

## DIE LOGIK DER GELDPOLITIK (1)<sup>1</sup>

### *Inhalt*

Zur Vorgeschichte des geldpolitischen Sachverstandes	1
Zur Institutionalisierung des geldpolitischen Sachverstandes	5
Der Auftrag an die Notenbank: vieldimensionale Ad-hoc-Politik oder eindimensionale Stabilitätspolitik?	9
Ein Alternativmodell: die Stabilisierung des langfristigen Zinses	19
Probleme des Übergangs zur Festzinspolitik	40
Zur Diskreditierung der Festzinspolitik in der herkömmlichen Geldtheorie	41

### *Zur Vorgeschichte des geldpolitischen Sachverstandes*

Die Erfindung des Geldes war für die Menschen zunächst eine ebenso zweischneidige Angelegenheit, wie dies bei den meisten umwälzenden technologischen Neuerungen der Fall war.

Die offensichtlichen, für jedermann erkennbaren Vorteile des Geldes lagen darin, daß sich mit seiner Hilfe im Wirtschaftsverkehr leichter rechnen ließ, daß sich leichter Vermögen bilden ließ und daß sich vor allem die wohlstandsmehrende gesellschaftliche Arbeitsteilung besser entfalten konnte.

Das Geld war anderen wichtigen Erfindungen aber auch darin ähnlich, daß Menschen anfänglich nicht in der Lage waren, seine Auswirkungen auf die Individuen und die Gesellschaft einigermaßen zuverlässig abzuschätzen. Daher kam es im Umgang mit dem Geld und mit den sich in der Geldwirt-

---

<sup>1</sup> Überarbeitete Fassung des gleichnamigen Kap. 13 in: B. Wehner, Die Logik der Politik und das Elend der Ökonomie, Darmstadt 1995

---

schaft entwickelnden Finanztechnologien auf vielfältige und immer neue Weise zu Überforderungen und dadurch bedingten Rückschlägen.

Immer aufs Neue überfordert war ein großer Teil der individuellen Wirtschaftsakteure. Sie machten sich als Unternehmer, Konsumenten, Arbeitskräfte, Kapitalanleger oder Kreditnehmer falsche Vorstellungen von der Funktionsweise der Geldwirtschaft, und sie schätzten daher den Wert ihres Geldes und ihrer geldwerten Ansprüche auf der einen und die Last von Schulden und Zinsen auf der anderen Seite im vorhinein falsch ein.

Weit schlimmer war jedoch, daß auch bei den für den politischen Umgang mit dem Geldsystem - und damit für dessen Funktionsfähigkeit - zuständigen Instanzen erhebliche Überforderungen auftraten. Die Politik zeigte sich selten imstande, die Währung so zu verwalten, daß die Geldwirtschaft ihre wohltandsmehrende Funktion ohne schmerzliche Nebenwirkungen erfüllen konnte. Vor allem verstand sie es nicht, den Wert des Geldes dauerhaft stabil und berechenbar zu halten. Daher konnte sie auch nicht für Stabilität und Berechenbarkeit des Zinses in seiner Funktion als Preis des geliehenen bzw. verliehenen Geldes sorgen. Wo aber der Wert und der Preis des Geldes so unberechenbar blieben, waren die einzelnen Wirtschaftssubjekte im Umgang mit dem Geld - und insbesondere mit dem Kredit - erst recht überfordert.

Die Fehler im politischen Umgang mit dem Geld lassen sich im nachhinein in zwei Kategorien unterscheiden, nämlich instrumentelle und ordnungspolitische. Bei der ersten Kategorie von Fehlern geht es darum, mit welchem Instrumentarium und nach welchen Anwendungsregeln der Staat die wohltandsmehrende Funktion des Geldes am besten sichern könne. Weil das Wissen in dieser Hinsicht unzulänglich war, wurden Politik und private Wirtschaftsakteure immer wieder von Inflation, Hyperinflation, Stabilisierungskrisen und Deflation überrascht. Es brauchte ein paar Jahrtausende, bis sich allmählich genügend Sachverstand entwickelte, um die Ursachen dieser unerwünschten monetären Phänomene einigermaßen zu durchschauen. Dieser Sachverstand war u.a. deswegen selten auf der Höhe der Zeit, weil das Geld immer neue und vielfältigere Erscheinungsformen annahm und damit sein Wesen und seine Wirkungsweise wandelte. Für Münzgeld, Papiergeld und Giralgeld bedurfte es jeweils eines anderen, erweiterten theoretischen Verständnisses und mußte der Staat als Währungshüter einen neuen politischen Umgang mit dem Geld einüben.

---

Solange Geld nur in Form von Silber- und Goldmünzen existierte, waren die Anforderungen an den Staat in seiner geldpolitischen Zuständigkeit noch vergleichsweise gering. Die Monarchen hatten das Münzmonopol (auch wenn sie es gelegentlich auf Zeit an Privatleute verpachteten), und sie versorgten die Wirtschaft in dem Maße mit neuem Geld, wie es durch die Entdeckung und Ausbeutung von Edelmetallvorkommen möglich wurde. Aufgrund dieser Abhängigkeit von der Edelmetallförderung entwickelte sich die Geldversorgung natürlich nicht kontinuierlich. Das Auf und Ab im Volumen der Geldprägung löste einen Wechsel von stimulierenden und dämpfenden Impulsen auf die Wirtschaft aus. Später verstärkte auch die sogenannte Münzverschlechterung, d.h. die Verringerung des Edelmetallgehalts der Münzen, die wiederkehrenden wirtschaftlichen Überhitzungs- und Krisensymptome. Im großen und ganzen waren dem Ausmaß der politischen Irrtümer im Umgang mit dem Münzgeld aber enge Grenzen gesetzt. Das Münzgeld war - von heimlichen, also aus Sicht der Bürger betrügerischen Münzverschlechterungen einmal abgesehen - nichts anderes als nach Gewicht und Gestalt genormtes Edelmetall, dessen verfügbare Menge und dessen dadurch bedingter Knappheitsgrad naturgegeben waren. Der geldpolitische Handlungsspielraum des staatlichen Münzmonopols war dadurch auf natürliche Weise eingeengt. Er war zu eng, um auf Dauer geldpolitische Fehler zu ermöglichen, die von sich aus Phänomene wie permanente oder galoppierende Inflation, Depression und abrupte konjunkturelle Krisen auslösten.

