

Ein Drei-Punkte-Plan zur Reform der Geldpolitik*

Malte Krueger**

Zusammenfassung

Prominente Ökonomen wie John B. Taylor oder William R. White sehen geldpolitische Fehler als wesentliche Ursache der gegenwärtigen Finanzkrise. Zentralbanken sind gegenwärtig jedoch hauptsächlich mit Trouble-Shooting und der Neugestaltung der Bankenregulierung beschäftigt. Unter Rückgriff auf die Diskussion nach dem Ausbruch der Depression in den 30er Jahre des vergangenen Jahrhunderts wird im vorliegenden Artikel eine neue Strategie entwickelt. Diese enthält drei Elemente: ein Ziel für das Wachstum des nominalen BIP, Zugang der Nichtbanken zu Zentralbankkredit und die Beendigung von direkter oder indirekter Monetisierung von Staatsschulden.

A Three-Point Plan for Monetary Reform

Abstract

Prominent economists such as John B. Taylor and William White have argued that monetary policy mistakes have triggered the current financial crisis. Central banks, however, seem to be mainly concerned with trouble-shooting and the design of new rules for banking supervision. Partly drawing on the discussion after the Great Depression, this paper proposes a new strategy for monetary policy with three main elements: a target for the growth of nominal GDP, non-bank access to central bank credit and the termination of direct and indirect monetization of public debt.

JEL-Klassifikation: E42, E52, E58

JEL-Schlüsselwörter: Monetary Systems, Monetary Policy, Central Banks and their policies

* Der Verfasser dankt den Teilnehmern am ROME Workshop vom 11. Mai 2012 für ihre kritischen Anmerkungen.

** Prof. Dr. Malte Krueger, Hochschule Aschaffenburg, Fakultät Wirtschaft und Recht, Würzburger Str. 45, D-63743 Aschaffenburg.

I. Einleitung

In der öffentlichen Wahrnehmung sind „die Banken“ und „die Spekulanten“ die Schuldigen an der Krise (und vielleicht noch die am Mittelmeer gelegenen Euroländer). Zentralbanker sind seit der Krise hauptsächlich beschäftigt mit Trouble-Shooting, Fragen der Banken- und Finanzmarktregulierung und Staatsschuldenproblemen. Beispielsweise beschäftigt sich eine Rede von Jens Weidmann mit dem Titel „Lessons from the crisis for monetary policy and financial market regulation“ eigentlich nur mit der Regulierung von Banken und Finanzmärkten (siehe *Weidmann* (2012)). Die Geldpolitik kommt strenggenommen nicht vor.

Dabei gibt es kaum eine ernstzunehmende Analyse der Ursachen der Krise, die der Geldpolitik nicht zumindest eine Mitschuld gibt. Prominente Ökonomen wie John B. Taylor oder der ehemalige Chefökonom der BIZ, William R. White geben ihr sogar die Hauptschuld (*Taylor* (2012), *White* (2009)). Die Geldpolitik habe zu einer Liquiditätsschwemme geführt, die die Verwerfungen an den Märkten verursacht habe. Wenn diese Diagnose der Krisenursachen korrekt ist, dann dürften striktere Regeln für Banken und Begrenzungen von Managerboni nicht ausreichen, um in Zukunft systembedrohende Krisen zu vermeiden.

Durch den direkten Ankauf von Staatsschuldtiteln am offenen Markt ist die Geldpolitik in die Kritik geraten. Dabei wird jedoch übersehen, dass das Eurosystem ja schon immer auf indirekte Weise zur Finanzierung staatlicher Defizite beigetragen hat, weil es diese Titel als Sicherheiten für Kredite an die Geschäftsbanken akzeptiert hat. Diese enge Verquickung von Geldschöpfung und Staatsschuldenfinanzierung macht es der Geldpolitik gegenwärtig unmöglich, sich aus der Staatsfinanzierung zu verabschieden, ohne das gesamte Geld- und Kreditwesen wie ein Kartenhaus zusammenstürzen zu lassen.¹ In der gegenwärtigen Krise ist die Geldpolitik also mehr Getriebene denn eigenständig agierender Akteur.

¹ Das Eurosystem hat zwar vorübergehend die Akzeptanz griechischer Staatsanleihen als Sicherheiten ausgesetzt, den griechischen Banken stand aber weiterhin der Zugang zur Emergency Liquidity Assistance (ELA) bei der Bank von Griechenland offen (siehe *Europäische Zentralbank* (2012a) und (2012b)). De facto hat es also nur eine temporäre Verteuerung von Notenbankkrediten gegeben. Eine vollständige Beendigung von Notenbankkrediten an die griechischen Banken ist auch kaum denkbar. Denn damit wäre nicht nur der griechische Staat unmittelbar zahlungsunfähig geworden, sondern auch das gesamte griechische Bankensystem. Dies hätte zu einem Stillstand des wirtschaftlichen Lebens in Griechenland geführt. So etwas kann eine Notenbank nicht zulassen.

Somit besteht aus zwei Gründen Handlungsbedarf:

1. Zukünftige Liquiditätsblasen (oder -engpässe) müssen vermieden werden.
2. Die Geldpolitik muss stärker von der Finanzierung der Staatsdefizite getrennt werden.

Zur Erreichung dieser Ziele wird hier ein Plan zur Reform der Geldpolitik vorgestellt, der auf drei Säulen fußt.

