa Deutschland, handelt. Je nach politischem oder wirtschaftstheoretischen Standpunkt werden solche Tendenzen eher begrüßt oder kritisiert. So oder so bleibt jedoch das Hauptproblem bestehen: Die mangelnde Transparenz der EZB-Strategie und eine Lücke in der politischen Verantwortlichkeit der EZB. Gegenwärtig gibt es wenig, was man dagegen tun könnte, weil es derzeit keine Institution gibt, die die EZB zu einer Änderung ihres Verhaltens zwingen könnte.

Bedeutet dies, dass die EWU durch eine entsprechende politische Struktur in der Eurozone unterfüttert werden muss? Ja und nein. Ja, insoweit die einheitliche Geldpolitik eine engere Kooperation in einer Reihe von anderen Politikbereichen sinnvoll oder gar notwendig macht. Fiskalpolitik ist hier ein offensichtliches Beispiel. Aber es spricht derzeit wenig dafür, dass die bereits bestehende Kooperation dezentraler Fiskalpolitiken durch eine zentrale Fiskalpolitik der Gemeinschaft abgelöst werden müsste. Auf der anderen Seite hat in vielen anderen Bereichen in den letzten Jahren eine Kompetenzverlagerung auf supranationale Organe der EU stattgefunden, die mit der EWU als solcher wenig zu tun haben, etwa in der Umwelt-, Außen- und Verteidigungspolitik ebenso wie in einigen Bereichen der Rechts- und Innenpolitik. Die politische Einheit Europas wird sich in den nächsten Jahren und Jahrzehnten entwickeln, und es ist zur Zeit kaum absehbar, welche Form sie letztlich annehmen wird, eine eher zentralistische oder eine eher föderalistische. Die Geschichte verschiedener Währungsunionen legt die Vermutung nahe, dass dies für den Erfolg oder Misserfolg der EWU auch relativ gleichgültig ist.

Die enorme Stärke der EZB muss indes nicht wirklich ein Problem werden; in der Tat gibt es dafür bislang nur wenig Hinweise. Letztlich aber liegt damit das Hauptgewicht der Verantwortung bei den Personen, die die EZB leiten und managen, und auf den Prozeduren für deren Ernennung. Das gilt freilich mehr oder minder immer, weil In-

stitutionen niemals perfekt sind. Der Philosoph Sir Karl R. Popper hat in seinem 1945 erschienenen Werk ›Die offene Gesellschaft und ihre Feinde‹ das Dilemma moderner Institutionen auf den Punkt gebracht: »Es ist nicht nur so, dass die Konstruktion von Institutionen wichtige persönliche Entscheidungen nötig macht: das Funktionieren auch der besten Institutionen (...) hängt stets in beträchtlichem Ausmaße von den Personen ab, die im Rahmen dieser Institutionen arbeiten. Institutionen sind wie Festungen; sie müssen wohlgeplant und wohlbesetzt sein.«

Internationale Bedeutung des Euro

Den Prognosen vieler Kritiker im In- und Ausland zufolge würde der Euro eine binnenwirtschaftlich schwache Währung werden oder zu einem beschäftigungspolitischen Debakel führen; diese Befürchtungen haben sich bislang als eher unbegründet erwiesen. Die Zahl der Erwerbstätigen im Euro-Gebiet lag im Durchschnitt des Jahres 2001 um 5,6% über dem Stand von 1998; im gleichen Zeitraum stieg sie in der Bundesrepublik um 3,3%. Die Arbeitslosenquote im Euro-Raum betrug 1998 10,7%, im ersten Quartal 2002 nur mehr 8,4%; in Deutschland fiel sie von 11,1% auf 10,2%. Die Inflationsrate der Eurozone belief sich im ersten Quartal 2002 auf 2,5%, in der Bundesrepublik auf 1,9%.

Indessen zeigte sich die neue Währung von Anfang an eher unerwartet in der Außenbewertung äußerst schwach: Am 29. Dezember 2000 (Jahresendnotierung) lag sein Referenzkurs gegenüber dem US-Dollar um 20,3%, gegenüber dem Japanischen Yen um 19,5% und gegenüber dem Englischen Pfund um 11,5%, ja selbst gegenüber dem Schweizer Franken um 5,3% tiefer als die jeweiligen Eröffnungskurse am 4. Januar 1999. Die Abwertung des Euro hat zwar der europäischen Exportwirtschaft einen kräftigen Boom beschert, sie ist aber ebenso mitverantwortlich für die drastisch gestiegenen Roh-

stoffpreise im Euro-Gebiet; der Ölpreis etwa stieg von 9 Euro je Barrel am Jahresende 1998 auf 38 Euro je Barrel im November 2000, also auf mehr als das Vierfache.

Die Schwäche des Euro im Außenwert hat für viel Aufregung gesorgt und so manch externer Beobachter konnte seine Schadenfreude nur schwer verhehlen. Diese Entwicklung wurde von einigen Skeptikern zwar erwartet, aber der vermutete Kausalnexus sollte dabei eher von der binnenwirtschaftlichen Schwäche ausgehen, die schließlich auch den Außenwert in Mitleidenschaft ziehen würde. Wir erlebten stattdessen nachgerade den umgekehrten Prozess, bei dem die Wechselkursschwäche durchaus auch zu einer Gefahr für die Binnenstabilität des Euro hätte werden können. Wechselkursklärungen und erst recht Wechselkursprognosen sind stets schwierig und gleichen nicht selten dem sprichwörtlichen Lesen aus dem Kaffeesatz.

Wie die Preise anderer Börsenpapiere hängen auch die Wechselkurse der Währungen nicht allein von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten ab, sondern sind kurzfristig im Wesentlichen von den Erwartungen der Devisenmärkte bestimmt. Wird von einem hinreichend großen Segment des Marktes erwartet, dass ein Wechselkurs fällt, so mag dies genau die Reaktionen der Marktteilnehmer auslösen, die die ursprüngliche Erwartung bestätigen und in die Zukunft verlängern. Auf diese Weise kann es leicht zu einer Kette von *self-fulfilling prophecies* kommen, die zu einer Überreaktion des Kurses führen. Wie lange eine derartige Talfahrt andauert, kann niemand im Voraus sagen, aber je tiefer der Kurs fällt, um so stärker werden tendenziell auch die Aufwärtskräfte. Ungünstige anfängliche Erwartungen genügen jedenfalls, um eine Abwertungsspirale anzustoßen. Dass dies insbesondere für eine Währung wie den Euro gilt, die keinerlei historische Referenzwerte aufzuweisen hat und deren »gleichgewichtiger« Wechselkurs insoweit extrem unsicher ist, sollte nicht überraschen.