Mit der Einführung von Papiergeld wurden die Währungsbehörden vor neue Herausforderungen gestellt. Sie mußten dafür sorgen, daß genügend Vertrauen in den Wert des Papiergelds bestehen blieb, um die Eignung dieses Geldes als allgemeines Zahlungs- und Wertaufbewahrungsmittel zu gewährleisten. Dies wurde zunächst auf sehr einfache und wirksame Weise dadurch erreicht, daß das Papiergeld als ein - bei der Währungsbehörde einlösbarer - Gutschein für eine bestimmte Menge Edelmetall behandelt wurde. Die Benennungen von Währungen wie Lira, Pfund oder Mark waren anfänglich nichts anderes als Gewichtsangaben für Gold.

Solange die Banknoten in diesem Sinne als Gutscheine für Gold anerkannt waren, blieb daher der Wert des Geldes auf längere Sicht so stabil wie der Wert des Goldes. Es gab zwar vorübergehende Phasen, in denen das Geld an Wert verlor, aber es folgten darauf regelmäßig Phasen wieder ansteigenden Geldwertes. Das Phänomen der dauerhaften, sei es schleichenden oder

---

galoppierenden Geldentwertung war unbekannt. Diese langfristige Stabilität des Geldwertes sorgte dafür, daß auch der Zins vergleichsweise stabil blieb. Stabil blieben, da die Banknoten verschiedener Länder Gutscheine für unterschiedliche Mengen Gold waren, zwangsläufig auch die Wechselkurse zwischen den Währungen.

In diesem an das Gold gebundenen Papiergeldsystem waren die Aufgaben der Währungsbehörden transparent und vergleichsweise leicht beherrschbar. Die Notenbanken hatten nicht mehr und nicht weniger zu tun, als bei übermäßigen Ab- oder Zuflüssen von Goldreserven ihre Bedingungen für die Ausleihe von Geld an das Bankensystem anzupassen. Wurde z.B. das Vertrauen in das Papiergeld schwächer und wurde daher zuviel Geld in Gold umgetauscht, dann reagierten die Notenbanken umgehend mit einer Verteuerung ihrer Geldausleihe an die Banken. Dadurch wurde das Geld insgesamt knapper, das Vertrauen in seine Wertbeständigkeit entsprechend größer, und das spontane Bedürfnis, Geld in Gold umzutauschen, ging zurück. Einer weitergehenden Orientierung der Geldpolitik an komplexen gesamtwirtschaftlichen Datenlagen, wie sie heute üblich geworden ist, bedurfte es unter diesen Umständen nicht.

Dies waren günstige Bedingungen nicht nur für ein erfolgreiches Wirken der Notenbanken, sondern auch für privates Wirtschaften. Unternehmen und private Haushalte konnten ihre längerfristigen finanziellen Dispositionen auf der Grundlage einer verlässlichen und durchschaubaren Geldordnung treffen. Über längerfristige Liefer- und Arbeitskontrakte, über Anlagen in Sach- und Geldkapital und über die Aufnahme längerfristiger Kredite konnte entschieden werden, ohne größere Zins-, Inflations- und Wechselkursrisiken zu unterstellen. Insofern war eine viel bessere Geldordnung als diese kaum vorstellbar.

Daß trotzdem das Geld nicht ewig ein von der Notenbank einlösbarer Anspruch auf Gold bleiben konnte, hatte vielerlei Gründe. Ein Grund lag darin, daß Regierungen mit selbstgemachtem Geld Kriege und andere wirtschaftlich desaströse Dinge finanzierten und dabei so viel Geld in Umlauf brachten, daß an dessen Einlösbarkeit in Gold berechtigte Zweifel wuchsen. Der Hauptgrund jedoch war, daß in einer rasch wachsenden und zunehmend arbeitsteilig organisierten Weltwirtschaft das Volumen der Geldtransaktionen nur bei einem entsprechend raschen Wachstum der umlaufenden Geldmenge bewältigt werden konnte. Wegen der begrenzten Verfügbarkeit von Gold konnte dieser wachsende Geldbedarf der Wirtschaft

---

jedoch schwer mit Geld in der Form von Goldgutscheinen gedeckt werden. Möglich gewesen wäre dies nur bei einem anhaltenden Anstieg des Gold- und damit des Geldwertes, d.h. bei einem anhaltenden Rückgang der Preise. Vollends unmöglich erschien es schließlich, neben dem Papiergeld das sich noch schneller ausbreitende Giralgeld, also Bankguthaben, als einlösbaren Anspruch auf die Goldreserven der Notenbank zu behandeln. Als daher schließlich der Geldwert aus seiner Bindung an den Goldwert gelöst wurde, war er keinen natürlichen Beschränkungen mehr unterworfen. Er war von diesem Zeitpunkt an nur noch ein Resultat staatlicher Geldpolitik.

Daß es für den politischen Umgang mit einem vom Gold losgelösten Geldsystem an Sachverstand zunächst empfindlich mangelte, war in der Folgezeit an langen Perioden chronischer Geldentwertung ablesbar und an den vielen akuten Krisen des Geldsystems, d.h. an Hyperinflation und Deflation und an erratischen Wechselkurs- und Zinsentwicklungen. Auch die vielen fehlgeschlagenen Versuche, die entglittene Herrschaft über den Geldwert nachträglich durch Preiskontrollen, Devisenbewirtschaftung und andere symptombekämpfende Maßnahmen wiederzugewinnen, zeugten von der Unfähigkeit der Politik, ein funktionsfähiges Surrogat für die aufgegebene Bindung des Geldes an das Gold zu entwickeln.

Obwohl aus den vielen geldpolitischen Fehlschlägen, zu denen es nach der Abkehr vom Goldstandard kam, wichtige praktische Lehren gezogen werden konnten, war damit der Mangel an geldpolitischem Sachverstand offensichtlich nicht behoben. Die Hauptursache hierfür war, daß der Wandel in der Erscheinungsform des Geldes sich weiter fortsetzte und daß dies die Anforderungen an die Geldpolitik laufend veränderte und erhöhte. Eine der neu aufkommenden, neue Irrtümer heraufbeschwörenden Herausforderungen für die Theorie und die Politik des Geldes war die Entstehung weltweit elektronisch vernetzter Geld- und Kapitalmärkte. Deren für die Geldpolitik wichtigstes Merkmal ist, daß in früher unvorstellbarer gewesener Schnelligkeit und Menge spekulative Geldtransaktionen vorgenommen werden, so z.B. der Wechsel von einer Währung in andere und der Wechsel zwischen kurzfristig verfügbarem Geld und langfristig angelegtem Geldkapital.

