

Egon Görgens
Karlheinz Ruckriegel
Franz Seitz

Europäische Geldpolitik

6. Auflage

erscheint am
20. Nov.
2013

UVK
Lucius

UTB

Für

Britta und Lutz (E. G.),

Christian und Eva-Regina (K. R.),

Sebastian, Sofia und Konstantin (F. S.)

Egon Görgens,
Karlheinz Ruckriegel,
Franz Seitz

Europäische Geldpolitik

Theorie, Empirie und Praxis

6., vollständig neu bearbeitete Auflage

mit einem Geleitwort von Joachim Nagel



mit Leseprobe:
**Quo vadis,
Europäische
Währungsunion?**

UVK Verlagsgesellschaft mbH · Konstanz
mit UVK/Lucius · München



**WISU-Texte sind die Lehrbuchreihe
der Zeitschrift WISU – DAS WIRTSCHAFTSSTUDIUM
(www.wisu.de)**

Prof. Dr. Egon Görgens lehrte an der Universität Bayreuth. **Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel** lehrt an der Technischen Hochschule Nürnberg Georg Simon Ohm und **Prof. Dr. Franz Seitz** an der Technischen Hochschule Weiden und der WSB Poznan (Polen).

Online-Angebote oder elektronische Ausgaben sind erhältlich unter
www.utb-shop.de.

Bibliografische Information der Deutschen Bibliothek
Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<<http://dnb.ddb.de>> abrufbar.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt.
Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne
Zustimmung des Verlages unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für
Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und
Verarbeitung in elektronischen Systemen.

© UVK Verlagsgesellschaft mbH, Konstanz und München 2014

Lektorat: Rainer Berger
Gestaltung: Claudia Rupp, Stuttgart
Einbandgestaltung: Atelier Reichert, Stuttgart
Einbandmotiv: istockphoto.com, Frank Ramspott
Druck und Bindung: fgb · freiburger graphische betriebe, Freiburg

UVK Verlagsgesellschaft mbH
Schützenstraße 24 · 78462 Konstanz
Tel. 07531-9053-0 · Fax 07531-9053-98
www.uvk.de

UTB-Nr. 8285

ISBN 978-3-8252-8555-5

Einführung: Problemstellung und Überblick

Das vorliegende Lehrbuch versucht, auf konsequente Weise, die seit 1999 beobachtbaren Neuerungen auf dem Gebiet der europäischen Geldpolitik herauszuarbeiten und mit traditionellen Einsichten zu kombinieren. So erfolgt die Diskussion der angemessenen geldpolitischen Strategie und des monetären Transmissionsprozesses vor dem Hintergrund bekannter Alternativen, aber unter Berücksichtigung der veränderten Rahmenbedingungen. Dies gilt insbesondere für die Auswirkungen der Finanz- und Staatsschuldenkrise, die das Eurosystem (und andere Zentralbanken) vor bislang nicht bekannte Herausforderungen stellt(e).

Kapitel I liefert einen Überblick über den „Weg zur Währungsunion“. Sodann wird dargelegt, warum die Währungsunion zunächst mit 11 Ländern begann. In diesem Zusammenhang wird auch näher auf die Beitrittsbedingungen, die sog. Konvergenzkriterien und ihre „Umsetzung“ in Rahmen der bereits erfolgten Konvergenzprüfungen eingegangen. Angesichts der gravierenden Probleme im Gefolge der Immobilien-, Banken-, Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise(n) der letzten Jahre und den Problemen in einzelnen Ländern wird abschließend die Frage nach dem zukünftigen Weg der Europäischen Währungsunion aufgeworfen.

Kapitel II behandelt den institutionellen Rahmen, in dem die einheitliche Geldpolitik operiert. Als erstes wird der Frage nachgegangen, weshalb es staatlicher Zentralbanken bedarf. Im Mittelpunkt dieses Kapitels stehen der Aufbau und die Aufgaben des Eurosystems sowie die Analyse des Unabhängigkeitsaspektes. Für die Frage der Erwartungsbildung entscheidende institutionelle Bedingungen werden vor allem auch im Vergleich zum US-amerikanischen Federal Reserve System herausgearbeitet.

Vor dem Hintergrund verschiedener Ebenen der Geldpolitik werden im zweiten Abschnitt von **Kapitel III** geldpolitische Strategien und deren Adäquanz für das Eurosystem diskutiert. Unter einer geldpolitischen Strategie versteht man das konzeptionelle Grundgerüst der Geldpolitik zur Erreichung der jeweiligen Ziele. Neben traditionellen zweistufigen Strategien wie etwa die Orientierung an der Geldmengenentwicklung werden beispielsweise auch die Strategie direkter Inflationssteuerung und ein sog. Multi-Indikatoren-Ansatz nach dem Vorbild des Federal Reserve Systems analysiert. Und letztlich erfolgt eine Analyse der vom Eurosystem eingeschlagenen Zwei-Säulen-Strategie vor dem Hintergrund der Argumente für oder gegen die verschiedenen Alternativen und der spezifischen Bedingungen in der EWU.

Abschnitt 3 setzt sich mit dem geldpolitischen Instrumentarium des Eurosystems auseinander. Damit eine Zentralbank den Tagesgeldsatz kontrollieren kann, muss eine ausreichende Nachfrage nach Guthaben bei der Zentralbank bestehen. Diese Nachfrage kann entweder durch eine mindestreservebedingte Zwangsnachfrage oder/und durch eine freiwillige Nachfrage für Zwecke des Zahlungsverkehrs (sog. Working Balances) erzeugt werden. Im Eurosystem bindet die Mindestreserve. Die Mindestreserve stabilisiert zum anderen durch ihre Ausgestaltung den Tagesgeldsatz. Im Rahmen der Refinanzierung der Kreditinstitute beim Eurosystem kommt mittlerweile – als Folge krisenbedingter Maßnahmen des Eurosystems – den längerfristigen Refinanzierungs-

instrumenten das größte Gewicht zu, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte haben hingegen deutlich an Bedeutung verloren. Die einzelnen Instrumente werden charakterisiert, und ihre Wirkungsweise wird anhand der konsolidierten Bilanz, dem „Ausweis“ des Eurosystems, herausgearbeitet.

Das entscheidende Operationsfeld der Geldpolitik ist der Geldmarkt. Bis zum Konkurs von Lehman im September 2008 stellte der Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft den Leitzinssatz für den Zins für Tagesgeld dar, seitdem wurde er vom Zinssatz für die Einlagefazilität abgelöst. Als Monopolanbieter von Zentralbankgeld kann das Eurosystem entweder den Preis (Zins) oder die Menge (Geldbasis) steuern, wobei das Eurosystem – wie weltweit alle maßgebenden Zentralbanken – am Preis (Tagesgeldzins) ansetzt. Die Geldbasis ist also – im Gegensatz zu häufig in der Literatur vorfindbaren Darstellungen – eine endogene Größe. Abschnitt 4 arbeitet vor dem Hintergrund der „Endogenität des Geldes“ die Vorteilhaftigkeit einer solchen Preis(Zins-)steuerung heraus und zeigt die Art und Weise, wie diese technisch umgesetzt wird. Der Tagesgeldsatz, der im Konzept des Eurosystems als operatives Ziel fungiert, stellt dann den Ausgangspunkt für den monetären Transmissionsprozess dar.

Gegenstand dieses Transmissionsprozesses ist, wie die geldpolitischen Impulse von einer Änderung der Notenbankzinsen zu den gesamtwirtschaftlichen Endzielen übertragen werden. Er wird im **Kapitel IV** behandelt. Dabei muss vor allem auf die Frage eingegangen werden, welche – unter Umständen unterschiedlichen – nationalen Effekte eine einheitliche Geldpolitik auslöst und welche Übertragungskanäle in der Währungsunion eine stärkere bzw. schwächere Bedeutung haben werden. So leuchtet es unmittelbar ein, dass Wechselkursänderungen aufgrund des geringen Offenheitsgrades des Euro-Währungsgebietes nun eine geringere Rolle spielen. Auf der anderen Seite gibt es einige Argumente für eine zunehmende Relevanz eines erwartungsinduzierten Transmissionsprozesses und für eine mögliche Neueinschätzung des Kreditkanals. Darüber hinaus wird die Rolle von Unsicherheit, Risiko und Transparenz thematisiert. Neben der theoretischen Diskussion wird auch der mittlerweile recht umfangreichen empirischen Literatur zum monetären Transmissionsprozess Rechnung getragen. Erörtert werden auch Entwicklungen wie die „Sondermaßnahmen“ der EZB, die sie wegen der Beeinträchtigungen des monetären Transmissionsmechanismus infolge der jüngsten Krisen ergriffen hat.

Schließlich ist **Kapitel V** möglichen Störpotenzialen für die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems gewidmet. Der erste Abschnitt beschäftigt sich mit den Wechselwirkungen zwischen Geld- und Finanzpolitik. Dabei werden die theoretischen Zusammenhänge vor dem Hintergrund der Vorschriften des EU-Vertrages und des Stabilitäts- und Wachstumspaktes diskutiert. Diese versuchen, das traditionelle Konfliktpotenzial zu entschärfen. Ausführlich eingegangen wird auch auf die zeitweiligen selektiven Käufe von Staatsanleihen durch die EZB, zu denen sie sich wegen der Folgen von teilweise massiven Verletzungen der vertraglichen Schuldenbegrenzungen in einzelnen Mitgliedsländern gezwungen sah. Nichtsdestotrotz verbleiben Probleme unkoordinierter Geld- und Fiskalpolitiken, die letztlich in den Anreizen bestehen, sich der Staatsschuldenlast durch Inflationierung zu entledigen.

Des Weiteren muss auch die ebenfalls in nationalen Händen verbleibende Lohnpolitik die durch die Währungsunion veränderten Bedingungen beachten (Abschnitt 2). Tut sie dies nicht, sind von dieser Seite ebenfalls Probleme für die einheitliche Geldpolitik vorherbestimmt. Durch die einheitliche Geldpolitik und die gemeinsame Währung besteht keine Möglichkeit mehr, sich durch nationale Geldpolitik oder durch Abwertungen innerhalb des EWU-Raumes einen nationalen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Dementsprechend kommt der Berücksichtigung der jeweiligen Produktivitätsentwicklung bei den Lohnverhandlungen für die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt, speziell den weiteren Fortgang der Arbeitslosigkeit, verstärkte Bedeutung zu. Da diese Zusammenhänge in nicht wenigen Mitgliedsländern missachtet wurden, wurden in den letzten Jahren verstärkt Forderungen nach – eigentlich im EU-Vertrag nicht vorgesehenen – Transferleistungen laut.

Als letzter Problembereich ist auf die Interaktion zwischen Geld- und Wechselkurspolitik einzugehen (Abschnitt 3). Letztere liegt in Händen des Ecofin-Rates, an dessen Vorgaben sich das Eurosystem zu orientieren hat. Sollte dieser über ein Wechselkurssystem einen förmlichen Beschluss fassen oder Wechselkurszielzonen einführen, könnte eine stabilitätsorientierte Geldpolitik über die dadurch ausgelösten Devisenmarktinterventionen beeinträchtigt werden. Diese Problematik wurde bei der Gestaltung der Wechselkursbeziehungen zwischen den Euro-Ländern und den nicht an der EWU teilnehmenden EU-Ländern, dem sog. WKM II (EWS II), von vorneherein entschärft.

Die getroffene inhaltliche Auswahl deckt unseres Erachtens den Kernbereich der Europäischen Geldpolitik ab. Bei einem Lehrbuch, das ein Projekt zum Thema hat, das noch keine lange Historie aufweist und von einer dynamischen Entwicklung gekennzeichnet ist, besteht automatisch die Gefahr, dass man von den aktuellen Ereignissen „überholt“ wird. Deshalb haben wir versucht, über die Angabe einiger Internet-Seiten dem Leser die Möglichkeit zu bieten, sich aktuell über die Währungsunion und den Euro zu informieren.

Jeder Abschnitt endet mit Übungsaufgaben zum Text, deren Beantwortung online unter www.europa-geldpolitik.de erfolgt, und einer kommentierten weiterführenden Literaturliste zu ausgewählten Aspekten. Am Ende des Buches haben wir zusätzlich noch ein ausführliches Literaturverzeichnis aufgenommen. Um dem interessierten Leser die Literaturbeschaffung zu erleichtern, verweisen wir dabei – wenn möglich – auf Internet-Adressen, unter denen die angegebenen Quellen abgerufen werden können. Ebenfalls aus didaktischen Gründen haben wir versucht, den Text nicht zu überfrachten, damit der „rote Faden“ nicht verloren geht. So finden sich in den einzelnen Kapiteln mehrere Boxen, die einen Begriff näher erklären, einen Gedankengang vertiefen oder auch ein spezielles Problem ausführlicher beleuchten. Daneben haben wir uns zum Ziel gesetzt, theoretische Aussagen mit aktuellen Entwicklungen und Daten zu kombinieren. Dies spiegelt sich in einer Vielzahl von empirisch orientierten Schaubildern und Tabellen wider. Ein Glossarium wichtiger geldpolitischer Begriffe und eine Landkarte mit den EU- und EWU-Ländern runden das Buch ab.

Geleitwort

zur 6. Auflage „Europäische Geldpolitik“ von Dr. Joachim Nagel

Das vorliegende Standardlehrbuch zur europäischen Geldpolitik von Egon Görgens, Karlheinz Ruckriegel und Franz Seitz ist aktuell in seiner sechsten Auflage erschienen. Die erste Auflage erlebte der „Görgens/Ruckriegel/Seitz“ 1999, im Jahr der Einführung des Euro. Seither hat dieses Werk in seinen Auflagen fünfzehn Jahre einheitlicher Geldpolitik begleitet, in Lehre und Forschung ebenso wie in der praktischen Ausbildung und Zentralbankpolitik. Und man kann sagen: in guten wie in schwierigen Jahren.