- (1) Ersatz des Inflationsziels durch ein Ziel für das nominale Wachstum
- (2) Erweiterter Zugang zu Zentralbankkredit für Nichtbanken
- (3) Keine direkte oder indirekte Monetisierung der Staatsschuld

II. Nominales Wachstum als Ziel

Es gibt einen weitreichenden Konsens, dass Geldwertstabilität das langfristig wichtigste Ziel der Geldpolitik ist. Daher erscheint es durchaus folgerichtig, der Geldpolitik direkt eine bestimmte Inflationsrate als Zielwert vorzugeben.

Eine strenge Ausrichtung der Geldpolitik an ein festes Inflationsziel führt jedoch zu einer prozyklischen Politik, die zu einer Gefahr für die Stabilität der Volkswirtschaft werden kann. Dieser Gedanke findet sich vor allem in der geldtheoretischen Diskussion der Zwischenkriegszeit wieder (siehe *Laidler* (1999)). Aber auch in jüngerer Zeit ist diese Idee wieder aufgegriffen worden. So kritisiert etwa *White* (2006, S. 13) die „inherent procyclicality in the system“.

Die prozyklische Wirkung eines Inflationsziels kann mit Hilfe der Quantitätsgleichung veranschaulicht werden.

$$(1) \quad M \cdot v = Y \cdot P$$

wobei gilt: M = Geldmenge, v = Umlaufgeschwindigkeit, Y = reales Sozialprodukt und P = Preisniveau.

Die Quantitätsgleichung besagt, dass die nominale Nachfrage dem Produkt aus Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit entspricht. Bleibt die linke Seite der Gleichung unverändert, dann führt ein Zuwachs des realen Sozialprodukts zu einer Abnahme der Preise.² Soll dies verhindert wer-

² Die Möglichkeit, dass eine Abnahme des Preisniveaus, also eine Deflation, mit realem Wachstum einhergehen kann, ist heutzutage weitgehend in Vergessenheit

den, dann ist ein Anstieg der Geldmenge erforderlich (bei konstanter Umlaufgeschwindigkeit). Der Anstieg der Geldmenge, der erforderlich ist, um ein bestimmtes Inflationsziel zu erreichen ist also umso größer je größer das reale Wachstum ist. Boomt die Wirtschaft und liegt das Inflationsziel bei 2 % dann würde ein reales Wachstum von 4 % ein monetäres Wachstum von 6 % erfordern. Dies bedingt, dass die Geldpolitik die Notenbankzinsen nicht zu schnell anhebt und somit expansiv wirkt. In einer tiefen Rezession mit einem Negativwachstum von -2 % würde hingegen ein monetäres Nullwachstum reichen, um die Inflationsrate bei +2 % zu halten. Hier würde also von der Geldpolitik verlangt, die Zinsen nicht zu rasch zu senken. Letztlich führt also die Befolgung eines Inflationsziels dazu, dass bei einer starken realwirtschaftlichen Entwicklung (positiven realen „Schocks“) die Geldpolitik einen hohen Zuwachs der nominalen Nachfrage anstreben muss, wohingegen sie bei einer schwachen realwirtschaftlichen Entwicklung auf einen niedrigen Zuwachs abzielen muss.

Im Umkehrschluss bedeutet dies, dass eine expansive Geldpolitik nicht einfach an der Inflationsrate ablesbar ist. Denn eine Inflationsrate von 2 % kann zum Beispiel einhergehen mit einer Zunahme der Geldmenge um 6 % (wenn das reale Wachstum 4 % beträgt), aber etwa auch mit einer Zunahme von nur 2 % (wenn das reale Wachstum bei null liegt).

Die Periode nach dem Dotcom-Crash im Jahr 2003 veranschaulicht die prozyklische Wirkung eines Inflationsziels im Falle eines konjunkturellen Aufschwungs. Nach Überwindung der Rezession hätte die Geldpolitik eigentlich rasch wieder die Zinsen anheben müssen. Aber Produktivitätsfortschritte in den Industrieländern und ganz besonders in den Schwellenländern dämpften den Preisauftrieb in dieser Phase so stark, dass es sogar eine Diskussion über eine mögliche Deflation gab.³ Die Angst vor der Deflation hat es der Geldpolitik erschwert, rasch die Zinsen zu erhöhen – trotz des Aufschwungs in Nordamerika und Europa. Sowohl in der Eurozone als auch in den Vereinigten Staaten verharteten die realen Geldmarktzinssätze bei 0 % und zum Teil sogar darunter (siehe Abb. 1 und 2).

geraten. Seit der Weltwirtschaftskrise der frühen 1930er wird Deflation meist mit Depression gleichgesetzt. In der Zeit des klassischen Goldstandards gab es jedoch eine längere Periode (etwa von Ende der 1870er bis Mitte der 1890er), in der die Realwirtschaft ein gesundes Wachstum aufwies, während die Preise im Durchschnitt fielen. Daten zu dieser Periode finden sich u.a. in *Deutsche Bundesbank* (1976), Tabelle A1.02. Zur historischen Erfahrung mit Deflationen siehe *Bordo/Filardo* (2005).

³ Zum Beispiel diagnostizierte der Internationale Währungsfonds für Deutschland erhebliche Deflationsgefahren. Siehe *Internationaler Währungsfonds* (2003).