*Zur Institutionalisierung des geldpolitischen Sachverstandes*

---

Letzten Endes bildete sich natürlich auch von der Wirkungsweise des Geldes in seinen modernen Erscheinungsformen allmählich ein besseres theoretisches Verständnis heraus. Darauf aufbauend entwickelte sich im weiteren genügend pragmatischer geldpolitischer Sachverstand, um das Geldsystem vor den schlimmsten inflatorischen oder deflatorischen Turbulenzen bewahren zu können.

Einem wirklich erfolgreichen politischen Umgang mit dem Geld stand lange Zeit aber noch eine zweite Kategorie von Fehlern im Wege. Man wußte ungefähr, wie die schlimmsten Auswüchse von Inflation, Deflation, Wechselkurs- und Zinsauschlägen zu verhindern wären, aber man wußte nicht, wie der in dieser Frage verfügbare Sachverstand durchschlagskräftig zu institutionalisieren sei. Man hatte also ein vielversprechendes Verständnis davon entwickelt, wie die wohlstandsmehrende Erfindung des modernen Geldes am besten zur Geltung gebracht werden könnte, aber man war sich noch nicht darüber im klaren, welche Art von politischer Institution dieser Aufgabe in der Praxis gewachsen sein würde.

Daß es nicht genügt, neuartige politische Probleme sachverständig zu durchschauen, sondern daß es zu ihrer Lösung immer auch einer wirksamen - und damit möglicherweise neuartigen - Institutionalisierung des zugehörigen Sachverstandes bedarf, war lange eine wenig beachtete Erkenntnis gewesen. Sie wurde immer wieder von dem konservativen Reflex verdrängt, den politischen Institutionen in ihrer bestehenden Form auch für stark veränderte oder neuartige Aufgaben die Zuständigkeit zu übertragen.

Im Umgang mit dem Geld war aber das Unvermögen bestehender Institutionen, allen verfügbaren Sachverstand zur Lösung neuer Probleme zu nutzen, früher und klarer erkennbar geworden als in anderen Politikbereichen. Auch als längst brauchbare Vorstellungen davon bestanden, wie man den Wert des Geldes sichern oder ihn zumindest einigermaßen berechenbar machen könnte, kam es in vielen Staaten immer noch zu unkontrollierten Inflationsschüben mit all ihren schädlichen Auswirkungen für den Wohlstand der Nation und für die materielle Sicherheit der Bürger.

Als mangelhaft institutionalisiert erwies sich der geldpolitische Sachverstand auch und gerade im herkömmlichen Demokratiemodell, das auf eine

---

Abbildung des Bürgerwillens im politischen Handeln abzielt.<sup>2</sup> Wie wenig die nach diesem Modell geformten Institutionen geeignet sind, geldpolitischen Sachverstand in die Praxis umzusetzen, ließ sich sehr eindringlich z.B. in den jungen postsozialistischen Demokratien beobachten. In den meisten von ihnen war der Übergang vom autokratischen Sozialismus zum demokratischen Postsozialismus zugleich ein Übergang zu einer stark inflationären, teilweise sogar hyperinflationären Geldpolitik, wie sie in anderen Demokratien kaum mehr vorstellbar war. Die zuständigen demokratischen Institutionen vermochten es offenkundig nicht, den in den altkapitalistischen Staaten abrufbaren geldpolitischen Sachverstand zur Grundlage ihres Handelns zu machen.

Daß die Aufgaben der Geldpolitik bei den Regierungen und Parlamenten so vieler herkömmlicher Demokratien schlecht aufgehoben waren, ist einer der aussagekräftigsten Belege für die These von der begrenzten Leistungsfähigkeit politischer Systeme, die nach dem herkömmlichen Demokratiemodell geformt sind. Es zeigt in einem konkreten Politikbereich, daß der Versuch, den Bürgerwillen in der Politik eines allzuständigen Universalstaates abzubilden, systematisch mißlingen kann.

Als eine der wichtigsten Ursachen für dieses Mißlingen hat sich die Unfähigkeit von Politikern erwiesen, innerhalb herkömmlicher demokratischer Institutionen der Verlockung zu widerstehen, Geldvermehrung zum eigenen politischen Vorteil zu betreiben. Wo demokratische Regierungen Einfluß darauf hatten, wieviel Papiergeld gedruckt und wieviel Giralgeld geschöpft wurde, erlagen sie immer wieder den damit verbundenen stabilitätsgefährdenden Versuchungen. Sie brachten z.B. zusätzliches Geld in Umlauf, um damit kurzlebige Wohltaten für die Wähler zu finanzieren, um kurzfristige Finanznöte des Staates zu beheben und um Konjunkturbelebungen auszulösen, die ihrerseits die Wähler günstig stimmen sollten.

Diesen Versuchungen konnten demokratische Staatsführungen nur entgehen, indem sie die Entscheidungsbefugnis in geldpolitischen Angelegenheiten an unabhängige Zentralbanken abgaben. Wie Odysseus sich von seinen Gefährten an den Mast seines Schiffes binden lassen mußte, um den Verlo-

---

<sup>2</sup> S. hierzu auch "Die Logik der Staatsorganisation" in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de). (Erstveröffentlichung als Kap. 5 in B. Wehner, Die Logik der Politik und das Elend der Ökonomie, Darmstadt 1995.

---

ckungen der Sirenenrufe widerstehen zu können, so mußten die Regierungen sich vom Gesetzgeber die eigenen Hände binden lassen, die anders vom Zugriff auf selbstgemachtes Geld nicht abzuhalten waren. Sie mußten sich per Gesetz bzw. per Verfassung verbieten lassen, die Notenbank als Geldgeber des Staates zu mißbrauchen und damit von der Erfüllung ihres Auftrages abzulenken, den Geldwert zu sichern. Aus diesem Grund entstanden in Ländern, deren Bürgern an einem stabilen Geld besonders gelegen war, die ersten unabhängigen Zentralbanken.