Die ersten fünf Auflagen des Görgens/Ruckriegel/Seitz erschienen bis 2008 praktisch im Zwei-Jahres-Rhythmus. In diesen Jahren von 1999 bis 2007/2008 waren der Euro und die einheitliche Geldpolitik von starker Konvergenz der europäischen Finanzmärkte und später einheitlichen Risikoprämien der Mitgliedsländer geprägt. Man könnte diese Phase des faktischen Ausblendens nationaler Unterschiede in den Risikoprämien auch als „Euro-Honeymoon“ bezeichnen. Im September 2008 aber löste der Zusammenbruch der Investmentbank Lehman Brothers heftige Turbulenzen und einen scharfen realwirtschaftlichen Abschwung aus. Die Banken- und Finanzmarktkrise stellte weltweit Politik und Zentralbanken vor große Herausforderungen. Im Spätherbst 2009 rückte dann die Verschuldung in mehreren Eurozonenländern in den Fokus. Die Zukunft der gemeinsamen Währung in ihrem bisherigen Zuschnitt wurde in Frage gestellt, bis sich die Lage 2013 etwas beruhigte – auch durch massive Zentralbankmaßnahmen. Doch noch kann die Finanzkrise nicht als überwunden gelten. Die vorliegende sechste Auflage des Görgens/Ruckriegel/Seitz kann deshalb die Erfahrungen der Finanzkrise noch nicht abschließend bearbeiten, das wird späteren Auflagen vorbehalten bleiben. Gleichwohl bietet diese Auflage der „Europäischen Geldpolitik“ eine bewährte Übersicht über das bisweilen schwer zu durchschauende Projekt Europa, die Grundlagen und Besonderheiten der gemeinsamen Geldpolitik des Eurosystems – sowie die dramatischen Entwicklungen in der Krise seit 2007/2008.

Die Einführung einer gemeinsamen Währung für inzwischen 17, ab dem 1. Januar 2014 18, Länder der Europäischen Union war ein mutiger und großer Schritt in der Integrationsgeschichte Europas. Die Geldpolitik wurde vereinheitlicht, die Fiskalpolitik blieb in nationaler Verantwortung. Hier sollte der Stabilitäts- und Wachstumspakt für solide öffentliche Haushalte und nachhaltiges Wachstum sorgen, bei Fehlentwicklungen sollten die Finanzmärkte disziplinierend wirken. Doch die globale Finanz- und schließlich die europäische Staatsschuldenkrise haben Schwachpunkte in dieser Konstruktion der Wirtschafts- und Währungsunion offengelegt. Hohe Verschuldungsquoten, sinkende Wettbewerbsfähigkeit und kritische Immobilienpreisentwicklungen schienen nicht mehr nachhaltig, die Risikoprämien einzelner Länder stiegen drastisch an.

Die Zentralbanken weltweit haben wesentlich dazu beigetragen, die Finanzkrise einzudämmen. Neben deutlichen Leitzinssenkungen haben sie zu unkonventionellen Maßnahmen gegriffen, die den Vertrauensverlust an den Finanzmärkten mildern sollten, etwa eine massive Liquiditätszufuhr oder der Ankauf von Wertpapieren.

Die Maßnahmen des Eurosystems nach der Insolvenz von Lehman Brothers umfassten ab Oktober 2008 den Wechsel vom Zinstender zur Vollzuteilung bei fixen Zinssätzen, das Angebot längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte sowie Erweiterungen von Sicherheitenrahmen und Geschäftspartnerkreis. Im Laufe der Krise hat der EZB-Rat in diesen Bereichen mehrfach weitere Lockerungen beschlossen. Im Juli 2009 startete das erste Covered Bonds Purchase Programme, um dieses ausgetrocknete Marktsegment wieder zu beleben. Während der Staatsschuldenkrise folgten Ankäufe von Staatsanleihen über das Securities Markets Programme und ein weiteres Covered Bonds Purchase Programme, deren Wirkungen ab dem Jahreswechsel 2011 / 12 durch die zwei Dreijahrestender noch übertroffen wurde. Die von EZB-Präsident Mario Draghi im Juli 2012 in Aussicht gestellte Maßnahme, über Outright Monetary Transactions notfalls Staatsschuldypapiere angeschlagener Euro-Länder kaufen zu wollen, hat auf die Märkte für Monate beruhigend gewirkt, ohne dass es bisher zu entsprechenden Käufen gekommen wäre, und ohne dass die Grundprobleme hinter der aktuellen Krise bereits nachhaltig gelöst wären.

Die eigentlichen Krisenursachen können Zentralbanken nicht beseitigen. Hier ist die Politik gefragt. Korrekturen an der Konstruktion der Wirtschafts- und Währungsunion haben begonnen: Die Wirtschafts-, Haushalts- und Finanzpolitik der Mitgliedsstaaten wird strukturell angepasst, besser abgestimmt und auf mehr Nachhaltigkeit angelegt werden. Kernelement dafür ist der 2013 in Kraft getretene Fiskalpakt. Auf regulatorischer Ebene bilden unter dem Stichwort „Basel III“ neue Eigenkapitalanforderungen an Finanzinstitute ein stabilisierendes Element in der Finanzarchitektur. Hinzu kommt das Projekt einer europäischen Bankenunion. Sie wird neben einer gemeinsamen Bankenaufsicht auch Restrukturierungs- und Abwicklungsmechanismen umfassen. Unter dem Dach der EZB ist mit dem Aufbau des einheitlichen Aufsichtsmechanismus begonnen worden.

In längerfristiger Sicht bleiben Europa nur zwei Wege: Entweder die Vollendung einer politischen Union, bei der zahlreiche bisher nationale Kompetenzen und Souveränitätsrechte auf die europäische Ebene zu verlagern sind. Oder die Konstruktion eines verbesserten europäischen Rahmenwerks mit straffen fiskalpolitischen Regeln und dem Ziel einer Stabilitätsunion. Um das Vertrauen der Bürger und aller Finanzmarktteilnehmer in die Währungsunion zu erhalten, gilt es insbesondere Kontrolle und Haftung wieder ins rechte Verhältnis zu bringen: im Finanzsystem, in der nationalen Politik und in der Europäischen Union.

Wie immer es weiter geht: Das vorliegende aktualisierte und vollständig überarbeitete Werk ist ein wichtiger Beitrag zum Verständnis der jüngsten Finanzkrise, für den Insider wie den volkswirtschaftlich Interessierten. Gerade im Hinblick auf die zahlreichen Veränderungen in der Geldpolitik und die unkonventionellen Maßnahmen der Zentralbanken liefert es einen guten Überblick. Und auch das dahinterstehende politische Spannungsfeld in Europa wird nicht ausgeblendet. Jenseits aller aktuellen Herausforderungen bleibt das Buch eine Referenz, wenn es um Grundsatzfragen der Geld- und Zentralbankpolitik geht.

Im Oktober 2013

Dr. Joachim Nagel
Mitglied des Vorstands
der Deutschen Bundesbank

Vorwort zur sechsten Auflage

Das Erscheinungsbild dieser Auflage hat sich gegenüber der vorangegangenen nicht geändert. Auch die Grundstruktur wurde beibehalten. Wir haben jedoch eine Vielzahl von Aktualisierungen, Änderungen und Ergänzungen vorgenommen, um den Entwicklungen seit der Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise, deren Ursachen und geldpolitische Reaktionen darauf Rechnung zu tragen. Dies erforderte erhebliche Überarbeitungen beispielsweise der Kapitel über die Finanzpolitik und die Transmission der Geldpolitik. Hier werden auch die sogenannten Sondermaßnahmen der EZB, die die Transmission geldpolitischer Impulse verbessern sollen, vorgestellt und diskutiert sowie einer kritischen Analyse unterzogen. Eine Ortsbestimmung der Geldpolitik der EZB findet sich im neuen Kapitel I.3 „Quo vadis, Europäische Währungsunion?“

Zur Vertiefung haben wir einige Boxen neu aufgenommen wie beispielsweise die Boxen zu den TARGET-Salden und etliche Boxen im Zusammenhang mit der Finanzstabilität. Die aktuellen Entwicklungen erlaubten zudem, einige von uns bereits früher vorgestellte Hypothesen über die Störanfälligkeit der EWU nun im Lichte der letzten Krisen zu gewichten.

Wiederum sind wir zahlreichen Kolleginnen und Kollegen für die vielfältigen Anregungen und Ergänzungen zu großem Dank verpflichtet. Dies gilt zum einen für J. Clostermann (Technische Hochschule Ingolstadt), C. Knoppik (Universität Regensburg), F. Rieger (Deutsche Bundesbank) und Jens Ulbrich (Deutsche Bundesbank), die ihre Boxen überarbeitet und aktualisiert haben. Zum anderen bedanken wir uns sehr für die Unterstützung bei der Datenbeschaffung, der kritischen Durchsicht einzelner Kapitel und die Beisteuerung neuer Boxen zu Spezialfragen bei N. Bartzsch (Deutsche Bundesbank), J. Becker (Deutsche Bundesbank), M. Große-Hüttmann (Universität Tübingen), A. Lipponer (Deutsche Bundesbank), A. Löffler (Deutsche Bundesbank), T. Lux (Institut für Weltwirtschaft), M. Mandler (Deutsche Bundesbank), J. Metzger (Deutsche Bundesbank), H.-E. Reimers (Hochschule Wismar), G. Rösl (Technische Hochschule Regensburg), Karin Sagner-Kaiser (Deutsche Bundesbank), S. Schich (OECD), F. Schobert (Deutsche Bundesbank), A. Stolper (Deutsche Bundesbank), E. Triebkorn (Deutsche Bundesbank) und G. Ziebarth (Deutsche Bundesbank). Darüber hinaus war ein letztes Korrektur lesen einzelner Kapitel von R. Damberger und M. Looshorn (Hochschule Weiden) sehr hilfreich. Nicht zuletzt danken wir der UVK Verlagsgesellschaft und namentlich Herrn Rainer Berger, die die Einzelteile zum Gesamtwerk zusammen gefügt sowie die verlegerische Betreuung der neuen Auflage dieses Lehrbuchs übernommen haben.

Bayreuth, Nürnberg, Weiden
im Oktober 2013

Prof. Dr. Egon Görgens
Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel
Prof. Dr. Franz Seitz

Vorwort zur ersten Auflage

Mit dem 1.1.1999 begann auf dem Gebiet der Geldpolitik in Europa eine neue Zeitrechnung. Zu diesem Zeitpunkt haben die 11 Mitgliedsländer der Europäischen Union (Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien), die nach dem Beschluß des EU-Rats die Voraussetzungen für die Währungsunion erfüllten, als gemeinsame Währung den € eingeführt. Die Geldpolitik wird seither zentralisiert vom sogenannten Eurosystem, den 11 nationalen Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank, einheitlich für den neuen Währungsraum durchgeführt. Auf nationale Belange kann keine Rücksicht mehr genommen werden. Zwar existiert der € bis 2002 nur im bargeldlosen Zahlungsverkehr. Faktisch sind die 11 nationalen Währungen aber nur noch Untereinheiten der neuen europäischen Währung „Euro“.

Vor diesem Hintergrund haben Lehrbücher zur Geldpolitik, die die institutionellen Bedingungen bis Ende 1998 zum Gegenstand haben, nur noch eingeschränkten Informationswert. Zwar ändern sich die gesamtwirtschaftlichen Strukturen nicht von heute auf morgen. Auf vielfältigen Gebieten ergeben sich allerdings neue Rahmenbedingungen für die Geldpolitik. Und gerade auf den Finanzmärkten, die bei der Analyse geldpolitischer Effekte eine zentrale Rolle einnehmen, vollziehen sich viele Änderungen recht schnell bzw. sind in den Entscheidungen der Marktteilnehmer bereits vorweggenommen. Diese Änderungen betreffen institutionelle Aspekte, die operative Ebene des Geldmarktes, mögliche Zwischenziele und alternative strategische Ausrichtungen, aber auch die Endzielebene.

Mittlerweile gibt es eine Fülle von Beiträgen, die sich mit speziellen geldpolitischen Problemen der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion beschäftigen. Die nationalen Zentralbanken und insbesondere auch die Europäische Zentralbank haben sich um umfangreiche Aufklärungsarbeit über die zu verfolgende geldpolitische Strategie, Instrumentarium und Steuerungsprobleme bemüht. Dennoch sind im Hochschulbereich gleichermaßen wie in Diskussionen über Probleme europäischer Geldpolitik - von Expertenzirkeln abgesehen - erhebliche Informationsdefizite unverkennbar. Diesen Defiziten durch eine möglichst geschlossene Gesamtdarstellung beizukommen ist das Hauptanliegen des vorliegenden Lehrbuches. Das Buch richtet sich vornehmlich an Studierende an Universitäten und Fachhochschulen mit Grundkenntnissen in makroökonomischer Theorie und Geldtheorie. Doch auch zu geldpolitisch einschlägigen Studienabschnitten an Verwaltungsakademien und verwandten Bildungseinrichtungen dürfte der Text einen geeigneten Zugang ermöglichen. Darüber hinaus wendet es sich an Mitarbeiter von Banken und anderen Finanzinstitutionen, die ihr Wissen über die Europäische Geldpolitik vertiefen möchten.