Abbildung 1: Ausgewählte makroökonomische Daten für die Eurozone (1995–2008)⁴

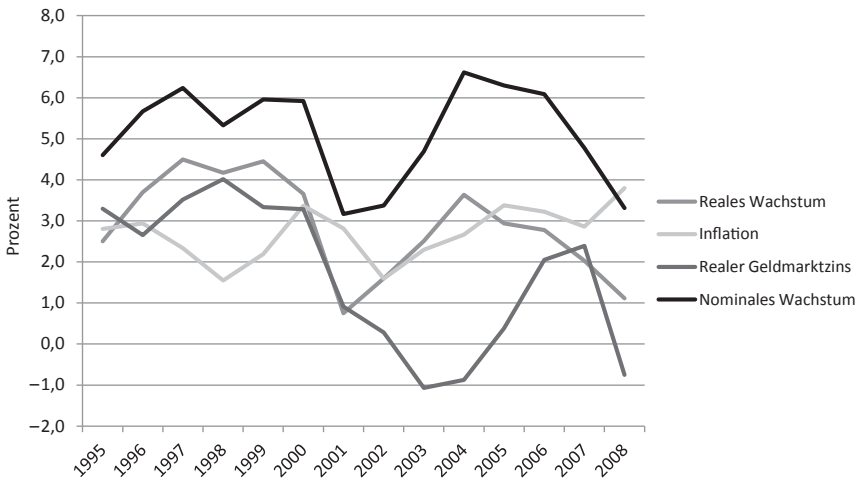


Abbildung 2: Ausgewählte makroökonomische Daten für die Vereinigten Staaten (1995–2008)⁵

⁴ Quelle: Internationaler Währungsfonds (2013) und eigene Berechnungen.

⁵ Quelle: Internationaler Währungsfonds (2013) und eigene Berechnungen.

Niedrige Notenbankzinsen und dadurch angeregte Geld- und Kreditschöpfung der Geschäftsbanken haben für eine Welle der Liquidität gesorgt, die letztlich die Grundlage für die Immobilienblase und auch das reichliche Kreditangebot für die unsolide Schuldenpolitik einiger Staaten bildete.

Die begrenzte Aussagekraft der Inflationsrate hat bereits die Ökonomen der Zwischenkriegszeit beschäftigt. Denn auch dem Börsencrash von 1929 und der sich anschließenden Weltwirtschaftskrise war eine Periode stabiler Preise vorausgegangen. In den 6 Jahren vor der Großen Depression (1923 bis 1929) nahmen die Großhandelspreise in den Vereinigten Staaten um durchschnittlich 0,9 % pro Jahr ab und für den impliziten BIP-Deflator schätzen *Friedman/Schwartz* (1963, S. 243) einen Rückgang von 0,1 % pro Jahr.

Auch damals wurde bereits kritisiert, dass ein Inflationsziel im Aufschwung zu einer zu hohen Rate der Geld- und Kreditschöpfung führt.⁶ Dieser Prozess wurde in der älteren Literatur als „Zwangssparen“ bezeichnet.⁷ Dahinter steht der Gedanke, dass die Banken mittels Kreditschöpfung zusätzliche Mittel für Investoren bereitstellen, die nicht auf freiwilliger Ersparnis (und somit Konsumverzicht) beruhen. Damit können mehr volkswirtschaftliche Ressourcen in den Aufbau des Kapitalstocks fließen und es verbleiben weniger Ressourcen für den Konsum. Die Konsumenten werden sozusagen zum Konsumverzicht („Sparen“) gezwungen.

Nun könnte man argumentieren, dass eine Ausdehnung der Kreditschöpfung nicht so schlimm sei, solange die Inflationsrate niedrig bliebe. Doch zeigen sowohl die jetzige Krise als auch die Große Depression, dass auch ein Boom ohne nennenswerte Inflation eine schwerwiegende Krise nach sich ziehen kann. Hierauf haben Ökonomen bereits in den 1930ern hingewiesen. Ein wichtiger Erklärungsansatz, der damals vorgebracht wurde, besagt, dass die Kreditschöpfung des Bankensystems den Zinssatz künstlich niedrig hält und damit die Struktur der Produktion und des Kapitalstocks verzerrt. Dieses Argument wurde vor allem von Vertretern der österreichischen Schule vorgebracht. Aber auch die Erklärungsversuche von angelsächsischen Ökonomen wie Hawtrey und Robertson gingen in diese Richtung (siehe *Laidler* (2003)).

⁶ Der prominenteste Kritiker war Friedrich A. Hayek. Siehe *Hayek* (1935). Für die geldpolitischen Diskussionen der Zwischenkriegszeit siehe *Laidler* (1999) und *Haberler* (1937).

⁷ In der jüngsten Zeit haben zum Beispiel *Laidler* (2003) und *White* (2006) auf die Bedeutung dieses Konzepts hingewiesen.

Friedrich A. Hayek, der den vermutlich einflussreichsten Beitrag dieser Gruppe zur Erklärung der Depression lieferte, betonte vor allem die Verzerrungen in der zeitlichen Struktur des Kapitalstocks (der Länge der „Produktionsumwege“) (Hayek (1935)). Wie wir jetzt wissen, kann jedoch auch die sektorale Struktur der Volkswirtschaft betroffen sein. So haben wir jetzt mit zu großen Immobilien- und Bausektoren sowie aufgeblähten öffentlichen Sektoren zu tun. Und wir machen auch die Erfahrung, dass die Korrektur dieser Verzerrungen äußerst schmerzhaft sein kann.