Daß unabhängige Zentralbanken tatsächlich besser als herkömmliche demokratische Instanzen geeignet sind, ihren politischen Auftrag zu erfüllen, ist an vielerlei historischen Fakten ablesbar. Es läßt sich durch Leistungsvergleiche zwischen abhängigen und unabhängigen Zentralbanken belegen, aber auch durch Leistungsvergleiche zwischen der Geldpolitik und anderen Politikbereichen. Besonders aufschlußreich ist in dieser Hinsicht der Vergleich zwischen den Leistungen der Geldpolitik und denen der Finanzpolitik. In den Staaten, in denen unabhängige Notenbanken existierten, wurden deren geldpolitische Zielsetzungen in der Vergangenheit durchweg besser erfüllt als die finanzpolitischen Zielsetzungen der Regierungen. Insbesondere wurde die Stabilität der Währung weitaus besser gewahrt als die Solidität der Staatsfinanzen.

Dies ist ein schlüssiges Indiz dafür, daß der geldpolitische Sachverstand in unabhängigen Zentralbanken besser institutionalisiert ist als der finanzpolitische Sachverstand in herkömmlichen Regierungen. Es legt den Schluß nahe, daß auch in der Finanzpolitik plausible Zielvorgaben erst dann zuverlässig erfüllbar werden, wenn der zuständige Sachverstand anders - und möglicherweise ähnlich wie in der Geldpolitik - institutionalisiert ist. Da die Versuchungen, denen Finanzpolitiker sich ausgesetzt sehen, denen der Geldpolitik nicht unähnlich sind, ist also auch diesen Versuchungen möglicherweise nur mit einer organisatorischen List nach dem Vorbild der odysseusschen Selbstbeziehung beizukommen.<sup>3</sup>

Die Schaffung unabhängiger Zentralbanken war das erste historische Beispiel einer institutionellen Annäherung an das in "Die Logik der Staatsorganisation" beschriebene Beauftragungsmodell. Im Umgang mit der Währung

---

<sup>3</sup> Siehe hierzu auch "Die Logik der Finanzpolitik" in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de).

---

hatte sich zuerst die Erkenntnis Bahn gebrochen, daß es nicht in allen Politikbereichen darauf ankommt, den Bürgerwillen möglichst aktuell und möglichst präzise abzubilden, sondern daß es in einigen Bereichen wichtiger ist, einen demokratisch legitimierten Problemlösungsauftrag an eine genau hierauf zugeschnittene Institution zu vergeben.

Der Politikbereich, in dem zuerst ein solcher Problemlösungsauftrag an eine unabhängige Instanz vergeben wurde, fiel somit in den wissenschaftlichen Zuständigkeitsbereich der Ökonomie. Dies ist einer der Gründe dafür, daß die Auseinandersetzung mit der Frage, wie politischer Sachverstand am besten zu institutionalisieren sei, lange Zeit eine Domäne der Ökonomie geblieben ist. Diese Frage muß aber ebenso dringend für andere Politikbereiche gestellt werden, und sie muß - bzw. müßte - daher auch ein vorrangiges Anliegen anderer Wissenschaftsdisziplinen sein.

*Der Auftrag an die Notenbank: vieldimensionale Ad-hoc-Politik oder eindimensionale Stabilitätspolitik?*

Der geldpolitische Sachverstand, der in unabhängigen Zentralbanken auf die bisher beste Weise institutionalisiert ist, hat trotz des fortschreitenden Verständnisses vom modernen Geld und trotz aller pragmatischen Erfolge bei der Stabilisierung der Währung bisher kein allgemein anerkanntes geldpolitisches Handlungskonzept hervorgebracht.

Allgemeine Übereinstimmung besteht bisher allein darüber, welches Ziel die Zentralbanken mit ihrer Politik vorrangig verfolgen sollen. Sie sollen, wie es z.B. im deutschen Bundesbankgesetz formuliert wurde, in erster Linie "die Währung sichern", d.h. verhindern, daß das Geld nicht in unerwünschtem Maß durch Preisniveausteigerungen entwertet wird. Insoweit sie in begrenztem Maß vertretbar erscheint, soll die Geldentwertung darüber hinaus möglichst kontinuierlich und damit vorhersehbar auftreten. Die Währung soll also nicht nur auf lange Sicht sicher sein, sondern es sollen auch abrupte kurz- und mittelfristige Ausschläge ihrer Wertentwicklung verhindert werden.

Damit sind aber die bestehenden Gewißheiten über die Geldpolitik schon nahezu erschöpft. Es hat sich noch kein Konsens darüber eingestellt, welche weiteren Ziele neben der Geldwertstabilität die Zentralbanken möglicherweise zu verfolgen und inwieweit sie auf die Belange anderer Politikberei-

---

che Rücksicht zu nehmen haben. Selbst der originäre geldpolitische Auftrag, die Währung zu sichern, ist nicht auf allgemein anerkannte Weise konkretisiert worden. Weder ist die durchschnittliche Geldentwertungsrate, die auf längere Sicht für angemessen gehalten wird, genauer definiert, noch das Ausmaß der zu tolerierenden vorübergehenden Abweichungen hiervon.

Ebenso unpräzise sind die herrschenden Vorstellungen davon, auf welche Weise die Zentralbanken ihre stabilitätspolitischen Ziele erreichen sollen. Da noch nicht einmal präzise Vorstellungen von den ökonomischen Zusammenhängen bestehen, aus denen sich inflationäre Prozesse entwickeln, sind zwangsläufig auch die Vorstellungen über den zweckmäßigen Einsatz der verfügbaren geldpolitischen Instrumente noch sehr diffus. Die verfügbaren statistischen Indikatoren sind nicht genügend aussagekräftig, um eine zweifelsfreie Einschätzung inflationär wirkender Prozesse zu ermöglichen, und die geldpolitischen Instrumente sind in der Wirkung nicht präzise genug, um auf die statistischen Indikatoren zielgenau reagieren zu können. Dies gilt für die Instrumente der Kreditgewährung an das Bankensystem ebenso wie für Interventionen der Zentralbanken auf den Kapital- und Devisenmärkten. Insofern wundert es nicht, daß noch immer sehr unterschiedliche Modellvorstellungen von der Geldpolitik - und damit von dem an die Zentralbanken zu erteilenden politischen Auftrag - miteinander konkurrieren.

Diese Modellvorstellungen lassen sich grob in zwei Kategorien unterscheiden. Die Modelle der einen Kategorie sind ausschließlich auf das Ziel der Währungsstabilität ausgerichtet und werden im folgenden als eindimensionale Stabilitätsmodelle bezeichnet. In der anderen Kategorie handelt es sich um Modelle, die von vielfältigeren Zielvorstellungen ausgehen. Sie lassen sich als vieldimensionale Ad-hoc-Modelle charakterisieren.