Zu danken haben wir Frau Dr. Caroline Willeke, Dr. Ulrich Bindseil und Dr. Dieter Gerdesmeier (alle Europäische Zentralbank), Manfred Eder (Landeszentralbank im Freistaat Bayern) sowie den Kollegen Professor Jörg Clostermann (Ingolstadt) und Professor Hans-Eggert Reimers (Wismar), die sich der Mühe unterzogen haben, eine frühere Fassung des Buches kritisch unter die Lupe zu nehmen. Sie haben manche

Unklarheiten und Argumentationslücken aufgedeckt. Selbstverständlich gehen verbleibende Fehler und Mängel zu unseren Lasten. Frau Iris Röcklein danken wir für das Schreiben verschiedener Fassungen von Teilstücken und deren Komposition zu einem lesbaren Buch

Bayreuth, Nürnberg, Weiden
im Sommer 1999

Prof. Dr. Egon Görgens
Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel
Prof. Dr. Franz Seitz

Inhaltsverzeichnis

Geleitwort	6
Vorwort zur sechsten Auflage	8
Vorwort zur ersten Auflage	9
Kurzübersicht	11
Boxenverzeichnis	17
Abbildungsverzeichnis	19
Tabellenverzeichnis	22
Abkürzungsverzeichnis	23
Symbolverzeichnis	25
Nützliche Internet-Adressen zum EURO und zur Währungsunion	27
EU- und EWU-Länder (Stand Herbst 2013)	29
Einführung: Problemstellung und Überblick	30
Kapitel I Auswahl der Teilnehmerstaaten zur Europäischen Währungsunion	33
1 Zur Geschichte der Europäischen Währungsunion	34
2 Zur „politischen“ Praxis der Konvergenzprüfung	46
2.1 Konvergenzkriterien	47
2.2 Konvergenzprüfungen	51
2.2.1 Prüfung im Jahre 1998	52
2.2.2 Prüfungen ab 2000	59
3 Quo vadis, Europäische Währungsunion?	61
3.1 Zur Empirie – die Entwicklung auf den Geld- und Kapitalmärkten (Staatsanleihen)	61
3.2 1999–2008/2010: Die Phase trügerischer Homogenität	66
3.3 Seit September 2008/Mai 2010: immer wieder Geldmarkt-/ Kapitalmarktprobleme	67
4 Zusammenfassung	74
Kontrollfragen	75
Weiterführende Literatur	76
Kapitel II Das Eurosystem als Institution	79
1 Warum staatliche Zentralbanken?	80
1.1 Staatliche Zentralbanken versus Hayek's „Entnationalisierung des Geldes“	80
1.2 Anbindung der Geschäftsbanken an die (staatliche) Zentralbank ...	88
2 Zielvorgabe(n) und Unabhängigkeit	90
2.1 Zur Bedeutung von Institutionen für die Geldpolitik – Glaubwürdigkeit ist gefragt	90

2.2	Eurosystem und Federal Reserve System im Vergleich	93
2.3	Institutionen ohne Bestandsgarantie	97
3	Aufbau und Entscheidungsstruktur	98
4	Zusammenfassung	108
	Kontrollfragen	109
	Weiterführende Literatur	109
Kapitel III Operative Umsetzung der Geldpolitik des Eurosystems		111
1	Die vier Ebenen der Geldpolitik	112
1.1	Instrumentenebene	112
1.2	Operative Ebene und operatives Ziel	113
1.3	Indikatoren- bzw. Zwischenzielebene	116
1.4	Endzielebene	119
	Kontrollfragen	121
	Weiterführende Literatur	122
2	Geldpolitische Strategien für das Eurosystem	122
2.1	Anforderungen an eine Strategie	124
2.2	Einstufige versus zweistufige geldpolitische Strategien	125
2.3	Zweistufige Strategien	127
2.3.1	Wechselkursziele	127
2.3.2	Zinsen als geldpolitische Orientierungsgrößen	138
2.3.2.1	Zinsniveaus	138
2.3.2.2	Zinsstruktur	143
2.3.3	Nominelle BIP-Steuerung	147
2.3.4	Geldmengenziele – das Vorbild der Deutschen Bundesbank ..	150
2.3.4.1	Allgemeine Beschreibung	150
2.3.4.2	Die Rolle der Geldnachfrage	155
2.3.4.3	Vorteile einer Geldmengenstrategie	158
2.3.4.4	Probleme einer Geldmengenorientierung	164
2.4	Direkte Inflationssteuerung	164
2.4.1	Die einstufige Strategie	164
2.4.2	Vor- und Nachteile des „direct inflation targeting“	167
2.4.3	Die Inflationsprognose der Zentralbank	169
2.5	Das Federal Reserve System: Multi-Indikatoren-Ansatz cum Inflationsziel	171
2.6	Die geldpolitische Strategie des Eurosystems	174
2.6.1	Die Ausgangslage	174
2.6.2	Generelle Adäquanz der Strategien	175
2.6.3	Der „Anker“: Preisstabilität	178
2.6.4	Die Monetäre (langfristige) Säule: Monetäre Analyse	184
2.6.5	Die Wirtschaftliche (kurzfristige) Säule: Eine breit fundierte Beurteilung der Preisperspektiven	199

2.6.6	Kritische Würdigung	204
2.7	Zusammenfassung	207
	Kontrollfragen	208
	Weiterführende Literatur	209
3	Geldpolitisches Instrumentarium	210
3.1	Anknüpfungspunkte der Geldpolitik	210
3.2	Mindestreserve	213
3.2.1	Ausgestaltung des Mindestreservesystems	213
3.2.2	Geldpolitische Funktionen der Mindestreserve	216
3.2.2.1	Anbindungsfunktion	216
3.2.2.2	Stabilisierungsfunktion	217
3.3.	Geldpolitische Operationen	219
3.3.1	Offenmarktgeschäfte	219
3.3.1.1	Arten	221
3.3.1.2	Verfahren	224
3.3.1.2.1	Tenderverfahren: Standardtender versus Schnelltender	225
3.3.1.2.2	Zuteilungsverfahren bei Tendern: Zins- versus Mengentender	226
3.3.2	Ständige Fazilitäten	232
3.3.2.1	Spitzenrefinanzierungsfazität	232
3.3.2.2	Einlagefazilität	233
3.3.3	Refinanzierungsfähige Sicherheiten	233
3.4	Zusammenfassung	235
	Kontrollfragen	235
	Weiterführende Literatur	236
4	Geldmarktsteuerung	236
4.1	Geldmarktabgrenzungen	236
4.2	Tagesgeldsatz als operatives Ziel	244
4.3	Die Taylor-Regel – eine geldpolitische Reaktionsfunktion für die Zinsentscheidungen der Zentralbanken	249
4.4	Zur Technik der Zinsbildung	252
4.4.1	Zinsführerschaft am Tagesgeldmarkt	254
4.4.1.1	Steuerung des Tagesgeldsatzes: Normalfall (bis September 2008)	254
4.4.1.2	Steuerung des Tagesgeldsatzes: Krisenmodus	257
4.4.2	Der Zinskorridor	262
4.5	Die Endogenität der Geldmenge im Spiegel der „Monetären Analyse“	262
4.6	Zusammenfassung	267
	Kontrollfragen	268
	Weiterführende Literatur	268

Kapitel IV	Transmission geldpolitischer Impulse	271
1	Monetäre Wirkungskanäle	272
1.1	Interdependenz der Zinssätze (Zinsstruktur)	276
1.2	Zins- und Wechselkurskanal	282
1.2.1	Finanzierungskosten (Kapitalkosteneffekt)	282
1.2.2	Substitutionseffekte	286
1.2.3	Einkommens- und Vermögenseffekte	287
1.2.4	Wechselkurseffekte	292
1.3	Kreditkanal	293
1.3.1	Bankenkanal (Bank Lending Channel)	294
1.3.2	Bilanzkanal (Balance Sheet Channel)	297
1.3.3	Reichweite des Kreditkanals	298
1.4	Risikoneigungskanal (risk taking channel)	303
1.5	Die Bedeutung von Erwartungen	304
2	Transmissionsprobleme in der Europäischen Währungsunion	310
2.1	Unterschiedliche Finanzierungsbedingungen und Finanzierungsstrukturen	314
2.1.1	Finanzierungsbedingungen	315
2.1.2	Unterschiedliche Finanzierungsstrukturen	317
2.2	Konjunkturelle und realstrukturelle Unterschiede	324
2.3	Glaubwürdigkeit des Eurosystems und geldpolitische Effizienz	329
2.3.1	Transparenz der Geldpolitik und Umfeld der Unsicherheit	332
2.3.2	Transparenz, Rechenschaftspflicht und Verantwortlichkeit	338
2.4	Konvergenz in der EWU? – Makroökonomische Indizien	343
3	Zusammenfassung	346
	Kontrollfragen	348
	Weiterführende Literatur	348
Kapitel V	Mögliche Störpotenziale für die Geldpolitik	351
1	Fiskalpolitik	352
1.1	Grundlegende theoretische Zusammenhänge zwischen Geld- und Fiskalpolitik	353
1.1.1	Staatsverschuldung und Inflation	353
1.1.2	Fristigkeit der Verschuldung	365
1.1.3	Währungsstruktur der öffentlichen Verschuldung	368
1.1.4	Koordinationsprobleme zwischen Geld- und Finanzpolitik	368
1.1.5	Spezifika der Währungsunion	373
1.2	Die institutionellen Regelungen in der E(W)U	376
1.2.1	Die Situation bis zur Krise	376
1.2.2	Zukünftige Erfordernisse	380
1.2.3	Die neuen Regelungen	387

1.2.4	Das finanzpolitische Doppelkriterium und die Geldpolitik des Eurosystems	393
1.3	Zusammenfassung	397
	Kontrollfragen	398
	Weiterführende Literatur	398
2	Lohnpolitik	399
2.1	Lohnerhöhungsspielräume durch die EWU	399
2.2	Erhöhte Flexibilitätsanforderungen an die Tarifparteien	400
2.3	Lohnpolitische Disziplinierung oder verschärfter Druck auf das Eurosystem?	405
2.4	Reformbedürftigkeit der Arbeitsmarktinstitutionen	413
2.5	Zusammenfassung	417
	Kontrollfragen	418
	Weiterführende Literatur	418
3	Wechselkurspolitik	419
3.1	Die Rolle des Eurosystems bei der Festlegung der Wechselkurspolitik	419
3.2	Devisenmarkt und Wechselkursregime	420
3.3	Wechselkurszielzonen	427
3.4	Wechselkursmechanismus II	438
3.5	Zusammenfassung	441
	Kontrollfragen	442
	Weiterführende Literatur	442
	Glossarium	443
	Literaturverzeichnis	483
	Stichwortverzeichnis	505

Boxenverzeichnis

Box I.1.1:	Die Hauptorgane der EU	35
Box I.1.2:	Ist die EWU ein Optimaler Währungsraum?	40
Box I.1.3:	SEPA (Single Euro Payments Area)	44
Box I.2.1:	Der Balassa-Samuelson-Effekt	48
Box I.2.2:	Kreative Buchführung	56
Box I.3.1:	Behavioral Economics – Lehren für die Geld- und Währungspolitik und die Finanzmarktaufsicht	63
Box I.3.2:	Gibt es Fortschritte in Europa?	72
Box II.1.1:	Warum wurde „Geld“ erfunden?	82
Box II.1.2:	Finanzmarktregulierung als Rahmen für ein stabiles Finanzsystem	84
Box II.1.3:	Makroprudenzielle Überwachung	86
Box II.2.1:	Kernelemente der Unabhängigkeit des Eurosystems	94
Box II.2.2:	Folgen mangelnder Unabhängigkeit: Der Fall „Fed“	96
Box II.3.1:	Das Federal Reserve System: Aufbau und Entscheidungsstruktur	99
Box II.3.2:	Reform des Abstimmungsverfahrens im EZB-Rat	101
Box II.3.3:	Seigniorage unter besonderer Berücksichtigung von TARGET2-Salden	104
Box III.1.1:	Geldschöpfungsmultiplikator, Geldbasiskonzept und ihre Relevanz für die Geldpolitik	113
Box III.1.2:	Warum die Poole'sche Alternative „Zins- versus Geldmengensteuerung“ in Wirklichkeit keine ist	117
Box III.1.3:	Warum ist Preisstabilität wichtig?	119
Box III.2.1:	Die ungedeckte Zinsparität	129
Box III.2.2:	Der internationale Preiszusammenhang	131
Box III.2.3:	Das EWS II (Wechselkursmechanismus II)	134
Box III.2.4:	Der € als internationale Anlage-, Transaktions- und Reservewährung	137
Box III.2.5:	Die Fisher-Gleichung	140
Box III.2.6:	Die Erwartungstheorie der Zinsstruktur	145
Box III.2.7:	Das P-Stern-Konzept	153
Box III.2.8:	Die Rolle der Geldmenge für die Geldpolitik	162
Box III.2.9:	Core Inflation und Headline Inflation	178
Box III.2.10:	Probleme der Inflationmessung	180
Box III.2.11:	Eine Mindestinflationsrate für die EWU?	182
Box III.2.12:	Die Geldmengenbegriffe im Eurosystem	185
Box III.2.13:	Geldnachfrageschätzung	188
Box III.2.14:	Warum ist der „deutsche“ Banknotenumlauf so hoch?	198
Box III.2.15:	Sollte die Geldpolitik auf Assetpreise reagieren?	201
Box III.3.1:	Gold und Goldverkäufe im Bilanzzusammenhang	211

Box III.3.2:	Die technische Abwicklung des Tendersverfahrens bei Liquiditätszuführenden Transaktionen am Beispiel der Deutschen Bundesbank	225
Box III.3.3:	Der Basiszinssatz – Nachfolger des Diskontsatzes	228
Box III.4.1:	TARGET2	238
Box III.4.2:	Wie entsteht Geschäftsbankengeld und wie könnten Einlagen auch gesichert werden? (ein kreativer Vorschlag)	245
Box III.4.3:	Woher kommen Kredite?	247
Box III.4.4:	Neukeynesianische Makromodelle als Reaktion auf die Endogenität der Geldmenge und die Zinssteuerung durch die Zentralbanken	249
Box III.4.5:	Referenzzinssätze am Euro-Geldmarkt	252
Box III.4.6:	Non-Standard-Monetary Policy Measures und Quantitative Easing (QE)	258
Box III.4.7:	Monetäre Finanzinstitute (MFIs)	263
Box IV.1.1:	Determinanten des langfristigen Nominalzinssatzes	280
Box IV.1.2:	Die Liquiditätsfalle	283
Box IV.1.3:	Tobin's q	290
Box IV.1.4:	Lebenszyklus-Hypothese	291
Box IV.1.5:	Moral Hazard	295
Box IV.1.6:	Adverse Selektion	296
Box IV.1.7:	Basel III	301
Box IV.1.8:	Die Phillips-Kurve	305
Box IV.2.1:	Neuere empirische Ergebnisse zur geldpolitischen Transmission im Euroraum	310
Box IV.2.2:	Die „ECB Watcher“	331
Box IV.2.3:	Transparenz in der Geldpolitik: Internationale Vergleiche	339
Box V.1.1:	Zur Problematik des „realen“ Budgetsaldos	354
Box V.1.2:	Die fiskalische Theorie der Preise	372
Box V.1.3:	Das Verfahren gegen Deutschland und Frankreich	379
Box V.1.4:	Strukturelle Defizite	386
Box V.1.5:	Finanzielle Repression	390
Box V.2.1:	Asymmetrische Schocks	401
Box V.2.2:	Produktivitätsorientierte Lohnpolitik	403
Box V.3.1:	Die Bestimmungsfaktoren des Wechselkurses	422
Box V.3.2:	Wechselkurszielzonen	427
Box V.3.3:	Grenzen der Interventionsmöglichkeiten von Zentralbanken	431
Box V.3.4:	Geld- und Fiskalpolitik bei fixen und flexiblen Wechselkursen	433
Box V.3.5:	Die Theorie informationseffizienter Finanzmärkte (Effizienzmarkthypothese)	436
Box V.3.6:	Realer Wechselkurs	437
Box V.3.7:	Vom Goldstandard zum Currency Board	440