Es gibt also genügend Grund zu der Annahme, dass Preisniveaustabilität keine hinreichende Bedingung für gesamtwirtschaftliche Stabilität ist. Bereits im Jahre 2003, also mehrere Jahre vor dem Ausbruch der jetzigen Krise, schrieb Laidler (2003, S. 20):

„One episode of serious financial instability occurring without a prior burst of general price inflation, such as that which preceded the Great Depression, might be written off as an anomaly, but, as was noted at the outset of this paper, we have seen too much of this recently not to take seriously the possibility that price stability alone is not a sufficient condition for more general stability.“

Die dargelegten Überlegungen zeigen, dass ein Inflationsziel Nebenwirkungen haben kann, die hohe volkswirtschaftliche Kosten verursachen. Damit ist aber noch nicht gesagt, womit es ersetzt werden kann. Viel spricht jedoch für einen Versuch, die Geldpolitik weniger prozyklisch oder sogar antizyklisch zu machen. Beispielsweise plädiert White (2009) für eine Politik der „vorsorglichen Restriktion“ (preemptive tightening) im Aufschwung als Gegenstück zur bereits betriebenen „vorsorglichen Lockerung“ (preemptive easing) im Abschwung. Es gibt jedoch auch skeptische Stimmen, die davor warnen neue Wege zu gehen, ohne dabei der Geldpolitik klare Regeln vorzugeben (Laidler (2003)).

Eine einfache Regel, die sozusagen automatisch ein gewisses antizyklisches Element enthält, ist die Vorgabe für die Geldpolitik, ein bestimmtes Wachstum des nominalen Sozialprodukts anzustreben. In diesem Fall wäre nicht „ P “ das Ziel sondern „ $Y \cdot P$ “. Auch diese Idee ist letztlich schon in der Zwischenkriegszeit geboren.

So leitete Hayek aus seiner Analyse ab, dass das Ziel der Preisniveaustabilität keine geeignete Richtgröße für die Geldpolitik sei, sondern, dass „Neutralität“ der Geldpolitik angestrebt werden sollte. Hierunter verstand er die Stabilisierung der monetären Nachfrage ($M \cdot v$).⁸

⁸ Hayek spricht sich zunächst für eine konstante Geldmenge aus. Für den Fall von Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit empfiehlt er eine reziproke An-

Präziser formuliert: Hayek sprach sich für ein Konstanthalten der monetären Nachfrage aus. Für die Geldpolitik bedeutet dies, dass die Geldmenge sich so entwickeln soll, dass Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit neutralisiert werden. Dies impliziert, dass das nominale Sozialprodukt konstant gehalten würde, da ja „ $M \cdot v$ “ per Definition nichts anderes ist als „ $Y \cdot P$ “.

Eine Regel für die Geldpolitik, die am nominalen Sozialprodukt ansetzt, ist auch später immer wieder vorgeschlagen worden. Bereits 1977 hat James Meade einen derartigen Vorschlag gemacht. Später hat Bennet McCallum diese Idee aufgegriffen und in Deutschland hat 1987 Carl Christian von Weizsäcker eine BIP-Regel für die Geldpolitik vorgeschlagen. Anders als bei Hayek haben diese Autoren allerdings in der Regel an eine positive Wachstumsrate für das nominale Sozialprodukt gedacht.⁹

Bei einem Ziel für das nominale Wachstum würde der prozyklische Effekt eines Inflationsziels vermieden. Bei starkem realem Wachstum müsste die Geldpolitik ausreichend restriktiv werden, um die Inflationsrate zu drücken – notfalls in den negativen Bereich. Umgekehrt müsste die Geldpolitik bei schwachem, evtl. sogar negativem Wachstum besonders expansiv sein, um eine überdurchschnittlich hohe Inflationsrate zu erreichen.

Ein nominales BIP-Ziel hat den großen Vorteil, dass es quasi automatisch eine Art „leaning against the wind“ bewirkt. Es führt dazu, dass Notenbanken auf reale Veränderungen reagieren, ohne direkt für realwirtschaftliche Variablen verantwortlich zu sein. Es ist, wie der Name schon sagt, ein rein nominales Ziel – genau wie ein Inflationsziel oder ein Geldmengenziel. In den Worten *McCallums* (2011):

„To focus on nominal GDP growth is only one way of taking into account both inflation and real output considerations, but it is a simple, clean way of doing so. It also has the desirable feature that it gives the central bank an objective that is expressed entirely in nominal (i. e., monetary) terms.“

Der größte Nachteil eines nominalen BIP-Ziels besteht in der praktischen Umsetzung.¹⁰ Das nominale BIP kann nicht direkt gesteuert werden und verlässliche BIP-Daten sind erst mit erheblicher Zeitverzögerung vorhanden. Zielverfehlungen sind damit vorprogrammiert.

passung der Geldmenge. Siehe *Hayek* (1935), S. 123–4. Zur Idee eines neutralen Geldes siehe auch *Neldner* (1992).

⁹ Siehe *Meade* (1977), *McCallum* (2011) und die dort angegebene Literatur sowie von *Weizsäcker* (1987).

¹⁰ Siehe hierzu z. B. *Görgens/Ruckriegel/Seitz* (2008), S. 143–145.

Allerdings lassen sich ähnliche Argumente gegen ein Inflationsziel vorbringen.¹¹ Dies hat aber eine Vielzahl von Notenbanken nicht daran gehindert, ein solches Ziel zu verfolgen.

Auch würde sich durch die Einführung eines BIP-Ziels für die praktische Geldpolitik vermutlich nicht viel ändern. Genauso wie die EZB beispielsweise zu Beginn der Währungsunion eine konkrete Zielrate für das Ziel Preisniveaustabilität festlegen musste, hätte sie bei dem neuen Ziel die Aufgabe, eine bestimmte Rate für das nominale BIP-Wachstum vorzugeben. Zur Erreichung dieses Ziels könnte sie auf die 2-Säulen Strategie zurückgreifen, die aus der monetären und ökonomischen Säule besteht. Das wichtigste geldpolitische Instrument könnte weiterhin ein kurzfristiger Zinssatz bleiben.