#### Das vieldimensionale Ad-hoc-Modell

Solange Geld noch ein Anspruch auf das Gold der Zentralbank war, konnte die Zentralbank sich nicht viel andere Ziele setzen, als diesen Umtauschanspruch auf Gold erfüllbar zu halten. Dies änderte sich gründlich, als das Geld seine moderne, vom Gold losgelöste Erscheinungsform annahm. Der Geldpolitik eröffneten sich unter diesen Umständen Handlungsspielräume in zuvor ungeahntem Ausmaß. Für alle politischen Ziele, die auf irgendeine

---

Weise mit Geld erreichbar waren, konnte die Zentralbank mittelbar oder unmittelbar instrumentalisiert werden. Als potentielle Geldgeberin des Staates, der Banken und damit der ganzen Wirtschaft konnte sie für die Finanzierung aller öffentlichen Aufgaben und darüber hinaus für Konjunktur, Wachstum und Beschäftigung in die politische Haftung genommen werden.

Genau dies ist natürlich in der politischen Praxis immer wieder geschehen. Das originäre Ziel der Geldpolitik, den Geldwert zu bewahren, wurde auf diese Weise in einen vieldimensionalen gesellschaftlichen Zielkomplex eingebunden, und den Zentralbanken wurde für diesen gesamten Zielkomplex ein gewisses Maß an Mitverantwortung zugeschrieben. Der Stellenwert der eigentlichen geldpolitischen, d.h. der stabilitätspolitischen Aufgabe wurde auf diese Weise zwangsläufig relativiert.

Das Ausmaß, in dem die Geldpolitik solche Mitverantwortung für andere Politikbereiche zu übernehmen hatte, war von Land zu Land und von Regierung zu Regierung sehr unterschiedlich. Wo die Geldpolitik nicht von unabhängigen Zentralbanken, sondern von einer allzuständigen Regierung betrieben wurde, war sie auf besonders vielfältige Weise mit den übrigen politischen Entscheidungsprozessen verflochten. Sie wurde dort neben konjunkturpolitischen auch verteilungspolitischen, außenpolitischen und anderen aktuellen politischen Erwägungen unterworfen. Dabei wurde sie - bewußt oder unbewußt - auch als Mittel zum Machterhalt der jeweils amtierenden politischen Mehrheit eingesetzt, und darüber hinaus zuweilen als Instrument zur Durchsetzung nationaler Wirtschaftsinteressen gegenüber internationalen Handelspartnern.

Stark relativiert wurde die stabilitätspolitische Zielsetzung insbesondere dann, wenn die Arbeitslosigkeit unerwartet anstieg. Vor allem in Westeuropa wurde der langfristige Anstieg der Arbeitslosigkeit seit den fünfziger Jahren immer wieder als konjunkturelles Phänomen mißdeutet und in dieser Eigenschaft einer vermeintlich zu restriktiven Geldpolitik angelastet. Die Politik - und mit ihr weite Teile der öffentlichen und der wissenschaftlichen Meinung - war daher lange der falschen Hoffnung erlegen, durch eine Lockerung der Geldpolitik diesen Anstieg stoppen zu können. Solche falschen Hoffnungen waren auch die Ursache dafür, daß die Geldpolitik sich den stabilitätswidrigen Auswirkungen einer beschleunigten Staatsverschuldung sehr spät und zögernd entgegenstellte.

---

Vor solcher Einbindung in einen vieldimensionalen gesellschaftlichen Zielkomplex wurden auch die politisch unabhängigen Zentralbanken nicht ganz bewahrt. Selbst der im Bundesbankgesetz formulierte Auftrag an die deutsche Bundesbank postulierte eine solche Verknüpfung der Geldpolitik mit den Zielen anderer Politikbereiche. Dieser Auftrag enthielt die Vorschrift, die Bundesbank habe "die allgemeine Wirtschaftspolitik der Bundesregierung zu unterstützen". Auch wenn diese Vorschrift mit der Aufforderung verknüpft war, die stabilitätspolitische Aufgabe zu wahren, war sie doch als eine Relativierung dieser Aufgabe interpretierbar. Daß sich aus ihr z.B. eine Verpflichtung der Bundesbank ableiten ließ, eine von der Finanzpolitik ausgelöste konjunkturelle Fehlentwicklung vorübergehend hinzunehmen, wurde insbesondere bei der Finanzierung der deutschen Wiedervereinigung deutlich.

Daß diese oder andere Rücksichtnahmen der Geldpolitik auf die Belange anderer Politikbereiche auf Dauer Nutzen gestiftet hätten, ist im nachhinein jedoch nirgendwo erkennbar geworden. Die Bemühungen, Geldpolitik im Rahmen einer vieldimensionalen Zielformulierung zu betreiben, sind nie über das Stadium einer Politik des kurzatmigen Ad hoc hinausgekommen. Wo immer das stabilitätspolitische Ziel unter Berufung auf andere, vermeintlich wichtigere politische Anliegen relativiert wurde, haben entweder die damit verbundenen Hoffnungen getrogen, oder es haben sich in unvertretbarem Maß unerwünschte Nebenwirkungen eingestellt. So blieben letztlich nicht nur die Hoffnungen auf mehr Beschäftigung und Wachstum unerfüllt, sondern es stellten sich als Nebenwirkungen u.a. vermeidbare Rezessionen und inflationsbedingte Verwerfungen der Vermögens- und Einkommensverteilung ein. Die ad hoc vorgenommenen Abstriche am Stabilitätsziel bewirkten bestenfalls kurzfristigen Aufschub bei der Bewältigung anderweitiger Probleme. Das beste Beispiel hierfür ist das Problem der Staatsverschuldung. Eine Geldpolitik, die es immer wieder versäumte, auf eine stabilitätswidrige Finanzpolitik sofort mit eigenen Stabilisierungsmaßnahmen zu reagieren, half, die Konsolidierung der Staatshaushalte aufzuschieben, und leistete damit in vielen Fällen einer schleichenden Zerrüttung der Staatsfinanzen Vorschub.