Abbildungsverzeichnis

Abb. I.3.1:	Entwicklung der Renditen für 10-jährige Staatsanleihen im Eurowährungsgebiet 1993 bis 2013	62
Abb. I.3.2:	Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien in Deutschland und im Eurowährungsgebiet von 1995–2011	66
Abb. I.3.3:	Leistungsbilanzsaldo in % des BIP, Italien, Spanien, Griechenland, Irland und Portugal	72
Abb. II.1.1:	Grundstruktur der Zentralbankbilanz	89
Abb. II.2.1:	Grad der Unabhängigkeit der Zentralbank und durchschnittliche Inflationsrate in Industrieländern im Zeitraum von 1980–1995	92
Abb. II.3.1:	Das Rotationssystem im EZB-Rat	102
Abb. II.3.2:	Grundstruktur der Zentralbankbilanz und Seigniorage	105
Abb. III.2.1:	Die Bedeutung einer geldpolitischen Strategie	123
Abb. III.2.2:	Inflation und langfristiger Zins in Deutschland	139
Abb. III.2.3:	Zinsspread und Zinsniveau in Deutschland und der EWU	144
Abb. III.2.4:	Die Umlaufgeschwindigkeit von M3 in Deutschland	157
Abb. III.2.5a:	Internationaler Geldmengen-Preis-Zusammenhang (M breit)	159
Abb. III.2.5b:	Internationaler Geldmengen-Preis-Zusammenhang (M eng)	159
Abb. III.2.6:	Geldmengen-Preis-Zusammenhang in Ländern mit unterschiedlichen Inflationsraten	159
	a) Länder mit Inflationsraten < 40 %	159
	b) Länder mit Inflationsraten < 20 %	159
Abb. III.2.7:	Inflationsprognose und Inflationssteuerung	170
Abb. III.2.8:	USA: Umlaufgeschwindigkeit von M2 und Opportunitätskosten	172
Abb. III.2.9:	Headline Inflation und Kerninflation	179
Abb. III.2.10:	Inflation und Definition von Preisstabilität in der EWU	184
Abb. III.2.11:	Wachstumsraten der Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet	187
Abb. III.2.12:	Geldmengen-Preis-Zusammenhang für das Euro-Gebiet	187
Abb. III.2.13:	Inflation gemessen am HVPI und BIP-Deflator	192
Abb. III.2.14:	Umlaufgeschwindigkeit von M3	193
Abb. III.2.15:	Umlaufgeschwindigkeit von M1	194
Abb. III.2.16:	Referenzwert und tatsächliche Entwicklung von M3)	197
Abb. III.2.17:	Tatsächlicher und hypothetischer Umlauf deutscher Banknoten	198
Abb. III.2.18:	Die geldpolitische Strategie des Eurosystems	204
Abb. III.3.1:	Konsolidierte Bilanz (Wochenausweis) des Eurosystems zum 26. 4. 2013	211
Abb. III.3.2:	Bilanz der Deutschen Bundesbank zum 31. 12. 2012	212
Abb. III.3.3:	Reservebasis und Mindestreservesätze	214

Abb. III.3.4:	Mindestreserve und Bilanz des Eurosystems	217
Abb. III.3.5:	Die Stabilisierungsfunktion der Durchschnittserfüllung: Der Fall der Schweiz	219
Abb. III.3.6:	Geldpolitische Operationen des Eurosystems	220
Abb. III.3.7:	Offenmarktgeschäfte und Bilanz des Eurosystems	222
Abb. III.3.8:	Ständige Fazilitäten und Bilanz des Eurosystems	232
Abb. III.3.9:	Hauptkategorien der refinanzierungsfähigen Sicherheiten für die Kreditgeschäfte des Eurosystems	234
Abb. III.4.1:	Interbanken-Geldmarkt und Bilanz des Eurosystems	237
Abb. III.4.2:	Beispiel für die Entstehung von TARGET2-Salden	239
Abb. III.4.3:	Bilanz einer Zentralbank des Eurosystems	240
Abb. III.4.4:	TARGET2-Saldo der Deutschen Bundesbank	241
Abb. III.4.5:	TARGET2-Forderungen und Verbindlichkeiten im Eurosystem	242
Abb. III.4.6:	Konsolidierte Bilanz der Geschäftsbanken	245
Abb. III.4.7:	Ein einfaches Kreditmarktmodell	245
Abb. III.4.8:	Verschuldung (Kredite) bei US-Banken nach Schuldner (Kreditnehmer) in % des Bruttoinlandsprodukts	248
Abb. III.4.9:	Kreditvergabe aus dem (Geld-)Vermögensbestand	248
Abb. III.4.10:	Beiträge zur Liquidität des Bankensystems	257
Abb. III.4.11:	Notenbankbilanzen und Geldmengenentwicklung seit 2008 . . .	259
Abb. III.4.12:	EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz (EONIA) in der EWU von 1999–2013	261
Abb. III.4.13:	M3 im Bilanzzusammenhang	264
Abb. IV.1.1:	Geldpolitik und Einkommensänderungen	274
Abb. IV.1.2:	Hauptwirkungskanäle des geldpolitischen Transmissionsprozesses	275
Abb. IV.1.3:	Zinsen in der EWU	277
Abb. IV.1.4:	Umlaufrendite und Drei-Monats-Satz	279
Abb. IV.1.5:	Inflation und langfristiger Zins in OECD-Ländern (1994–2012)	281
Abb. IV.1.6:	Langfristzins und Konjunktur in Deutschland	281
Abb. IV.1.7a:	Zinsentwicklung in den USA, der EWU und Japan	284
Abb. IV.1.7b:	Liquiditätsfalle	286
Abb. IV.1.8:	Zinsentwicklung und Aktienmarkt	289
Abb. IV.1.9:	Kreditangebot und Kreditnachfrage	294
Abb. IV.1.10:	Kreditrationierung und Kreditnachfrage	298
Abb. IV.1.11:	Geldpolitik und Kreditkanal	298
Abb. IV.1.12:	Phillips-Kurve	305
Abb. IV.1.13:	Wirkungskanäle der Geldpolitik	309
Abb. IV.2.1:	Kapitalmarktzinsen in den EWU-Ländern	315
Abb. IV.2.2:	Dimensionen unterschiedlicher Finanzierungsstrukturen	318

Abb. IV.2.3:	Auswirkungen restriktiver geldpolitischer Maßnahmen auf die Produktion im Euro-Währungsgebiet in Zeiten eines Konjunkturaufschwungs und einer Konjunkturabschwächung	325
Abb. V.1.1:	Inflationserwartungen und tatsächliche Inflation in der EWU (in %)	361
Abb. V.1.2:	Wachstumsrate des realen BIP und Realzins in der EWU und Deutschland (in %)	362
Abb. V.1.3:	Zinsstruktur im Euro-Währungsgebiet	367
Abb. V.1.4:	Entwicklung der Kapitalmarktzinsen in der EWU	375
Abb. V.1.5:	Die idealtypische Wirkungsweise automatischer Stabilisatoren während des Konjunkturzyklus	381
Abb. V.1.6:	Konjunkturreagibilität der staatlichen Haushalte in der EWU	382
Abb. V.1.7:	Konjunkturbereinigter Haushaltssaldo im Euro-Währungsgebiet	388
Abb. V.1.8:	Finanzielle Repression	391
Abb. V.1.9:	Realzins in Deutschland	392
Abb. V.1.10:	Das finanzpolitische Doppelkriterium bei einem nominalen Wachstum von 3 %	395
Abb. V.2.1	Lohnstückkosten und Inflation in den Euroländern (kumuliert 1999–2006)	408
Abb. V.3.1:	Devisenmarkt: Angebot und Nachfrage	420
Abb. V.3.2:	Devisenmarkt: Feste und flexible Wechselkurse	421
Abb. V.3.3:	Wechselkurse des Euro (1999–2013)	426
Abb. V.3.4:	€ neigt zur Stärke	428
Abb. V.3.5:	€ neigt zur Schwäche	429
Abb. V.3.6:	Devisenmarktinterventionen und Bilanz des Eurosystems	430
Abb. V.3.7:	Wechselkurs des Euro zum Schweizer Franken seit 1999	435
Abb. V.3.8:	Euro-Leitkurse und obligatorische Interventionskurse im WKM II	439

Tabellenverzeichnis

Tab. I.1.1:	Berechnung des ECU-Wertes zum 31. 12. 1998	43
Tab. I.2.1:	Übersicht über die Konvergenzlage der EU-Staaten (1998)	53
Tab. I.2.2:	Verbraucherpreise in den EU-Staaten (1998)	54
Tab. I.2.3:	Konvergenz der langfristigen Zinssätze (1998)	55
Tab. I.2.4:	Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte der EU-Staaten (1998)	56
Tab. I.2.5:	Verschuldung der öffentlichen Haushalte der EU-Staaten (1998)	58
Tab. I.2.6:	Übersicht über die Konvergenzlage in Griechenland und Schweden (2000)	59
Tab. III.2.1:	Euro-Anbindungen europäischer Länder (Stand: Juni 2013) . . .	136
Tab. III.2.2:	Geldmengenziele und ihre Realisierung in Deutschland (in %) .	161
Tab. III.2.3:	Grundmerkmale der direkten Inflationssteuerung in ausgewählten europäischen Ländern	166
Tab. III.2.4:	Ausgewählte EWU-Geldnachfrageschätzungen	191
Tab. III.2.5:	Makroökonomische Projektionen des Eurosystems (in %)	203
Tab. IV.2.1:	Unterschiede in nationalen Finanzstrukturen des privaten Sektors	320
Tab. IV.2.2:	Reales Inlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquoten in den EWU-Ländern	345
Tab. V.1.1:	Beitrag des Primärsaldos und der Zins-Wachstums-Relation zur Veränderung der Schuldenquote in der EWU (nominale Größen, in % des BIP)	359
Tab. V.1.2:	Laufzeitstruktur der öffentlichen Gesamtverschuldung im Euro-Währungsgebiet	365
Tab. V.1.3:	Währungsstruktur der öffentlichen Verschuldung im Euro-Währungsgebiet	368
Tab. V.1.4:	Defizitquoten in der EWU (Defizit (-)/Überschuss (+))	384
Tab. V.1.5:	Schuldenquoten in der EWU	385
Tab. V.2.1:	Produktivitäts- und Lohnzuwachs in 17 EWU-Staaten (in vH) 1999–2011	404
Tab. V.2.2:	Lohnzurückhaltung und Arbeitslosigkeit in 17 EWU-Staaten (in vH) 1999–2011	410

3 Quo vadis, Europäische Währungsunion?

Frage (Handelsblatt):

„Aber die Märkte überschießen gelegentlich – und das Vertrauen in die Märkte ist in weiten Teilen der Politik und Bevölkerung gering.“

Antwort (Issing):

„Das ist ein berechtigter Einwand. Ich predige auch nicht das große Lied, dass die Märkte alles regeln. Aber was manche Politiker „Spekulation“ nennen, ist meist nichts anderes als die berechtignte Sorge um die Stabilität eines Landes. ...“ (Issing, 2013, 28)

Die aktuelle Krise im Eurowährungsgebiet ist durch eine beträchtliche Heterogenität der Finanzierungsbedingungen gekennzeichnet. Sie manifestiert sich in Störungen an den Geldmärkten und in den deutlich differenzierten Renditen von Staatsanleihen. Vor der Insolvenz von Lehman Brothers im September 2008, die den Beginn der weltweiten Finanzkrise markierte, durchlief die Währungsunion hingegen eine Phase niedriger und homogener Finanzierungskosten.^{20a}

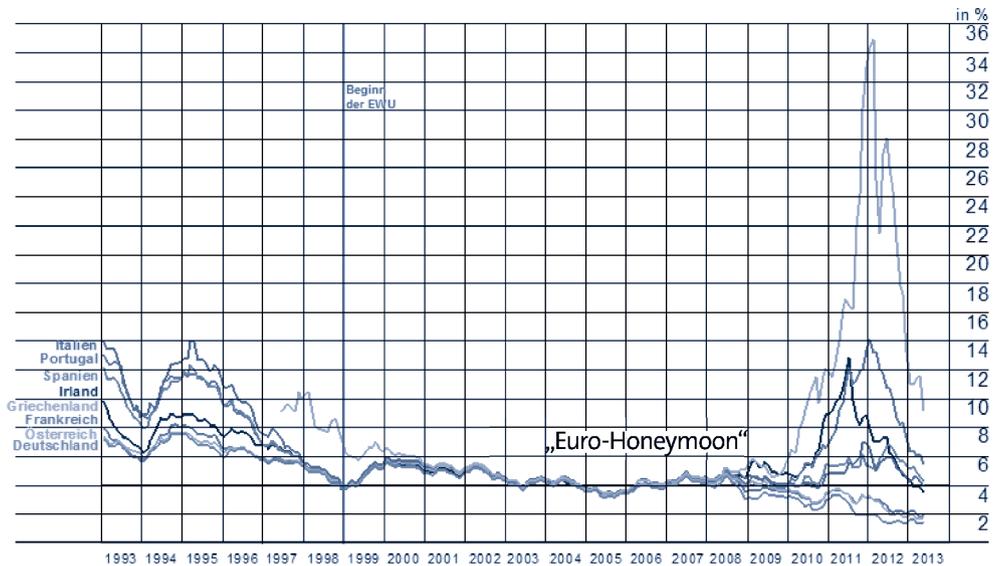
3.1 Zur Empirie – die Entwicklung auf den Geld- und Kapitalmärkten (Staatsanleihen)^{20a}

Auf den Märkten für Staatsanleihen war im Vorfeld des Starts der Währungsunion im Jahre 1999 ein starker Rückgang der Renditen zu beobachten. Mit Beginn der Finanzkrise im September 2008 kam es zu einer leichten, ab 2010, dem Beginn der Staatsschuldenkrise, zu einer starken Heterogenität der Zinsen in den einzelnen Ländern.