Ein Ziel für das nominale Wachstum lässt sich auch als eine Art Taylor-Regel interpretieren. Taylor-Regeln sind Verfechtern eines strengen Anti-Inflationskurses suspekt, da sie auch eine Reaktion der Geldpolitik auf die reale Entwicklung erfordern. Man kann die Taylor-Regel aber auch als eine einfache Regel zur Umsetzung eines nominalen Wachstumsziels interpretieren.

Dies wird ersichtlich, wenn die ursprüngliche Taylor-Gleichung¹²

$$(2) \quad i = r^* + \pi + \frac{1}{2}(\pi - \pi^*) + \frac{1}{2}(q - q^*)$$

(i : Nominalzinssatz, r^* : gleichgewichtiger Realzinssatz, π bzw. π^* : Inflation bzw. Inflationsziel, q bzw. q^* : tatsächliches reales Wachstum bzw. Trend (oder Potentialwachstum))

umgeformt wird zu

$$(3) \quad i = r^* + \pi + \frac{1}{2}(\pi + q) - \frac{1}{2}(\pi^* + q^*).$$

Die Summe ($\pi^* + q^*$) entspricht dem Zielwert für das nominale Wachstum und ($\pi + q$) ist die tatsächliche Wachstumsrate. In Worte gefasst besagt die umgeformte Taylor-Regel:

„Erhöhe den Zinssatz über den langfristigen Gleichgewichtswert, wenn das tatsächliche nominale Wachstum höher ist als der Zielwert und verringere ihn, wenn es kleiner ist als der Zielwert.“

¹¹ Hierauf verweist auch *Illing* (1997), S. 19, der die Vor- und Nachteile einer ganzen Reihe von monetären Zielgrößen zusammenfasst.

¹² Siehe *Taylor* (1993). In der ursprünglichen Formulierung von Taylor werden für π^* und r^* die Werte von 2% verwendet.

Eine solche Regel für das nominale Wachstum impliziert auch einen Zielwert für den langfristigen Durchschnitt der Inflationsrate. Allerdings wird bei Befolgung dieser Regel toleriert, dass die Inflationsrate temporär höher liegt als der Zielwert (oder auch niedriger). Langfristig kann es jedoch dann zu einer höheren Inflation kommen, wenn das langfristige gleichgewichtige Wachstum q^* überschätzt wird. Diese Gefahr ließe sich jedoch durch periodische Anpassungen des Wertes von q^* begrenzen.¹³

Zusammengefasst lässt sich sagen, dass der große Vorteil eines nominalen Wachstumsziels darin besteht, dass es anders als ein Inflationsziel, nicht prozyklisch wirkt. Ein starker realer Aufschwung wird nicht noch durch eine relativ starke monetäre Expansion befeuert und eine rezessive Entwicklung wird nicht durch eine zurückhaltende Politik verstärkt. Das Erreichen eines solchen Ziels gestaltet sich jedoch vermutlich noch schwerer als das Erreichen eines Inflationsziels.

III. Erweiterter Zugang zu Zentralbankkredit für Nichtbanken

Bei der Idee, den Zugang zu Notenbankkredit auch verstärkt für die Nichtbanken zu öffnen, handelt es sich historisch gesehen um einen „alten Hut“. Die Notenausgabe war zunächst Teil des normalen Bankgeschäfts. Nach und nach wurde die Ausgabe von Banknoten dann das Privileg einer einzelnen Bank (die aber ansonsten „normales“ Bankgeschäft betrieb). Als klassisches Beispiel hierfür kann die Bank von England gelten, die organisatorisch eingeteilt war in ein Currency Department und ein Banking Department.¹⁴

Nach und nach haben die Banken, die das Notenausgabeprivileg besaßen, dann neue Aufgaben übernommen (*Goodhart (1990)*):

- Lender-of-last-resort-Funktion,
- Verwaltung der Währungsreserven,
- Bankenaufsicht,

¹³ von *Weizsäcker (1987)* plädiert hingegen dafür, die nominale Wachstumsrate einmalig festzulegen und nicht anzupassen.

¹⁴ Locus classicus zur Bank von England ist *Bagehot (1873)*. Eine historische Übersicht über Aufbau und Funktion verschiedener Notenbanken findet sich in *Goodhart (1990)*.

- Sicherung eines funktionsfähigen Zahlungsverkehrs,
- Makro-Management.¹⁵

Über einen langen Zeitraum hinweg wurde aber das „normale“ Bankgeschäft von den Notenbanken weiter betrieben. Als Beispiel hierfür können die deutschen Notenbanken von der Reichsbank bis zur Bundesbank dienen. Bei diesen Banken ist der Anteil privater Wechsel an den Krediten an Kreditinstitute zwar geschrumpft, betrug aber 1996 immer noch 27,09 %.

Tabelle 1
**Anteil des Wechselgeschäfts deutscher Notenbanken
an den gesamten Aktiva¹⁶**

	Anteil der Wechsel an den gesamten Aktiva	Anteil der Wechsel an den Krediten an Kreditinstitute
1876	44,60 %	88,17 %
1913	40,10 %	94,07 %
1950	32,00 %	76,03 %
1970	23,30 %	91,02 %
1996	17,60 %	27,09 %

Heute ist das Wechselgeschäft verschwunden. Es werden jedoch noch bestimmte „sichere“ Papiere privater Emittenten als Sicherheiten akzeptiert. Allerdings handelt es sich dabei vielfach um staatlich garantierte Papiere.