Die zunächst sehr plausible und verlockende Idee, Geldpolitik in den Rahmen eines vieldimensionalen Zielmodells einzubetten, konnte daher trotz langer Bemühungen nicht zu einem kohärenten theoretischen und politischen Konzept weiterentwickelt werden. Es gelang nicht, zwischen den

---

Regeln der Geldpolitik und den Regeln anderer Politikbereiche eine rationale Verknüpfung herzustellen. Die vermuteten Zusammenhänge zwischen monetärer Stabilität und den anderen der Geldpolitik aufgebürdeten Zielsetzungen erwiesen sich entweder als illusionär, oder sie blieben aufgrund ihrer Komplexität undurchschaubar und dementsprechend politisch unherrschbar. Der vieldimensional angelegten Geldpolitik geriet immer mindestens eins ihrer Ziele außer Kontrolle.

Um die vieldimensionale Geldpolitik trotzdem nicht aufgeben zu müssen, griffen Regierungen in die unverstandenen Zusammenhänge zeitweilig mit dem Instrument der Preiskontrolle ein. Sie verzichteten darauf, die Geldentwertung an ihren Ursachen zu bekämpfen, und versuchten, gewaltsam gegen die Symptome ihrer eigenen inkonsequenten Stabilitätspolitik vorzugehen. Sie wollten die Stabilität der Preise auf dem Verordnungswege erzwingen, um die Geldpolitik um so ungestörter für anderweitige politische Ziele einspannen zu können.

Diese Hoffnung stand aber nicht nur theoretisch von vornherein auf tönernen Füßen. Eine auf solchen Hoffnungen gegründete Politik war in der Praxis vor allem deswegen zum Scheitern verurteilt, weil sie administrativ nicht beherrschbar war. Dies wurde mit wachsendem Komplexitätsgrad der Märkte immer offenkundiger. Die erzwungene Einsicht hierin ließ schließlich keine andere Wahl, als die Verantwortung für die Geldwertstabilität wieder ganz auf die Geldpolitik der Notenbank zurückzuverlagern.

Die eindimensionale Stabilitätspolitik:  
Preisniveausteuerung oder Geldmengensteuerung?

Nachdem erkannt war, daß Geldwertstabilität sich nicht verordnen läßt, geriet schließlich das gesamte Modell der vieldimensionalen Geldpolitik zunehmend in Mißkredit. Zwar wurden zunehmend differenzierte Argumente für eine solche Politik entwickelt, aber diese wurden für Politiker und Bürger dadurch um so schwerer nachvollziehbar. Damit wurden in zunehmendem Maß zwei der wichtigsten Anforderungen an eine wohlver-

---

standen demokratische Politik verfehlt, nämlich diejenigen der Simplizität und der Transparenz.<sup>4</sup>

Aufgrund dieser negativen Erfahrungen besannen die politisch unabhängigen Zentralbanken sich zunehmend auf ihre eigentliche stabilitätspolitische Aufgabe. Sie ließen sich weniger von den Wünschen anderer politischer Ressorts ablenken, kurzfristige Anliegen mit einer Politik des leichten Geldes zu unterstützen. Zwar hielt die Geldpolitik sich dabei zunächst noch immer die Möglichkeit offen, ihre Stabilitätsziele ad hoc in bestimmten Grenzen anzupassen und damit allzu unpopuläre Stabilisierungsmaßnahmen letztlich doch aufzuschieben. Die Entschlossenheit, Stabilitätsziele eigenständiger zu bestimmen und unbeirrter zu verfolgen, nahm im Lauf der Zeit jedoch unübersehbar zu. Die Geldpolitik löste sich damit zumindest teilweise aus allzu komplexen und daher unüberschaubaren Zusammenhängen. Sie wurde bescheidener in der Zielsetzung und damit auch einfacher in der praktischen Handhabung. Damit verbesserten sich auch die Aussichten auf die Entwicklung praktikabler geldpolitischer Modelle, die ein wirklich verlässliches regelgeleitetes Handeln ermöglichen und der Überforderung durch das vieldimensionale geldpolitische Ad hoc ein Ende setzen.

Die bescheidener gewordene, ganz auf das Ziel der monetären Stabilität konzentrierte Geldpolitik konnte sich zunächst nur auf eine einzige verlässliche Gewißheit stützen. Dies war die intuitive Einsicht, daß Geld in irgendeiner Weise knapp sein muß, um werthaltig zu sein. Auch ohne praktische Erfahrung war fast jedermann klar, daß Geld, dessen Wert stabil bleiben sollte, nicht in beliebigem Umfang neu gedruckt bzw. geprägt werden durfte - nicht vom Staat und erst recht natürlich nicht von Privatleuten. Diese relativ abstrakte Einsicht galt es nun in möglichst verbindliche Regeln zu fassen. Zum einen mußten objektive Kriterien gefunden werden, mit deren Hilfe die stabilitätskonforme Knappheit des Geldes definiert und dementsprechend ausgerechnet werden konnte, wieviel Geld die Zentralbank ohne Gefahr für die Geldwertstabilität in Umlauf bringen durfte. Zum

---

<sup>4</sup> S. hierzu auch "Unterschlagene Grundrechte in der Demokratie (2)" in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de)

---

anderen mußten die Instrumente bestimmt werden, mit denen Geld gegebenenfalls knapper bzw. weniger knapp gemacht werden konnte.

Solange es Geld noch überwiegend als Papiergeld gab, war das Instrumentarium der Geldverknappung noch einfach und übersichtlich. Da die Stabilität des Geldwertes in erster Linie davon abhing, wieviel frisch gedrucktes Geld die Zentralbank in Umlauf brachte, war die Notenpresse das wichtigste Instrument der Geldpolitik. In einer modernen, weitgehend bargeldlos funktionierenden Wirtschaft ist es aber weniger der Zuwachs an Bargeld, der genügend knapp gehalten werden muß, sondern der Zuwachs an liquiden Bankguthaben.

Voraussetzung dafür, daß deren Volumen wächst, ist eine Ausweitung der Kreditgewährung durch die Banken. Um Geld knapp zu halten, muß daher die Zentralbank dafür sorgen, daß die Banken nicht zu viel neue Kredite vergeben. Sie tut dies, indem sie ihrerseits die Kredite, die sie den Banken einräumt, entsprechend knapp hält bzw. entsprechend teuer macht. Von solchen Maßnahmen der Zentralbank ist es zwar ein relativ weiter Wirkungsumweg zur Stabilität der Preise und der Währung; nachdem aber alle Versuche, den Geldwert auf direktere Weise zu sichern, in der Praxis gescheitert waren, mußte die Geldpolitik sich wohl oder übel mit einem so indirekt wirkenden Instrumentarium begnügen.