Bis Mitte September 2008 folgte der Zinssatz unter Banken für Tagesgeld (EONIA) dem Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft der EZB. Nach der Insolvenz von Lehman Brothers kam es zu einem Vertrauensverlust unter Banken und folglich zu einem „Zusammenbruch“ der Geldmärkte. „In einem bankenbasierten Wirtschaftsraum wie dem Euro-Währungsgebiet erfolgt die Übertragung der Geldpolitik über die Banken, und Banken gewähren einander Kredite auf der Basis gegenseitigen Vertrauens.“

^{20a} siehe hierzu auch Nagel (2013).

Abbildung I.3.1: Entwicklung der Renditen für 10-jährige Staatsanleihen im Eurowährungsgebiet 1993 bis 2013 (Monatsdurchschnitte)



Quelle: Deutsche Bundesbank

In der Krise ging dieses Vertrauen verloren, und die Banken gaben einander keine Kredite mehr. Angesichts der Gefahr einer Finanzierungskrise im gesamten Euroraum wandten sie sich an die Zentralbank.“ (Draghi, 2013b). Die EZB trat also anstelle des Geldmarktes, und das geringe Volumen an Geschäften, die zwischen Banken noch stattfanden, orientierte sich aufgrund der unbegrenzten Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem am Zinssatz für die Einlagefazilität (siehe auch Abb. III.4.12).

Dies war eine große Herausforderung für die Zentralbanken. Claude Trichet, der frühere Präsident der EZB wird aus dem Jahr 2010 (November) mit folgenden Worten zitiert: „Die Makromodelle haben bei der Vorhersage der Krise versagt. Als Praktiker fanden wir kaum Hilfe aus der Wissenschaft und ihren Modellen. Wir fühlten uns im Stich gelassen von der gängigen Theorie. In Ermangelung an Leitlinien aus der Wissenschaft mussten wir auf unsere Erfahrungen vertrauen.“ (zitiert nach Financial Times Deutschland, 2012; siehe hierzu die nachstehende Box I.3.1).¹

¹ Ähnlich Paul de Grauwe: „It is no exaggeration to state that the financial and economic upheavals following the crash in the U.S. supreme market have undermined this idyllic view of stability created in a world of fully rational and fully informed agents. These upheavals have also strengthened the view of those who have argued that macroeconomics must take into account departures from rationality, in particular, departures from the assumption of rational expectations.“ (De Grauwe, 2012b, vii – preface).

Box I.3.1. Behavioral Economics – Lehren für die Geld- und Währungspolitik und die Finanzmarktaufsicht²²

Die klassische ökonomische Theorie nimmt an, dass Individuen vollständig rational und eigennutzorientiert handeln. Auch wenn die klassische Theorie in vielen Situationen das tatsächliche Verhalten gut beschreiben und vorhersagen kann, weichen viele Menschen systematisch von dem angenommenen Idealbild ab. Die verhaltensbasierte Wirtschaftstheorie – im Englischen Behavioral Economics genannt – beschäftigt sich mit den Auswirkungen der Abweichungen von diesem Idealbild und versucht das Verhalten von Individuen zu erklären, das durch die klassische Theorie nicht gut beschrieben werden kann.

Da die verhaltensbasierte Wirtschaftstheorie das Verhalten von Individuen in manchen Situationen besser als die klassische ökonomische Theorie beschreiben und vorhersagen kann, hat sie inzwischen den Weg in den ökonomischen Mainstream gefunden. So wurden schon im Jahr 2002 Nobelpreise an zwei Vorreiter der experimentellen und verhaltensbasierten Wirtschaftstheorie, Daniel Kahneman und Vernon Smith, verliehen. Inzwischen werden die klassische ökonomische Theorie und die verhaltensbasierte Wirtschaftstheorie von den meisten Ökonomen nicht mehr als konkurrierend sondern als komplementär angesehen.

Viele Erkenntnisse der Behavioral Economics haben auch Implikationen für die Geld- und Währungspolitik, sowie die Finanzmarktaufsicht. Im Folgenden werden drei Effekte – Herdenverhalten, Vermögensillusion und Prokrastination – sowie ihre Implikationen vorgestellt.

Auf Finanzmärkten lässt sich häufig gleichgerichtetes Verhalten, sogenanntes Herdenverhalten, beobachten. In manchen Situationen lässt sich das Herdenverhalten durch die klassische ökonomische Theorie erklären. Ein Beispiel dafür ist, wenn Anleger auf neue Rahmenbedingungen aus rationalen Gründen ähnlich reagieren. In einigen Situationen lässt sich das Herdenverhalten allerdings nicht durch die klassische Theorie erklären. Zum Beispiel kann es vorkommen, dass Anleger Aktien oder Immobilien vorwiegend deswegen kaufen, weil die Aktienkurse bzw. Immobilienpreise in der letzten Zeit deutlich gestiegen sind. Investoren nehmen manchmal an, dass sich die Preisentwicklung der letzten Zeit fortsetzen wird, ohne lange zu überlegen, ob die Preise fundamental gerechtfertigt sind. Wenn viele Anleger so denken, entsteht Herdenverhalten. Preisanstiege können dann tatsächlich zu weiteren Preisanstiegen führen, ohne dass dies fundamental gerechtfertigt ist. Dadurch können Preise ihren fundamental gerechtfertigten Wert deutlich übersteigen

²² Zur Behavioral Economics siehe Akerlof/Shiller, 2009; De Grauwe, 2012b; Kahneman, 2003, 2012; Lux, 2013; Shafir, 2013; Thaler/Sunstein, 2009; Wirtschaftsdienst 2013, einführend Ruckriegel, 2011. Auch die Zentralbanken haben mittlerweile die Erkenntnisse der Behavioral Economics aufgegriffen – (siehe etwa Deutsche Bundesbank, 2011a; 2011b, 34; 2012d, 56f., EZB, 2010c sowie Ruckriegel, 2012 und 2013). Auf die Erkenntnisse der Behavioral Economics wird mittlerweile auch systematisch im Regierungshandeln im Vereinigten Königreich zurückgegriffen. So hat Premierminister David Cameron kurz nach seiner Wahl (Mai 2010) das Behavioral Insights Team im Cabinet Office eingerichtet. „The Behavioural Insights Team, often called the ‚Nudge Unit‘, applies insights from academic research in behavioural economics and psychology to public policy and services. In addition to working with almost every government department, we work with local authorities, charities, NGOs, private sector partners and foreign government, developing proposals and testing them empirically across the full spectrum of government policy.“

und spekulative Blasen entstehen. Ein anderer Grund für ein irrationales Herdenverhalten, das zu einer Vermögenspreisblase führen kann, ist eine zu optimistische Bewertung der zukünftigen Entwicklung. Diese zu optimistische Zuversicht und Sorglosigkeit wird häufig auch „irrationaler Überschwang“ – im Englischen Irrational Exuberance – genannt. Die auf eine Vermögenspreisblase folgende Korrektur kann dann nicht nur sehr heftig ausfallen, sondern auch dazu führen, dass Herdenverhalten in die andere Richtung auftritt und die Preise deutlich unter ihren fundamental gerechtfertigten Werte fallen. Herdenverhalten kann also zu sehr hoher Volatilität führen und damit die Finanzstabilität gefährden.

Eine Schwierigkeit, die Auswirkungen von Herdenverhalten zu begrenzen, ist, dass sich fundamental gerechtfertigte Preise kaum objektiv berechnen lassen. Damit ist es nicht leicht objektiv festzustellen, ob deutlich gestiegene oder gefallene Preise die wirtschaftlichen Veränderungen widerspiegeln oder ob Herdenverhalten zu Übertreibungen geführt hat.

Zentralbanken und Finanzaufsichten reagieren häufig unterstützend, wenn deutlich fallende Preise, seien es Aktienkurse oder Immobilienpreise, (vermeintlich) die makroökonomische Entwicklung und die Finanzstabilität bedrohen. Gehen Marktteilnehmer und Medien davon aus, dass eine Zentralbank mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit unterstützend auf Preisrückgänge reagieren wird, sprechen sie häufig von einer Put-Option, die nach dem Präsidenten dieser Zentralbank benannt ist.

Allerdings kann diese implizite Absicherung gegen Preisrückgänge das Herdenverhalten bei steigenden Preisen sogar verstärken. Wenn Anleger vermuten, dass mögliche Preisausschläge von Zentralbank und Finanzaufsicht nach unten begrenzt werden, erscheinen Wetten auf steigende Preise weniger riskant, selbst wenn diese in der Vergangenheit schon deutlich angestiegen sind. Daher sollten Zentralbanken und Finanzaufsichten bei fallenden Preisen nur vorsichtig agieren und deutlich steigenden Preisen die gleiche Aufmerksamkeit zukommen lassen.

Eine weitere Implikation ist, dass Banken mit genügend Eigenkapital ausgestattet sein sollten, um mögliche Verluste auch tragen zu können. Eine Herausforderung hierbei liegt darin, sich in Zeiten von Irrational Exuberance nicht von der verbreiteten überoptimistischen Zuversicht und einer gewissen Sorglosigkeit bei der Bewertung der Risiken und der Risikotragfähigkeit anstecken zu lassen.

Die negativen Auswirkungen beim Platzen einer Vermögenspreisblase können durch eine weitere Abweichung vom Idealbild der klassischen Theorie verstärkt werden: der Vermögensillusion. Viele Individuen nehmen an, dass ein Anstieg von Vermögenspreisen sie permanent reicher macht und unterschätzen das Risiko, dass die Vermögenspreise auch wieder fallen können. Dies ist vor allem dann problematisch, wenn sich Individuen oder Haushalte aufgrund von Vermögenspreissteigerungen stärker verschulden. Wenn eine Vermögenspreisblase dann platzt, sind die Anleger nicht nur durch den Hebeleffekt stärker betroffen, sondern können möglicherweise ihre Schulden nicht mehr zurückzahlen. Wenn dies viele Individuen betrifft, kann sich dadurch das Platzen einer Vermögenspreisblase zu einer Kredit- bzw. Schuldenkrise ausweiten.

Als Beispiel kann man sich eine Familie vorstellen, dessen Haus deutlich im Preis gestiegen ist. Aufgrund der Vermögensillusion fühlt sich diese Familie nun deutlich reicher und möchte davon profitieren und ihren Lebensstil erhöhen. Da das Haushaltseinkommen nicht gestiegen ist, erhöht die Familie die Hypothek auf das Haus um den höheren Lebensstil zu finanzieren. Wenn die Preissteigerung des Hauses tatsächlich permanent

ist, wäre dies kein Problem. Bei Fälligkeit der Hypothek, kann die Familie die alte Hypothek durch eine neue ersetzen. Wenn aber die Preissteigerung durch eine Hauspreisblase verursacht wurde, kann es sein, dass der Haushalt seine Hypothek nicht mehr zurückzahlen kann, wenn die Hauspreisblase platzt. Falls sich viele Haushalte so ähnlich verhalten, kann das Platzen der Immobilienblase zu einer Hypothekenkrise führen. (Ein ähnlicher Effekt kann auftreten, wenn Haushalte sich beim Hauskauf übermäßig verschulden, weil sie aufgrund der Extrapolation der vergangenen Preisentwicklung oder eines „irrationalen Überschwangs“ davon ausgehen, dass die Immobilienpreise weiterhin steigen werden.)

Eine Implikation daraus ist, dass Zentralbank und Finanzaufsicht bei steigenden Vermögenspreisen die Verschuldung bzw. Kreditvergabe beobachten sollten. Sollte zum Beispiel die Verschuldung bei einem starken Anstieg der Immobilienpreise ebenfalls stark ansteigen, kann dies eventuell eine mögliche Gefährdung der Finanzstabilität bedeuten. Wenn eine solche Gefahr rechtzeitig erkannt wird, könnte sie zum Beispiel durch eine Erhöhung der Anforderungen an die Kreditvergabe eventuell gemildert werden.

Neben irrationalen Verhaltensweisen auf Finanz- und Immobilienmärkten sind auch irrationale Verhaltensweisen abseits dieser Märkte relevant. Ein Beispiel dafür ist die Prokrastination, womit die Tendenz vieler Individuen beschrieben wird, unangenehme Entscheidungen und Tätigkeiten aufzuschieben. Dieses Verhalten passt nicht zum Idealbild der klassischen Theorie. Zum Einen können sich Individuen dadurch zeitinkonsistent verhalten: Obwohl sich viele Individuen vornehmen, aufgeschobene Tätigkeiten am nächsten Tag (oder in der nächsten Woche etc.) zu erledigen, verschieben sie diese Aufgaben dann erneut. Zum Anderen können durch dieses Aufschieben Kosten entstehen, die durch sofortiges Erledigen vermeidbar gewesen wären. (Vielen Studenten ist dieses Problem bekannt, bevor sie verschiedene Theorien dazu kennengelernt haben.)

Dieses Verhalten kann auf vielfältige Weise relevant werden. Neben dem Aufschieben des Sparens für den Ruhestand ist hier zurzeit vor allem die Finanz- und Wirtschaftspolitik zu nennen: Das Aufschieben von Strukturreformen und der Sanierung von Staatshaushalten kann verheerende Folgen haben.