Insgesamt kann man sagen, dass die Notenbanken zunehmend hoheitliche Funktionen übernommen und das normale Bankgeschäft zurückgefahren haben. Das Bankgeschäft wurde weitgehend in einen Verwaltungsakt umgewandelt. Die moderne Art der Liquiditätszufuhr besteht

¹⁵ Hierzu können Inflationsziele, Beschäftigungsziele oder Wachstumsziele gehören. Gegenwärtig überwiegen Inflationsziele. In den 60er und 70er Jahren wurde die wesentliche Aufgabe der Geldpolitik jedoch vielfach darin gesehen, die Fiskalpolitik bei der aktiven Steuerung der Konjunktur zu unterstützen. Auch heute gibt etwa der Federal Reserve Act der amerikanischen Notenbank ein Doppelziel („dual mandate“) vor: „stabile Preise“ und „maximale Beschäftigung“.

¹⁶ Quellen: *Deutsche Bundesbank* (1997), (1988), (1976) und eigene Berechnungen.

darin, Kredite zu vergeben, die durch angeblich „risikolose“ Aktiva (mit Bestnoten von den Ratingagenturen) besichert werden bzw. durch den Ankauf solcher Aktiva. Damit sind die Notenbanken immer mehr zu Behörden geworden, die mit der Einschätzung von Kreditrisiken nichts mehr zu tun haben.

Der vermeintliche Vorteil dieser Entwicklung besteht darin, dass die Notenbanken nicht mehr mit den Geschäftsbanken konkurrieren und die Allokation des Kapitals dem Markt überlassen bleibt. Die Idee einer Notenbank, die sozusagen über den Dingen schwebt und nur den risikolosen Zins beeinflusst, hat sich jedoch als Schimäre erwiesen. Drastischere Eingriffe in die Allokation des Kapitals als in der jetzigen Krise stattfinden, kann man sich kaum vorstellen.

Gleichzeitig werden die Nachteile klar. Die Notenbanken haben sich vom Markt entfernt. In einer Zeit, in der die Geschäftsbanken ihre Bilanzen schrumpfen (müssen) und Kredit nur widerwillig anbieten, können die Notenbanken nicht in die Bresche springen, weil ihnen das Know-how für ein breit gefächertes Kreditangebot an den Privatsektor fehlt. Auf dieses Problem hat jüngst auch EZB-Präsident Mario Draghi hingewiesen. Darauf Bezug nehmend, dass die Kapitalmärkte für Unternehmensanleihen in Europa nicht so entwickelt sind wie etwa in den Vereinigten Staaten, merkt er an (*Draghi (2013)*):

„In the euro area, the capital market is much smaller, and a central bank that wished to intervene would have to purchase from the banking system the loans the latter had made to the economy, for which there is only a very limited market. This would be a very complex undertaking, even without taking into account the institutional context which would necessarily involve intervention in 17 countries.“

Zur Ankurbelung des Kreditangebots verbleibt dem Eurosystem damit allein, den Banken Kredite fast zum Nulltarif anzubieten. Diese Kredite werden besichert durch Staatsanleihen, die zum Teil einen Schrott-Status haben, durch Pfandbriefe, durch nicht-garantierte Bankschuldverschreibungen und zu einem gewissen Teil auch durch Forderungen der Banken an private Nichtbanken.¹⁷ Daneben hat das Eurosystem auch staatliche Anleihen direkt angekauft.

Die reichliche Kreditversorgung hat zwar den Systemzusammenbruch verhindert. Der erwünschte Ankurbelungseffekt wurde jedoch nur unzu-

¹⁷ In Deutschland handelt es sich dabei um Blue Chips (z.B. Deutsche Post, Deutsche Lufthansa oder ThyssenKrupp). Im Falle Griechenlands zählen zu den beleihbaren Titeln allein staatliche Schuldtitel.

reichend erreicht, da die Banken einen großen Teil der Liquidität einfach im Eurosystem „parken“.¹⁸

Wenn die Notenbanken sicher gehen wollen, dass ihre geldpolitischen Impulse im Krisenfall nicht im Bankensystem versickern, dann müssen sie in der Lage sein, dem Privatsektor direkt oder indirekt Kredit zu geben.¹⁹ Damit würde auch eine Privilegierung des Bankensektors beendet, die spätestens seit der Krise kaum zu verantworten ist. Erste Überlegungen der EZB in dieser Richtung scheint es zu geben. So wird laut Presseberichten überlegt, verbrieftete Unternehmenskredite anzukaufen (*Welter/Ruhkamp* (2013)).

Der Vorteil einer solchen Umorientierung der Geldpolitik bestünde darin, dass die Geldpolitik das Kreditangebot an die Nichtbanken sehr viel direkter beeinflussen könnte. Dies ist vor allem in Krisensituationen wichtig. Nachteilig ist, dass sich möglicherweise das Risiko der Aktiva der Notenbanken erhöht. Dabei ist allerdings zu bedenken, dass es auch unter der jetzigen Vorgehensweise eine Verschlechterung der Qualität der angekauften oder beliehenen Wertpapiere gegeben hat. Weiterhin besteht in der Eurozone das Problem, dass die Kapitalmärkte zum Teil noch große Unterschiede aufweisen. Schließlich kann als möglicher Nachteil auch gelten, dass eine solche Politik eine beachtliche Vergrößerung der Notenbanken, vor allem in personeller Hinsicht, notwendig machen würde.