Die möglichen Modelle, aus denen die Zentralbank Regeln für stabilitätspolitisches Handeln herleiten kann, unterscheiden sich daher hauptsächlich in der Art, wie dieses indirekte Instrumentarium angewendet wird. Es sind unterschiedliche Orientierungsgrößen denkbar, aus denen darauf geschlossen werden könnte, daß das Geld nicht knapp genug oder möglicherweise zu knapp ist, und es können unterschiedliche Regeln dafür aufgestellt werden, wie auf diese Orientierungsgröße mit dem verfügbaren Instrumentarium einzuwirken ist.

Die Wahl eines geldpolitischen Stabilitätsmodells ist damit zunächst einmal die Wahl der Orientierungsgröße, von der aus die Zentralbank auf eventuelle Abweichungen von der stabilitätspolitischen Zielsetzung schließt. Es gibt daher so viele oder so wenige Grundmodelle der Geldpolitik, wie es geeignete Orientierungsgrößen für den stabilitätspolitischen Handlungsbedarf gibt.

Bei der Suche nach solchen Orientierungsgrößen sind in Theorie und Praxis überzeugende Erfolge lange ausgeblieben. Die Geldpolitik mußte sich daher

---

lange damit abfinden, daß sie die Knappheit des Geldes doch nicht nach objektiven Kriterien definieren, sondern sie nur indirekt an ihren nachträglichen Auswirkungen auf die statistisch gemessene Inflationsrate einschätzen konnte. Sie machte unter diesen Umständen das Geld knapper, wenn bereits ein unerwünscht rascher Verfall des Geldwertes zu beobachten war. Dies bedeutete, daß sie die Ursache unerwünschter Geldwertschwankungen, d.h. die zu geringe oder zu große Knappheit des Geldes, nicht vorbeugend, sondern immer erst im nachhinein bekämpfte.

Als konkurrierende Orientierungsgröße, die unmittelbarer die Ursachen monetärer Instabilitäten reflektieren sollte, wurde schließlich das Wachstum einer statistisch meßbaren sogenannten Geldmenge in Betracht gezogen. Dabei wurde versucht, diese Geldmenge in einer Weise zu definieren, die den Realitäten der zeitgenössischen Geld- und Finanzmärkte Rechnung trägt. Die Definition sollte so gewählt werden, daß die gemessene Geldmenge zweierlei Funktionen erfüllt. Zum einen sollte sie ein zuverlässiger Frühindikator sein, der monetäre Instabilitäten früher als die gemessene Inflationsrate signalisiert. Zugleich sollte sie natürlich eben jene Größe sein, die es genügend knapp zu halten gilt, um Gefahren für den Geldwert auszuschließen.

Als Orientierungsgrößen geldpolitischer Handlungsmodelle haben bisher nur die beiden genannten, d.h. die Wachstumsrate der Geldmenge und die Inflationsrate, in der Praxis eine ernst zu nehmende Rolle gespielt. Beide sind aber - trotz aller Fortschritte in der technischen Handhabung - mit gravierenden Unzulänglichkeiten behaftet geblieben. Sie haben es insbesondere nicht vermocht, die Geldpolitik in der modernen Geldwirtschaft wieder zu einem für die meisten Marktteilnehmer durchschaubaren Geschäft zu machen. Diesen beiden Modellen wird daher im folgenden ein drittes gegenübergestellt, das in vielerlei Hinsicht eine zeitgemäßere Alternative der eindimensionalen Stabilitätspolitik darstellt.

Das Modell, das den geldpolitischen Handlungsbedarf nach der statistisch gemessenen Inflationsrate bemißt, ist auf den ersten Blick natürlich das einfachste und transparenteste. Die Zentralbank gibt in diesem Modell eine bestimmte niedrige Inflationsrate vor, die sie längerfristig zulassen will. Sie legt sich zugleich darauf fest, bei Abweichungen von dieser Rate mit ihrem verfügbaren geldpolitischen Steuerungsinstrumentarium gegenzusteuern. Sie muß bei einer zu starken Teuerung restriktive Maßnahmen ergreifen, d.h. Kredite knapper und teurer machen, und bei einer zu geringen oder

---

negativen Teuerung gegenläufig vorgehen. Dies wäre, wenn sie wirklich zuverlässig funktionierte, eine monetäre Stabilitätspolitik von einleuchtender Simplizität.

Die Erfahrung hat aber gezeigt, daß dieses erfreulich einfache Handlungsmodell in der praktischen Anwendung erhebliche Unzulänglichkeiten aufweist. Die Ursache hierfür liegt hauptsächlich darin, daß die bisher verfügbaren Instrumente der Geldpolitik erstens zu langsam in der Wirkung sind und daß sie zweitens nicht präzise dosiert werden können. Bis die Preissteigerungsrate auf den Einsatz dieser Instrumente in vollem Umfang reagiert hat, vergeht ein Zeitraum von mindestens einem bis zu zwei Jahren. Daher kommen geldpolitische Maßnahmen, die sich an der laufenden Inflationsrate orientieren, in der Regel ein bis zwei Jahre zu spät. Sie entfalten zudem ihre Wirkung erst zu einem Zeitpunkt, für den keine zuverlässigen konjunkturellen Prognosen erstellt werden können. Es besteht daher ein verhältnismäßig großes Risiko, daß geldpolitische Reaktionen auf eine Änderung der Inflationsrate die zyklischen Ausschläge von Rezession und konjunktureller Überhitzung verstärken.

Diese Erfahrung war Grund genug, geldpolitisches Handeln an eine Orientierungsgröße wie die Geldmenge zu binden. Zu diesem Zweck mußte ein Geldmengenphänomen definiert werden, das mit der Inflationsrate in möglichst engem kausalem Zusammenhang steht. Die gesuchte Geldmenge sollte unerwünschte Stabilitätsschwankungen möglichst weit im voraus signalisieren, und geldpolitische Manipulationen an dieser Menge sollten mit möglichst geringer Verzögerung auf die Inflationsrate einwirken.

Daß man über die Geldmenge einigermaßen zuverlässig das Preisniveau steuern kann, war zumindest so lange unmittelbar einsichtig gewesen, wie Geld noch hauptsächlich in Form von Bargeld existierte. Wenn die Zentralbank sich in einer Bargeldwirtschaft langfristig darauf festlegte, den Bestand an Banknoten nur mit einer bestimmten geringen Rate wachsen zu lassen, dann würde dies eine langfristig stabile Entwicklung des Preisniveaus und damit des Geldwertes garantieren. In einer Bargeldwirtschaft wäre daher das Geldmengenwachstum eine sehr plausible Orientierungsgröße für die Stabilitätspolitik.