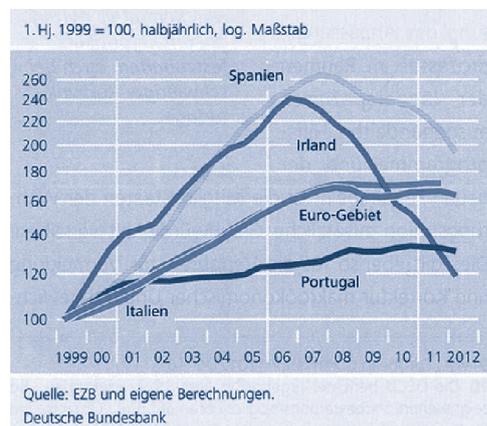
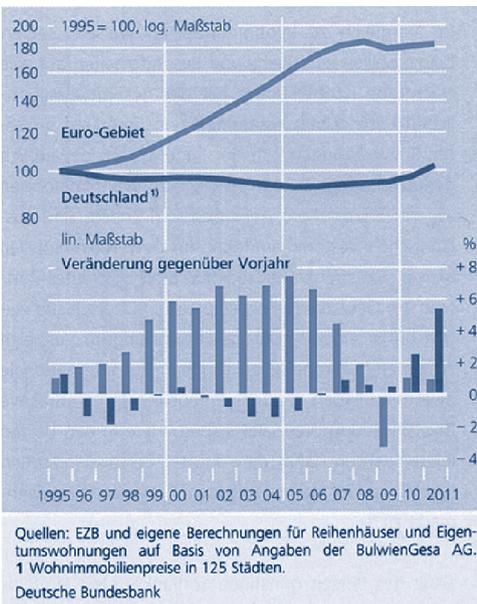
Wenn durch einen nicht an Bedingungen gebundenen Ankauf von Staatsanleihen durch Zentralbanken der Druck von Regierungen genommen wird, die Sanierung der Staatshaushalte voranzutreiben und Strukturreformen zu beschließen, kann die (ursprünglich als unterstützend gedachte) Maßnahme kontraproduktiv wirken. Aufgrund der Tendenz unangenehme Entscheidungen zu verschieben, ist es nicht unbedenklich, in einer Staatsschuldenkrise den Regierungen „Zeit zu kaufen“. Wenn diese Zeit nicht genutzt wird, sondern nur einen weiteren Aufschub gewährt, können solche Maßnahmen die Situation langfristig sogar verschlimmern.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass Verhaltensweisen, die von der Behavioral Economics untersucht werden, enorme Implikationen auf die Finanzmärkte, die Finanzstabilität und die makroökonomische Entwicklung (und damit auf die Preisstabilität) haben können. Daher ist es wichtig, dass Verhaltenstendenzen beobachtet werden und gegebenenfalls erkannte und unerwünschte Verhaltensmuster verringert werden. Da allerdings viele Wirkungsketten und das Zusammenspiel verschiedener Faktoren noch nicht vollständig erforscht sind, steht diese Entwicklung erst am Anfang. Insbesondere über die konkrete Umsetzung besteht noch großer Forschungs- und Diskussionsbedarf.

3.2 1999 – 2008 / 2010: Die Phase trügerischer Homogenität

Die erste Phase der Währungsunion war dadurch gekennzeichnet, dass die Finanzierungskosten für die Banken über die Geldmärkte und für die Regierungen auf den Anleihemärkten homogen waren. In Staaten, in denen die Zinsen vor Beitritt in die Währungsunion hoch waren, kam es zu einem starken Rückgang der Zinsen. Dies führte in diesen Ländern zu einer starken Nachfrage auf den Güter- und Finanzmärkten und zu einem Anstieg der Lohnstückkosten. Die Folge war eine steigende Inflationsrate, die über dem Durchschnitt der Länder der Währungsunion lag. Es kam in einigen Ländern (z. B. in Irland und Spanien) zu einem Boom auf den Wohnungsimmobiliemärkten und die Leistungsbilanzdefizite vergrößerten sich. „Vor der Krise verschleierte die Konvergenz der Finanzierungsbedingungen nationale Unterschiede in der Politik und den Aufbau fiskalischer, makroökonomischer und finanzieller Ungleichgewichte in einigen Ländern.“ (EZB, 2012e, 69). Ex post betrachtet waren die Finanzmärkte offenbar nicht in der Lage, die Situation richtig einzuschätzen und entsprechend zu bepreisen. Die EZB spricht in diesem Zusammenhang deshalb auch „von einer Unterbewertung der Risiken durch die Finanzmarktakteilnehmer“ und von „geringer Marktdisziplin“ (EZB, 2012e, 70).

Abbildung I.3.2: Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien in Deutschland und im Eurowährungsgebiet von 1995–2011



Quelle: Deutsche Bundesbank, 2012d, 57, 24.

Inzwischen ist Allgemeingut, dass Blasen auf den Finanzmärkten ohne übermäßige Kredit- und Geldschöpfung, d. h. ohne Zutun – oder besser Unterlassen – der Zentralbanken nicht entstehen können. Hinzu kommt, dass insbesondere von den USA und Großbritannien ausgehend, Deregulierungen bzw. falsche oder mangelhafte Finanzmarktregulierung ein teilweise unkontrolliertes Wachstum der Finanzindustrie (z. B. in Zypern oder Irland) begünstigte.

„Der Gesamtwert der Finanzaktiva des Eurogebiets hat sich seit 1999 nahezu verdoppelt. Dabei ist der Wert der finanziellen Forderungen insgesamt stärker gewachsen als das nominale BIP, sodass sich der Quotient der ausstehenden Finanzaktiva zum BIP von etwa 800 % im Jahr 1999 auf gut 1.000 % im Jahr 2010 erhöhte.“ (EZB, 2012a, 68)

So stieg etwa der M3-Bestand in der Eurozone von 4.900 Mrd. € Ende 2000 auf 9.400 Mrd. € Ende 2008. Dies entsprach einem Wachstum um über 90 %. Dagegen ist das nominale Bruttoinlandsprodukt in dieser Zeit nur um 31 % gestiegen. Die Umlaufgeschwindigkeit von M3 ist also stark gesunken, d. h. Geld wurde zunehmend zu anderen Zwecken als zur Finanzierung von realwirtschaftlichen Transaktionen verwendet. Die Finanzindustrie hat sich mit Krediten an sich selbst finanziert und sich dabei von der Realwirtschaft losgelöst (siehe hierzu auch Bezemer, 2012).

„Ist der Kreditzyklus nun in der Phase der „Schneeball-Kreditaufnahme“ angekommen, reichen schon kleine Veränderungen im Leitzins oder in den Erwartungen für die weitere Wirtschaftsentwicklung, um die Kreditblase platzen zu lassen. Es kommt dann zum „Minsky-Moment“ (einem plötzlichen Platzen der Blase, Anmerk. der Verf.). Als das Unvermeidliche geschah und zahlreiche deutlich überschuldete US-Immobilienbesitzer Anfang 2007 ihre Subprime-Hypotheken nicht mehr bedienen konnten, platzte die weltweite Kreditblase. Die erste Welle, die vom US-Hypothekenmarkt ausging und sich schließlich auf die privaten Kreditmärkte weltweit auswirkte, kulminierte im Konkurs von Lehman Brothers, der die ganze Welt erschütterte.“ so Thomas Mayer, der bis Mitte 2012 Chefvolkswirt der Deutschen Bank war (Mayer, 2012, 238 f.).

3.3 Seit September 2008 / Mai 2010: immer wieder Geldmarkt- / Kapitalmarktprobleme

Mit dem Tag des Zusammenbruchs von Lehman Brothers war die Welt auf den Finanzmärkten eine andere. „Als sich mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers die wirtschaftliche und finanzielle Lage drastisch zuspitzte und das Vertrauen einbrach, wurde im privaten Sektor deutlich, dass die rasch steigenden Arbeitskosten, Immobilienpreise und Leistungsbilanzdefizite in den finanziell unter Druck geratenen Ländern (Irland, Griechenland, Portugal sowie später Spanien und Italien (mittlerweile ist auch Zypern dazugekommen, Anmerk. der Verf.) auf Dauer nicht tragfähig sein würden.“ (EZB, 2012e, 70). Erkannt wurden diese Probleme aber mit einer längeren Zeitverzögerung, und zwar erst 2010, wenn man die heftige Reaktion auf den Märkten für Staatsanleihen hierfür als Indikator heranzieht.

Der Vertrauensverlust auf den Interbanken-Geldmärkten hatte zur Folge, dass diese Märkte schlagartig austrockneten und Banken hierüber weder kurzfristig Geld anlegen wollten, noch Geld aufnehmen konnten.

„Ab Mai 2010 wurden Staatsanleihemärkte ebenfalls beeinträchtigt, da es zu einer plötzlichen und teilweise übermäßigen Neubewertung der Risiken kam.“ (EZB, 2012e, 75). Während die Märkte bis 2010 die Risiken kaum beachteten, kam es danach zu einer deutlichen Neubewertung. Die EZB spricht hier auch von Ansteckungseffekten (2012e, 76).

Im Zuge der Maßnahmen gegen die Finanzmarktkrisen der letzten Jahre beschloss die EZB die Durchführung von Direktkäufen am Markt für gedeckte Bankschuldverschreibungen wie z. B. Pfandbriefen (Juli 2009 und November 2011) und infolge der „Griechenland-Krise“ im Mai 2010 auch von Staatsanleihen als geldpolitische Sondermaßnahmen (sog. „SMP-Programm“; zu den Hintergründen, die zur Einführung dieses Programms führten, siehe Ruckriegel, 2013, S. 16f.). Während beim Ankauf von gedeckten Bankschuldverschreibungen von vornherein jeweils ein bestimmtes Ankaufsvolumen – 60 Mrd. € für das erste Programm vom Juli 2009 und 40 Mrd. € für das zweite Programm vom November 2011 – festgelegt war, wurde das Ankaufsvolumen bei Staatsanleihen von vornherein nicht begrenzt, um damit kurzfristig beruhigend (stabilisierend) auf den Staatsanleihemarkt zu wirken.

Bis Anfang 2012 hatten sich die Ankäufe von Staatsanleihen, die seit dem 10. Mai 2010 erfolgten, auf rd. 220 Mrd. € in der Bilanz des Eurosystems kumuliert. Am 30. Juli 2010 war das erste Ankaufsprogramm für gedeckte Bankschuldverschreibungen abgeschlossen. Die erworbenen Papiere sollen von den Zentralbanken des Eurosystems bis zur Fälligkeit gehalten werden. Mit diesem Ankaufprogramm sollte dieses spezielle Segment des Finanzmarktes, das durch die Finanzmarktkrise besonders hart getroffen wurde, gestützt werden, da es bei der Refinanzierung der Banken von Bedeutung ist. Im Gegensatz zum Ankauf von gedeckten Bankschuldverschreibungen wird der durch den Ankauf von Staatsanleihen erzeugte Liquiditätseffekt durch das Angebot von Termineinlagen sterilisiert, d. h. abgeschöpft. Während das Eurosystem zunächst nur Anleihen von Griechenland, Irland und Portugal aufgekauft hatte, weitete sie ab August 2011 diese Ankäufe auf italienische und spanische Anleihen aus. Hintergrund dafür war, dass die deutsche Bundesregierung im Juli 2011 durchsetzte, dass auch Privatanleger Verluste bei Staatsanleihen aus Krisenstaaten tragen müssten. Diese Beteiligung entspricht zwar dem für eine Marktwirtschaft elementaren Haftungsprinzip, doch daraufhin wurden Staatsanleihen einzelner Euro-Länder als nicht mehr sichere Anleiheklasse eingestuft.

So griffen im August 2011 die Marktzweifel, die bis dahin nur im Hinblick auf Griechenland, Irland und Portugal bestanden, auf Italien und Spanien über, was sich auch in den Zinssätzen für Staatsanleihen dieser Länder niederschlug. „Ich habe den Druck von Märkten immer sehr begrüßt. Doch ich muss eingestehen, dass der Druck der Märkte in den ersten zehn Jahren des Euro total versagt hat. In der Zeit vor der Krise gab es überhaupt keinen Druck, und als die Krise ausbrach, war der Druck völlig übertrieben. Die Märkte haben sich gegenseitig Angst eingejagt, die Marktakteure haben sich wie eine Schafherde verhalten“, so der Präsident der Französischen Zentralbank Christian

Noyer (2011).³ Mit Druck der Märkte ist die Idee verbunden, dass Märkte eine disziplinierende Wirkung auf die Marktteilnehmer haben (sollen). **Steigende Zinsen sollen die Konsequenzen einer expansiven Fiskalpolitik offenbaren und die Regierungen dazu bewegen, zu einem solideren Ausgabegebaren zurückzukehren.**

Steigende Zinsen können aber auch zu selbsterfüllenden Effekten führen und ein Land erst in die Zahlungsunfähigkeit treiben. Gerade um das zu vermeiden, kündigte **EZB-Präsident Mario Draghi** in einer Rede in London im Juli 2012 unbegrenzte Interventionen bei Staatsanleihen – das sog. **„Outright Monetary Transactions Programme“** (OMT-Programm) – an. **„Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough.“** (Draghi, 2012).

Das OMT-Programm löst das SMP-Programm ab. Der Unterschied zwischen dem OMT-Programm und dem SMP-Programm liegt zum einen darin, dass es sich um die Zusage von ggf. „unbegrenzten Käufen“ von Staatsanleihen durch das Eurosystem handelt, und dass zum anderen diese Käufe unter einer strikten Konditionalität durch die Bindung von OMTs an ein ESM-Programm (Programm des Europäischen Stabilitätsmechanismus) stehen. „Dadurch wird sichergestellt, dass der Reformdruck auf die betroffenen Mitgliedsstaaten hoch bleibt und sie zu Fiskaldisziplin angehalten werden. Mit dem OMT sollen lediglich ungerechtfertigte Zinsspitzen abgeschnitten werden.“ (Asmussen, 2013).

Im Rahmen des OMT-Programms wurden bisher keine Staatsanleihen durch das Eurosystem angekauft (Stand Juni 2013).

Dass das SMP-Programm – von anfänglichen Erfolgen abgesehen – keinen durchschlagenden Erfolg auf den Märkten hatte, beruhte darauf, dass das Handeln der EZB einerseits aufgrund mangelnder Geschlossenheit im EZB-Rat nicht glaubhaft war, und somit den Märkten auch keine Orientierung vorgeben konnte, da eine klare Festlegung auf ggf. unbegrenzte Käufe wie beim OMT-Programm fehlte. Andererseits können dadurch die strukturellen Probleme in den betroffenen Ländern nicht gelöst werden.

Ein Beispiel dafür, welchen Einfluss eine glaubhafte Maßnahme auf die Märkte hat (wenn auch in einer Volkswirtschaft mit völlig anderen Bedingungen wie in den Euro-Problemländern), lieferte 2011 die Schweizer Nationalbank (SNB), indem sie einseitig mit 1,20 Franken je Euro einen – aus Sicht des Euros – Mindestkurs (-preis) für den Wechselkurs des Schweizer Franken in Euro festlegte und den Märkten damit eine klare Richtung vorgab. Sie werde – so das knappe Statement der SNB – „den Mindestkurs mit aller Konsequenz durchsetzen“ und sie sei bereit „unbeschränkt Devisen zu kaufen.“ (siehe hierzu im Einzelnen Kap. V.3).