IV. Keine Monetarisierung der Staatsschuld

Jeder kennt die klassische Funktion der Notenbanken als „lender of last resort“ (Kreditgeber der letzten Instanz) für die Geschäftsbanken. In der Krise hat es jedoch eine Ausweitung dieser Funktion gegeben. Die Geschäftsbanken fungieren zum Teil als „lender of last resort“ der Staaten und es ist zumindest nicht auszuschließen, dass die Staaten ihrerseits als „lender of last resort“ für die Notenbanken einspringen müssen. Damit ergibt sich ein Trio, das sich gegenseitig am Schopf aus dem Sumpf ziehen muss (siehe Abb. 3).

¹⁸ Die durchschnittlichen Einlagen der Kreditinstitute beim Eurosystem lagen im 1. Halbjahr 2007 bei 183 Mrd. EUR. Im 2. Halbjahr 2012 lag dieser Wert bei über einer Billion EUR (Quelle: EZB und eigene Berechnungen).

¹⁹ Dies steht nicht im Widerspruch zur These von *Goodhart* (1990), dass es ein wichtiger und notwendiger Schritt war, die Notenbanken zu öffentlichen Institutionen zu machen, die nicht dem Gewinnmaximierungsziel verpflichtet sind.

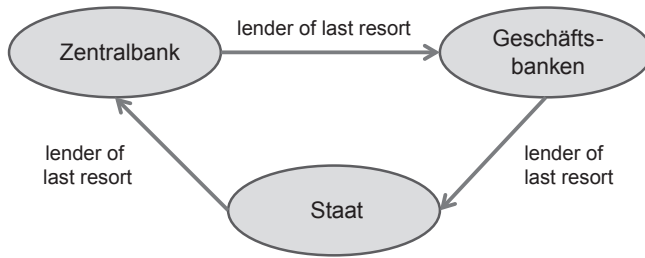


Abbildung 3: Das „unheilige Dreieck“

Die „lender of last resort“ Funktion der Notenbanken muss nicht weiter erläutert werden. In Europa haben wir jetzt zusätzlich den Bankensektor als lender of last resort der Staaten kennen gelernt. Dabei spielt allerdings das Eurosystem eine gewichtige Rolle. Seine Bereitschaft, Staatsschuldtitle als Sicherheiten zu akzeptieren, auch wenn sie Schrott-Status besitzen, führt dazu, dass die Banken bereitwillig Kredite an die Staaten vergeben. Ironischerweise wird damit das Eurosystem wiederum zu einem Kandidaten, der möglicherweise in der Zukunft auf Hilfe der Regierungen angewiesen ist. Zwar können Notenbanken technisch gesehen jederzeit einen Bankrott vermeiden und alle ihre Schulden bedienen. Aber wenn sie große Verluste auf der Aktivseite hinnehmen müssen, könnte die Vermeidung eines Bankrotts nur um den Preis einer hohen Inflation möglich sein. In solch einem Fall könnte eine Inflation vermieden werden, wenn die Regierungen die Verluste der Notenbanken ausgleichen würden – sprich: Wenn sie als „lender of last resort“ der Notenbanken auftreten (Butter (2008)).

Damit gleicht die Sicherheit des Systems einem Zirkelschluss: Die Staaten werden durch die Banken gestützt, die Banken werden durch die Notenbanken gestützt und die Notenbanken wiederum durch die Staaten.

Im Prinzip lässt sich dieser Zirkel durchbrechen, wenn die Notenbanken nur Staatsschuldtitle erster Güte kaufen und/oder beleihen. Diesen Fall hatten vermutlich auch die Architekten der EWU im Auge. Die Vorstellung, man könne mitten in der Krise Länder mit abnehmender Bonität vom Notenbankkredit ausschließen, hat sich jedoch als unrealistisch erwiesen. Denn damit würden wiederum auch die Geschäftsbanken in anderen Ländern der Eurozone betroffen – mit unabsehbaren Folgen für die Gesamtwirtschaft. Wenn also die Notenbanken nicht zum „lender of last resort“ für Regierungen werden wollen, dann sollten sie völlig auf die Vergabe von Staatskrediten verzichten. Ein solcher Verzicht müsste

nicht nur beinhalten, dass keine Staatschuldtitel mehr angekauft werden, sondern auch, dass keine Staatschuldtitel mehr als Sicherheiten akzeptiert werden. Nur so kann eine vollständige Trennung der Geldversorgung vom Staatskredit erreicht werden.

Dieser Schritt setzt voraus, dass die Notenbanken bereits in der Lage sind, an Private Kredite zu vergeben (oder private Schuldtitel vermehrt als Sicherheiten zu akzeptieren). Er würde dazu führen, dass die Notenbanken wieder stärker mit Geschäftsbanken konkurrieren. Da die Notenbanken gleichzeitig in der Bankenaufsicht involviert sind, kann dies als Nachteil eines solchen Schritts angesehen werden.

V. Schlussbemerkung

Der vorliegende Drei-Punkte-Plan verlangt den politischen Entscheidungsträgern einiges ab. Zu seiner Verwirklichung muss die Geldpolitik noch sehr viel mehr von der Finanzierung staatlicher Defizite getrennt werden, als es zur Zeit der Fall ist. Selbst wenn die Politik sich hierzu entschließen sollte, wäre die Umsetzung noch eine enorme Herausforderung für die Notenbanken. So müsste ein institutioneller Umbau erfolgen, der die Notenbanken wieder mehr in Banken verwandelt und sie befähigt, Kredite an den privaten Sektor zu vergeben, etwa in der Form von Wechselkrediten oder durch den Ankauf verbriefter Bankforderungen.