Die Ankündigung von unbegrenzten Interventionen im Rahmen des OMT-Programms hat – zumindest kurzfristig – Wirkung gezeigt. Die Renditen für Staatsan-

³ „Bei großen Wellen aus Euphorie und Panik setzt sie (die stabilisierende Spekulation, Anmerk. der Verf.) fatalerweise aber aus, was zu entsprechenden Blasen und anschließenden Crashes führt – genau dann, wenn man die stabilisierende Spekulation am dringendsten bräuchte. Dann passiert das genaue Gegenteil. In Wirklichkeit tendiert die Spekulation dann dazu, die Welle zu verstärken, was als Prozyklik mittlerweile hinlänglich erkannt ist,“ (Fricke, 2013a, 343 und 2013b).

leihen gingen deutlich zurück. In der EZB-Pressekonferenz vom 6. Juni 2013 sagte Mario Draghi, der Präsident der EZB, dazu: „When we all look back at what OMT has produced, frankly when you look at the data, it's really very hard not to state that OMT has been probably the most successful monetary policy measure undertaken in recent time.“

Bei der **mündlichen Verhandlung des Bundesverfassungsgerichts** am 11./12.6.2013 zur Frage der Rechtmäßigkeit des Staatsanleihen-Ankaufsprogramms der EZB, argumentierte die Seite der **Kläger** damit, dass die **EZB ihr rechtliches Mandat überschritten** hätte. Die **EZB argumentiert** hingegen, dass aus **ökonomischer / wirtschaftspolitischer Sicht** dem **Eurosystem gar nichts anderes übrig geblieben** sei, als **am Markt zu intervenieren**. „Some critics have argued that because of our determined policy action, the shoring up of bank capital and the consolidation of fiscal positions have been delayed. My answer is simple. **Our measures gave breathing space from markets driven by panic, which were forcing the economy into a position where inappropriately high interest rates would make default a self-fulfilling prophecy.** Adjustment would have been impossible. Instead of better capitalised banks and stronger fiscal positions we would have been left with financial and economic meltdown.“ so **Mario Draghi** (Draghi, 2013a).

Der Vertreter der EZB bei der mündlichen Verhandlung beim Bundesverfassungsgericht, das Direktoriumsmitglied **Jörg Asmussen**, trug dazu im Einzelnen Folgendes vor (Asmussen, 2013): „Um die Notwendigkeit unserer geldpolitischen Maßnahmen zu verstehen, ist es wichtig, sich das ökonomische Umfeld im Sommer letzten Jahres vor Augen zu führen: Die Angst vor einem unfreiwilligen Auseinanderbrechen der Währungsunion führte zu schweren Spannungen auf den Kapitalmärkten. Zentrum dieser Verwerfungen waren Turbulenzen auf dem Markt für Staatsanleihen – dem größten Kapitalmarkt im Eurogebiet. Zugleich ist der Markt für Staatsanleihen äußerst wichtig für die Preisbildung in anderen Kapitalmarktsegmenten, etwa für Bank- und Unternehmensanleihen. Die **Unterschiede zwischen den Renditen der Staatsanleihen** der Länder im Euro-Raum stiegen auf ein Maß, das in einigen Fällen **über das durch die Fundamentaldaten gerechtfertigte Niveau deutlich hinausging**. Ein Teil dieser Renditeaufschläge konnte durch die Sorge der Marktteilnehmer um die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen erklärt werden. Fiskalische Gründe alleine reichten zur Erklärung allerdings nicht vollumfänglich, denn der rapide Anstieg der Renditeaufschläge im ersten Halbjahr 2012 ging nicht mit einer äquivalenten Verschlechterung der Fundamentaldaten dieser Länder einher. Gleichzeitig bestand akute Ansteckungsgefahr anderer Länder in der Eurozone, was auf systemische und nicht nur länderspezifische Risiken hindeutete. Ein wesentlicher, **treibender Faktor** war dabei die **Marktbefürchtung** über ein unfreiwilliges Auseinanderbrechen der gemeinsamen Währung – d. h. **die Angst** vor der „Umkehrbarkeit des Euro“ und das damit verbundene implizite Wechselkursrisiko. Diese Einschätzung wurde auch in Modellrechnungen bestätigt, wonach der Renditeaufschlag, der nicht durch Fundamentaldaten erklärt werden konnte, im Juli 2012 für 2-jährige italienische und spanische Staatsanleihen bei bis zu 2 Prozentpunkten lag.“

Hans-Werner Sinn, der als Sachverständiger zur mündlichen Verhandlung des BVerfG geladen war, vertrat hierzu eine ganz andere Position: „Bevor zu den Begründungen der EZB im Einzelnen Stellung genommen wird, ist es notwendig, sich die

fundamentale Bedeutung von Zinsspreizungen in der Marktwirtschaft klar zu machen. Diese **Spreizungen sind notwendig**, um die **unterschiedlichen Risiken der Investitionen adäquat im Zins abzubilden** und die effektiven Zinsen im Sinne einer mathematischen Zinserwartung gleich zu machen. ... **Eingriffe in die freie Preisbildung sind deshalb grundsätzlich schädlich für die Effizienz wirtschaftlicher Prozesse.**“ (Sinn, 2013, 52, 55). Ähnlich argumentierten die geladenen Sachverständigen Jens Weidmann (Präsident der Deutschen Bundesbank), Clemens Fuest (Präsident des ZEW, Mannheim) und Harald Uhlig (Universität Chicago); Marcel Fratzscher (Präsident des DIW, Berlin), der auch als Sachverständiger geladen war, stützte hingegen die Position der EZB (siehe hierzu auch Giavazzi et al., 2013 sowie Konrad et al., 2013, Demary / Matthes, 2013 und Matthes / Demary, 2013). **Für die EZB liegen den unterschiedlichen Zinssätzen zwar ebenfalls fundamental begründete Risikoeinschätzungen zugrunde, aber eben nur zum Teil.**

Welche Probleme steigende Zinsen haben können, zeigt folgender Zusammenhang: Die Differenz zwischen dem durchschnittlichen Markzinssatz und dem Nominalwachstum, multipliziert mit dem Schuldenstand ergibt (vereinfacht) den Primärüberschuss (in % des BIP), der erforderlich ist, um den Schuldenstand konstant zu halten (siehe ausführlich dazu Kap. V.1). Der Primärüberschuss ist der Überschuss im Staatshaushalt (bezogen auf das BIP) vor Zinszahlungen. Und hier macht es einen großen Unterschied, ob wie im Falle Italiens der Zinssatz bei mehr als 7,5 % (Rendite 10jähriger Staatsanleihen Ende November 2011) oder bei 5,5 % (Ende Februar 2012) oder bei gut 4 % (Anfang Juni 2013) liegt. Bei einem Nominalwachstum von 2 % beträgt die Differenz im ersten Fall 5,5 %-Punkte, im zweiten 3,5 %-Punkte bzw. 2,0 %-Punkte in dritten. Bei einer Staatsverschuldung von 120 % (des BIP) braucht Italien einen Primärüberschuss von 6,6 % bzw. 4,2 % bzw. 2,4 %. Bei einem BIP von rund 1.500 Mrd Euro (2009) macht dies einen Unterschied von 36 Mrd. (2,4 % des BIPs) bzw. von 63 Mrd. (4,2 % des BIPs) beim Konsolidierungsbedarf, und zwar jährlich aus – und dies nur, um den Schuldenstand konstant bei 120 % des BIPs zu halten. Zudem ist zu berücksichtigen, dass durch die Konsolidierungsmaßnahmen kurzfristig unter Umständen auch die Konjunktur negativ beeinflusst wird. **Die Konsolidierung und das Umsetzen von Maßnahmen zur Strukturanpassung werden durch solche Zinsreaktionen also deutlich erschwert.**

Der massive Zinsanstieg in den „Problemländern“ war auch der Grund, weshalb die EZB am Markt intervenierte. Die EZB begründet ihre Intervention auch damit, dass die Höhe des Zinssatzes für Staatsanleihen in einem Land auch Rückwirkungen auf die Zinssätze für andere Kredite in diesem Land hat. Zinsbewegungen auf den Anleihemärkten schlagen auf andere Zinssätze durch, sodass der zentrale Ansatzpunkt der Geldpolitik, die Transmission des geldpolitisch gewollten Tagesgeldsatzes im selben Ausmaß in jedem Land der Währungsunion auf das gesamte Zinsspektrum eines Landes nicht mehr gelingt. Allerdings ist fraglich, ob das bei der derzeitigen Heterogenität überhaupt gelingen kann.

Box I.3.2: Gibt es Fortschritte in Europa?

Ebenso wie einzelne Menschen ändern auch Gemeinwesen ihre schlechten Gewohnheiten oft erst dann, wenn sie keine andere Wahl haben. Unter dem Druck der Krise wandeln sich die Randländer der europäischen Währungsunion mit teilweiser atemberaubender Geschwindigkeit. Ihre Ausgangslage war vielfach schlecht. Aber das Tempo des Wandels ist in vielen Bereichen sogar noch beeindruckender, als es in Deutschland in den Reformzeiten der „Agenda 2010“ von 2003 bis 2006 war.

Der Wandel zeigt sich in vier großen Bereichen,

1. der Außenwirtschaft,
2. den Lohnstückkosten,
3. dem Staatshaushalt und
4. bei wachstumsfördernden Strukturreformen.

Außenwirtschaft

Vor fünf Jahren schrieben alle heutigen Krisenländer mit Ausnahme Irlands in ihrer Außenwirtschaft tiefrote Zahlen, Griechenland, Spanien, Portugal ganz besonders, Italien etwas weniger. Die Abbildung I.3.3 zeigt, wie sehr sich die Leistungsbilanz der fünf Krisenländer seitdem insgesamt verbessert hat. Ende 2012 konnten die fünf Länder zusammengenommen bereits einen kleinen Überschuss in ihrer Leistungsbilanz ausweisen. Vereinfacht gesagt leben sie seitdem nicht mehr über ihre Verhältnisse.

Beigetragen zu diesem Umschwung hat etwa zur Hälfte ein Einbruch der Einfuhren, der mit dem Platzen der Kredit- und Immobilienblasen in Irland und Spanien im Jahr 2008 begann und sich mit den harten Einschnitten in den Staatshaushalten der Jahre ab 2010 fortsetzte. Aber die Hälfte des Umschwungs beruht auf einem echten Anstieg der Ausfuhren. Ob ein Land wettbewerbsfähig ist, lässt sich letztlich nur daran ablesen, ob es für seine im Inland hergestellten Güter und Leistungen genügend Abnehmer auf den Weltmärkten findet. Hier sind die Krisenländer auf dem richtigen Wege schon weit vorangekommen.

Abbildung I.3.3: Leistungsbilanzsaldo in % des BIP, Italien, Spanien, Griechenland, Irland und Portugal



Quelle: Eurostat

Lohnkosten

Auch bei den Lohnkosten ist der Befund eindeutig. Unter dem Druck der Krise müssen die Arbeitnehmer an der Euro-Peripherie erhebliche Einbußen hinnehmen. Volkswirte schauen gerne auf die „realen Lohnstückkosten“, also auf die Lohnkosten pro hergestelltem Produkt (dem Stück), bereinigt um den gleichzeitigen Anstieg der Absatzpreise. Diese Lohnkosten pro Stück waren im Jahr 2012 in Griechenland 12,7 Prozent niedriger als 2009, für Spanien betrug der Rückgang 7,5 Prozent, für Portugal und Irland jeweils etwa 6 Prozent. In Deutschland sind diese Kosten dagegen um 1,9 Prozent gestiegen.

Staatshaushalt

Die Schmerzen der Reform- und Sparpolitik zeigen sich besonders im Staatshaushalt. Alle Krisenländer haben massiv Staatsausgaben gekürzt und Steuern erhöht. Dabei ist der Gesamtumfang bisher in Italien relativ gering, da das Land ja erst im Herbst 2011 unter Anpassungsdruck geraten ist, während Griechenland bereits Ende 2009 mit den Maßnahmen anfangen musste. Für Griechenland belaufen sich die Korrekturen im Staatshaushalt seitdem auf 13,5 Prozent der Wirtschaftsleistung, für Portugal immerhin auf über 8 Prozent.

Der Vorwurf, die Krisenländer am Rande des Euro würden nicht eifrig sparen, wird durch die Fakten widerlegt. Allerdings müssen wir eines berücksichtigen. Diese Zahlen zeigen, um wie viel die Länder ihre staatlichen Leistungen insgesamt gesenkt und die Steuersätze insgesamt erhöht haben. Als Folge der harten Sparpolitik ist die Binnenkonjunktur in diesen Ländern jedoch regelrecht eingeknickt. Aus diesem Grund haben sich die tatsächlichen Defizite in den Staatshaushalten der Länder um weit weniger eingengt, als es den eigentlichen Sparbeschlüssen entspricht. Erst wenn die Rezession einem neuen Aufschwung weicht, in dem die Steuereinnahmen wieder normal sprudeln und die Arbeitslosigkeit zurückgeht, werden die Sparerfolge voll sichtbar werden.

Deutschland hat von 2009 bis 2012 insgesamt seine Haushaltspolitik kaum gestrafft. Das macht auch einen gewissen Sinn. Dank seiner früheren Reformen ist Deutschland ja ohnehin auf dem Weg zu einem ausgeglichenen Budget.

Strukturreformen

Unter dem Druck der Euro-Krise haben viele Randstaaten der Währungsunion seit 2010 begonnen, die wesentlichen Elemente der Agenda 2010 auch bei sich umzusetzen. Geringere Rentenansprüche, ein gelockerter Kündigungsschutz, weniger großzügige Sozialleistungen, geringeres Arbeitslosengeld, höhere Verbrauchsteuern, Einschnitte bei vielen Staatsausgaben sowie eine durch Massenarbeitslosigkeit erzwungene Lohnzurückhaltung gehören in fast allen Krisenländern mittlerweile zum Alltag.

Der Dachverband der wirtschaftlich fortgeschrittenen Länder, die OECD in Paris, hat diese Ergebnisse bestätigt: Gerade die Krisenländer am Rande der Währungszone haben in den vergangenen Jahren immer mehr wachstumsfördernde Wirtschaftsreformen umgesetzt. Sie sind damit allen anderen Mitgliedern der OECD weit voraus.

Die Goldmedaille in der OECD Reformliga vom April 2013 geht an Griechenland, Irland erreicht Silber. Nach einer Bronzemedaille für Estland, das 2008–2011 ebenfalls eine tiefe Krise durchlebte, kommen Portugal und Spanien auf die Plätze vier und fünf. Unter den 30 Ländern, die die OECD unter die Lupe nimmt, stehen die vier von der Euro-Krise am meisten gebeutelten Länder im Hinblick auf Reformen weit vorne unter den besten fünf. Deutschland findet sich dagegen mit Belgien, den Niederlanden und Luxemburg im unteren Drittel. Sie haben keine nennenswerten Reformfortschritte zu vermelden.

Ausblick

Gemessen an Ausfuhrkraft, Staatshaushalt und Lohnkosten kommen Kerneuropa und die Peripherie sich näher. Dort, wo Bürger und Staat vor der Krise über ihre Verhältnisse gelebt haben, müssen alle die Gürtel enger schnallen. Während die Ausfuhr zulegt, sinken Binnennachfrage und Löhne. Gleichzeitig sehen wir in Deutschland einen Trend zu einem etwas genussvolleren Leben.

Diese Konvergenz gilt nicht für die kurzfristige Konjunktur. Die notwendige Korrektur der Staatshaushalte am Rande Europas und die bereits gute Lage in Deutschland zeigen sich ja gerade darin, dass die Randländer in einer tiefen Rezession stecken, während Deutschland sich vergleichsweise gut hält. Aber dies ist nur eine vorübergehende Nebenwirkung der Therapie. Das Auseinanderdriften der kurzfristigen Nachfrage darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich die Länder in ihren langfristig prägenden Strukturen wesentlich ähnlicher werden.

Die Eurozone ist zwar eindeutig auf dem richtigen Weg. Aber zum Erfolg gehört der politische Wille, den eingeschlagenen Weg weiterzugehen, bis die Erfolge der Reformen in Randeuropa in neuem Wachstum, mehr Arbeitsplätzen und soliden Staatsfinanzen sichtbar werden. Sollte beispielsweise Italien die unter Premierminister Monti umgesetzten Sparmaßnahmen und Reformen rückgängig machen, würde das Land den Schutz des Europäischen Rettungsschirmes und der Europäischen Zentralbank verlieren. Sollte in den Garantieländern der Wille schwinden, alle Reformstaaten zu stützen, könnte dies ebenfalls massive Turbulenzen auslösen, die den Euro nochmals in eine Existenzkrise stürzen könnten. Aber wenn der politische Wille sich als stark genug erweist, kann die Eurozone insgesamt als eine reformierte und damit dynamischere Region aus der Krise hervorgehen, als sie es vorher war.

Box erstellt von Holger Schmieding (Berenberg Bank).

4 Zusammenfassung

Zum 1.1.1999 begann die Währungsunion mit 11 Ländern. Gemäß dem Vertrag von Maastricht mussten sich diese Länder vorher für den Beitritt qualifizieren, d.h. bestimmten Konvergenzkriterien und rechtlichen Anforderungen genügen. Bei den Konvergenzkriterien lag das Hauptaugenmerk auf der Preisentwicklung, den langfristigen Zinsen, der Teilnahme am Wechselkursmechanismus des EWS sowie auf einer tragbaren Finanzlage der öffentlichen Haushalte. Während eine Reihe von Ländern das Haushaltsdefizit durch Maßnahmen mit einmaligem Charakter unter die 3%-Hürde drückte, haben beim Schuldenkriterium insbesondere Belgien, Griechenland und Italien den Referenzwert deutlich verfehlt.

Ab 2000 fanden routinemäßig bzw. auf Antrag einzelner Länder Konvergenzprüfungen statt. Im Falle von Schweden kam ein Beitritt jeweils nicht zustande, weil dieses Land nicht dem Wechselkursmechanismus II beigetreten war und im Rahmen der Zen-

tralbankgesetzgebung nicht alle Voraussetzungen geschaffen hatte. Diese Gründe standen bereits 1998 einem Beitritt zur Währungsunion entgegen. Griechenland hingegen hat die „Konvergenzprüfung“ im Jahr 2000 bestanden und ist folglich zum 1. 1. 2001 in die Währungsunion aufgenommen worden. Bei Griechenland äußerte die EZB aber Bedenken hinsichtlich einer auf Dauer tragbaren Finanzlage der öffentlichen Haushalte. Hinzu kam, dass die Inflationsrate Griechenlands durch Einmalmaßnahmen beeinflusst wurde. Zudem mussten im Nachhinein die von Griechenland gemeldeten Zahlen korrigiert werden.

Die Länder, die 2004 in die EU aufgenommen wurden, verpflichteten sich, zu einem späteren Zeitpunkt den Euro als Währung einzuführen. 2007 wurde Slowenien, 2008 Malta und Zypern, 2009 die Slowakei, 2011 Estland und 2014 Lettland in die Währungsunion aufgenommen. Der Antrag von Litauen wurde vor allem mit dem Verweis auf mangelnde Nachhaltigkeit beim Inflationskriterium abgelehnt.

Auch die Europäische Währungsunion hat sich dem Sog der von den Immobilienmärkten in den USA und einigen europäischen Ländern ausgehenden Finanzkrise nicht entziehen können. Ab 2010 gerieten dann insbesondere die Staaten in Schwierigkeiten, die schon vor Ausbruch der Krise eine relative hohe Staatsverschuldung hatten (Griechenland, Italien) bzw. die von der Krise wirtschaftlich sehr stark getroffen wurden (Spanien, Irland, Portugal, Zypern). Dies hat auch die EZB veranlasst, auf dem Markt für Staatsanleihen zu intervenieren.

Kontrollfragen

- 1 Was ist mit dem Konvergenzkriterium einer auf Dauer tragbaren Finanzlage der öffentlichen Hand gemeint?
- 2 Wie wurde bis zur Ablehnung des Antrags Litauens im Jahr 2006 mit den Konvergenzkriterien bei der Beschlussfassung über den Kreis der Teilnehmerstaaten an der Währungsunion umgegangen?
- 3 Erläutern Sie den Balassa-Samuelson-Effekt.
- 4 Warum ist reale Konvergenz wichtig?



Lösungen unter
europa-geldpolitik.de

Weiterführende Literatur

ISSING, O. (2008), *Der Euro – Geburt, Erfolg, Zukunft*, München.

Otmar Issing war eine außergewöhnliche und entscheidende Person bei der Schaffung des Euro, zunächst als Chefvolkswirt und Mitglied des Direktoriums der Deutschen Bundesbank und anschließend – von 1998 bis 2006 – als Chefvolkswirt und Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank. Sein Buch schildert u. a. die Vorgeschichte des Euro und den schweren Abschied der Deutschen von der D-Mark.

BALDWIN, R., WYPLOSZ, C. (2009), *The Economics of European Integration*, 3. A., London et al.

GROSSE HÜTTMANN, M., WEHLING, H. G. (Hrsg.) (2013), *Das Europalexikon – Begriffe. Namen. Institutionen*, 2. A., Bonn.

HERDEGEN, MATTHIAS (2013), *Europarecht*, 15. Aufl., C. H. Beck, München.

MAURER, ANDREAS (2012), *Parlamente in der EU*, Wien.

SCHWARZER, DANIELA (2013), *Die Europäische Währungsunion*, Stuttgart.

TIETMEYER, H. (2005), *Herausforderungen Euro – wie es zum Euro kam und was er für Deutschlands Zukunft bedeutet*, München.

Diese Bücher liefern einen umfassenden Überblick über Geschichte, Institutionen sowie Politikbereiche der EU.

CAPIE, F. H., WOOD, G. E. (Hrsg.) (2003), *Monetary Unions: Theory, History, Public Choice*, London.

Die Beiträge in diesem Sammelband beschäftigen sich u. a. mit den theoretischen Fragen, die im Zusammenhang mit Währungsunionen aus ökonomischer Sicht aufgeworfen werden, mit der Geschichte von Währungsunionen im Allgemeinen und im Speziellen (u. a. mit der Währungsunion in den USA).

JAMES, H., CARUANA, J. (2012), *The Making of the European Monetary Union*, Cambridge (US).

Das Buch von James und Caruana beschäftigt sich mit den Diskussionen und Verhandlungen im Vorfeld des Entstehens der Europäischen Währungsunion. Die Autoren beschäftigen sich intensiv u. a. mit dem im Delors-Bericht 1988/89 erarbeiteten Dreistufenplan zur Schaffung einer europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU).

EUROPÄISCHES WÄHRUNGSINSTITUT (1998), *Konvergenzbericht* (<http://www.ecb.int>).

Der Konvergenzbericht beschäftigt sich im ersten Teil ausführlich mit den Konvergenzkriterien sowie mit den prinzipiellen Anforderungen an innerstaatliche Rechtsvorschriften. Im zweiten und dritten Teil werden konkret die einzelnen Länder analysiert.

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK, *Konvergenzberichte* (<http://www.ecb.int>) und

EUROPÄISCHE KOMMISSION, *Konvergenzberichte* (<http://ec.europa.eu>).

Für EU-Mitgliedstaaten, die noch nicht der Währungsunion angehören und für die kein Sonderstatus (Dänemark; Vereinigtes Königreich) existiert, findet alle zwei Jahre oder auf Antrag eines Mitgliedstaates eine Konvergenzprüfung sowie eine Prüfung der Vereinbarkeit der innerstaatlichen Rechtsvorschriften mit dem EG-Vertrag statt. Nicht nur von der EZB, sondern auch von der EU-Kommission müssen Konvergenzberichte erstellt werden, wobei die EU-Kommission dem Ecofin-Rat vorschlägt, welche Länder in die Währungsunion aufgenommen werden sollen. Die entsprechenden Prüfungen bzw. Vorschläge finden sich in obigen Berichten.

DE GRAUWE, P. (2012), *Economics of Monetary Union*, 9. A., Oxford.

EIJFFINGER, S. C., DE HAAN, J. (2000), *European Monetary and Fiscal Policy*, Oxford.

BALDWIN, R., WYPLOSZ, C. (2009), *The Economics of European Integration*, 3. A., London et al., Part IV.

Im Teil 1 liefert das Buch von De Grauwe eine breite Diskussion möglicher Nutzen und Kosten einer Währungsunion vor dem Hintergrund der „Theorie optimaler Währungsräume“, wobei auch immer wieder konkrete Bezüge zur Europäischen Währungsunion hergestellt werden. Die wichtigsten Aspekte im Hinblick auf die Kosten- / Nutzenüberlegungen werden auch bei Eijffinger / De Haan vorgestellt und diskutiert (S. 14–26). Baldwin / Wyplosz diskutieren in Teil IV Geschichte und Grundlagen der monetären Integration in Europa.

SCHMIEDING, H. (2012), *Unser Gutes Geld – Warum wir den Euro brauchen*, Hamburg.

Der Bankvolkswirt Holger Schmieding (früher Merrill Lynch und Bank of Amerika, heute Chef-Volkswirt der Berenberg Bank), dessen Aufgabe im Wesentlichen darin besteht, (Groß-) Investoren zu beraten, der somit ständig hautnah miterlebt, was „diese“ bzw. „die“ Märkte gerade „fühlen und denken“, beschäftigt sich in seinem Buch mit der Lage im Euro-Währungsraum und dem Stand der Anpassungsprozesse in den einzelnen Ländern.

ASMUSSEN, J. (2013), *Einleitende Stellungnahme der EZB in dem Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht am 11. 6. 2013*.

EZB (2012), *Heterogenität der Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet und deren politische Implikationen*, Monatsbericht August, S. 67–82.

EZB (2012), *Beurteilung der Finanzierungsbedingungen des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet während der Staatsschuldenkrise*, Monatsbericht August, S. 83–104.

RUCKRIEGEL, K. (2012), *Das Verhalten der EZB während der Finanzkrisen(n) – Update*, in: Thomas Sauer (Hrsg.), *Die Zukunft der Europäischen Währungsunion – Kritische Analysen*, Marburg, S. 45–68

RUCKRIEGEL, K. (2013) *Quo vadis, Europäische Währungsunion?*, Nürnberg (www.ruckriegel.org).
In den beiden Monatsberichten beschäftigt sich die EZB mit den Heterogenitäten der Finanzbedingungen im Eurowährungsraum infolge der Staatsschuldenkrise. Sie zeigen den Zusammenhang zwischen dem Anstieg der Zinssätze für Staatsanleihen in einigen Ländern der Währungsunion und einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Privathaushalte in diesen Ländern auf. Damit wurde laut EZB der monetäre Transmissionsprozess in diesen Ländern massiv gestört, was ein Grund für die Interventionen der EZB auf den Anleihemärkten war. Ruckriegel beschäftigt sich in seinen beiden Beiträgen ausführlich mit der Entstehung der Finanzkrise und der Reaktion bzw. dem Wandel in der Reaktion des Eurosystems darauf und zieht dabei die Erkenntnisse der Behavioral Economics zur Erklärung heran. Bei der mündlichen Verhandlung des Bundesverfassungsgerichts zur Frage Rechtmäßigkeit des Anleihen-Ankaufsprogramms der EZB am 11. 6. argumentierte Jörg Asmussen, Mitglied des Direktoriums der EZB, auf der Grundlage der Erkenntnisse der Behavioral Economics.

In bewährter Weise führen die Autoren dieses Standardwerks in die Theorie und Praxis der europäischen Geldpolitik ein. Dabei spannen sie den Bogen von der Entstehung des Eurosystem über die praktische Geldpolitik und die Transmission geldpolitischer Impulse bis hin zu möglichen Störungen der Geldpolitik durch die Fiskal-, Lohn- und Wechselkurspolitik.

Die vollständig neu bearbeitete 6. Auflage geht nicht nur ausführlich auf die Auswirkungen der Finanz-, der Wirtschafts- und der europäischen Staatsschuldenkrise auf die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank ein, sondern berücksichtigt auch neuere geldtheoretische und geldpolitische Erkenntnisse sowie die institutionellen Veränderungen des Eurosystems. Auch Aspekte der Behavioral Economics werden herangezogen.

Das Buch richtet sich an Studierende der Wirtschaftswissenschaften und an Praktiker der Finanzwirtschaft sowie der Wirtschafts- und Finanzpolitik.