Eine besondere Herausforderung stellt das nominale Wachstumsziel dar. Ein solches Ziel zu formulieren ist eine Sache, es auch zu erreichen eine andere. Aber dieses Problem gibt es auch bei einem Inflationsziel. Deshalb sollte nicht darauf verzichtet werden, der Geldpolitik ein volkswirtschaftlich sinnvolles Ziel zu geben – auch wenn dieses nur schwer zu erreichen ist und damit Fehler vorprogrammiert sind.

Vor rund 80 Jahren hat Ralph Hawtrey seine Betrachtungen über die Geldpolitik unter dem schönen Titel „The Art of Central Banking“ veröffentlicht (*Hawtrey (1932)*). Seitdem hat es vielfältige Versuche gegeben, die Geldpolitik zu „verwissenschaftlichen“. Dies ist jedoch nur unzureichend geglückt und so gilt, dass die Geldpolitik bis zu einem gewissen Grad eine Kunst geblieben ist. Hieran wird sich auf absehbare Zeit nichts ändern.

Literatur

- Bagehot*, W. (1873): *Lombard Street. A description of the money market*, London 1873³.
- Bordo*, M. D./*Filardo* A. (2005): Deflation in a historical perspective, paper presented in the BIS conference on „Understanding low inflation and deflation“, BIS Working Papers No. 186, November.
- Buiter*, W. (2008): Can central banks go broke? CEPR Policy Insight No. 24, 2008.
- Deutsche Bundesbank* (1997): *Geschäftsbericht 1996*, Frankfurt am Main.
- (1988): *40 Jahre Deutsche Mark. Monetäre Statistiken 1948–1987*, Frankfurt am Main.
 - (Hrsg.) (1976): *Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876–1975*, Frankfurt am Main.
- Draghi*, M. (2013): The euro, monetary policy and reforms. Speech by Mario Draghi, President of the ECB, on receiving an honorary degree in political science, LUISS „Guido Carli“ University, Rome, 6 May 2013.
- Europäische Zentralbank* (2012a): Eligibility of bonds issued or guaranteed by the Greek government in Eurosystem credit operations. Press release 8 March 2012.
- (2012b): Eligibility of Greek bonds used as collateral in Eurosystem monetary policy operations. Press release 28 February 2012.
- Friedman*, M./*Schwartz* A. J. (1963): *A monetary history of the United States, 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Goodhart*, C. (1990): *The Evolution of Central Banks* (2. Auflage), Cambridge/Mass., London: MIT Press.
- Görgens*, E./*Ruckriegel*, K./*Seitz*, F. (2008): *Europäische Geldpolitik: Theorie – Empirie – Praxis*, Stuttgart (5. Aufl.).
- Haberler*, G. (1937): *Prosperity and depression*, League of Nations.
- Hawtrey*, R. G. (1932): *The art of central banking*, London: Longman Group.
- Hayek*, F. A. (1935): *Prices and production*, London: Routledge.
- Illing*, G. (1997): *Theorie der Geldpolitik. Eine spieltheoretische Einführung*, Berlin.
- Internationaler Währungsfonds* (2013): *World Economic Outlook Database*, April.
- (2003): Deflation: determinants, risks, and policy options – Findings of an inter-departmental task force, approved by Kenneth Rogoff, Washington D.C., 30. April 2003.
- Laidler*, D. (2003): The price level, relative prices and economic stability: aspects of the interwar debate, BIS Working Papers No. 136, September.
- (1999): *Fabricating the Keynesian revolution. Studies of the inter-war literature on money, the cycle, and unemployment*, Cambridge/Mass.: Cambridge University Press.

- McCallum*, B. (2011): Nominal GDP targeting, Shadow Open Market Committee, October 21, 2011.
- Meade*, J. E. (1977): The meaning of internal balance, Nobel prize lecture 1977.
- Neldner*, M. (1992): Neutrales Geld als theoretische Vorstellung und wirtschafts-politische Norm, *Wirtschaftswissenschaftliches Studium: Wist*; 21, S. 14–20.
- Taylor*, J. B. (2012): Monetary policy rules work and discretion doesn't: A tale of two eras, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 44, No. 6, September, S. 1017–1032.
- (1993): Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39, December, 195–214.
- Weidmann*, J. (2012): Lessons from the crisis for monetary policy and financial market regulation. Keynote speech by Dr Jens Weidmann, President of the Deutsche Bundesbank, at the Frankfurt Finance Summit, Frankfurt am Main, 20 March.
- Weizsäcker*, C. C. von (1987): BIP statt Geldmenge, in: *Wirtschaftswoche*, Nr. 27 vom 26.6.1987, S. 76 ff.
- Welter*, P./*Ruhkamp*, S. (2013): EZB-Kauf von Firmenkrediten. Schäuble warnt vor Staatsfinanzierung, *FAZnet*, 12.05.2013. <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/ezb-kauf-von-firmenkrediten-schaeuble-warnt-vor-staatsfinanzierung-12180591.html>.
- White*, W. R. (2009): Should monetary policy „lean or clean“?, Federal Reserve Bank of Dallas, Working Paper No. 34, August.
- (2006): Is price stability enough?, BIS Working Papers No. 205, April.