In der modernen Finanz- und Geldwirtschaft ist es jedoch immer schwerer geworden, für diejenige Geldmenge, deren Wachstum stabilitätskonform gesteuert werden soll, eine geeignete Definition zu finden. Das Geld, das in

---

Zusammenhang mit der Geldwertstabilisierung eine Rolle spielt, ist immer nur jenes, das in einem absehbaren Zeitraum ausgegeben werden soll. Es ist daher abzugrenzen gegenüber dem Geldvermögen, das langfristig angelegt ist, in absehbarer Zeit nicht in Nachfrage nach Wirtschaftsleistungen umgesetzt werden wird und daher keine inflationstreibende Wirkung entfalten kann. Dieses Abgrenzungsproblem war das größte Hindernis für die Entwicklung eines schlüssigen Modells der Geldmengensteuerung.

Trotzdem wurden mit der Steuerung des Geldmengenwachstums, wie sie insbesondere die deutsche Bundesbank betrieb, durchaus respektable Stabilitätspolitische Erfolge erzielt. Diese Erfolge bestätigten zumindest die Vermutung, daß das Wachstum der Geldmenge im Vergleich zur Inflationsrate die bessere Orientierungsgröße für geldpolitisches Handeln darstellt. Für kurze Zeit hatte es sogar den Anschein, als sei hiermit - trotz aller Schwierigkeiten bei der Definition der Geldmenge - die Suche nach dem bestmöglichen Modell der Stabilitätspolitik abgeschlossen.

Die Veränderungen in der Funktionsweise der Finanzmärkte machten es jedoch immer schwerer, die stabilitätspolitisch relevante Geldmenge sinnvoll abzugrenzen. Banken, Unternehmen und auch der Fiskus entwickelten immer differenziertere Einlage- und Anlageformen, bei denen immer schwerer zu entscheiden war, ob es sich um längerfristig angelegtes Kapital oder um nachfragewirksames Geld handelte. Gleichzeitig wurden die Umwandlungstransaktionen von Geld in Geldkapital zunehmend einfacher und damit billiger, und die Marktteilnehmer waren daher geneigt, solche Umwandlungen aus zunehmend geringeren Anlässen vorzunehmen. Das zunächst so überzeugend wirkende Konzept, ein stabiles Geldmengenwachstum als verlässliche Orientierungsgröße zu fixieren, ließ sich aufgrund dieser gewandelten Erscheinungsform des Geldes entsprechend schwerer in eine rationale Praxis umsetzen. Man wußte zwar, daß die Geldmenge gesteuert werden mußte, aber man wußte immer weniger, was die zu steuernde Geldmenge war.

Diese Unsicherheit über das Wesen der Geldmenge war die Ursache dafür, daß sich erhebliche Unsicherheiten in der Politik der Geldmengensteuerung einstellten. Die Geldpolitik war sich nicht sicher, wieviel Geldmengenwachstum sie im voraus als Zielwert ankündigen sollte, und ebensowenig sicher war sie, wie konsequent sie auf Abweichungen von diesen Zielwerten reagieren sollte. Sie konnte nicht ausschließen, daß solche Abweichungen vom Gebrauch einer falschen bzw. überholten Geldmengendefinition

---

herrührten. Notgedrungen wurde daher die angestrebte Wachstumsrate der Geldmenge laufend der aktuellen Datenlage - bzw. deren intuitiver geldpolitischer Deutung - angepaßt, und ebenso die eventuell zu tolerierende Abweichung von dieser Rate.

Auf diese Weise wurde der Stellenwert der Geldmenge als geldpolitischer Orientierungsgröße erheblich relativiert. Aus einer konsequenten Geldmengenpolitik wurde damit de facto wieder eine Ad-hoc-Politik, die neben dem Geldmengenwachstum nach pragmatischen Gesichtspunkten zusätzliche Orientierungsgrößen zu Hilfe nahm. Dabei spielte letztlich doch die Orientierung an der aktuellen Inflationsrate wieder eine wesentliche Rolle. Es wurde also nicht nur über das Geldmengenwachstum die Preisstabilität gesteuert, sondern die erreichte Preisstabilität beeinflusste auch den Verbindlichkeitsgrad der Geldmengendefinition.<sup>5</sup>

Eine so betriebene Geldmengenpolitik wird damit zwangsläufig wieder anfälliger für die Ansprüche aus anderen Politikbereichen. Sie ist stärkerem Druck ausgesetzt, bei der Ausschöpfung des pragmatischen Ermessensspielraums, den sie sich zubilligt, auf solche Ansprüche Rücksicht zu nehmen. Sie kann sich schwerer den politischen Begehren entziehen, sie möge durch großzügige Geldversorgung der Wirtschaft den Handlungsspielraum der Finanz- und Verteilungspolitik kurzfristig sichern helfen. Damit verfehlt eine solche Politik aber das Ziel, der wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Entwicklung zumindest in monetärer Hinsicht eine möglichst verlässliche Grundlage zu geben.

#### *Ein Alternativmodell: die Stabilisierung des langfristigen Zinses*

Daß die eindimensionale Stabilitätspolitik mit ihren bisherigen Orientierungsgrößen, nämlich der Inflationsrate und der Geldmenge, so unbefriedigende Ergebnisse erzielt hat, ist Grund genug, nach anderen, besser geeigneten Orientierungsgrößen Ausschau zu halten. Eine solche Orientierungsgröße muß, wie die positiven und negativen Erfahrungen mit der bisherigen eindimensionalen Stabilitätspolitik gezeigt haben, den beiden folgenden Anforderungen gerecht werden. Es muß erstens eine Größe sein, auf die die

---

<sup>5</sup> Auch die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank war von Beginn an von diesem Zwiespalt gekennzeichnet

---

Zentralbank direkter, d.h. rechtzeitiger und mit präziserer Dosierung einwirken kann als auf die Inflationsrate. Zweitens muß es eine Größe sein, die sich klarer und plausibler definieren läßt als die stabilitätspolitisch relevante Geldmenge. Darüber hinaus sollte diese Größe in einem mindestens ebenso engen ursächlichen Zusammenhang mit der Geldwertstabilität stehen, wie er für das Geldmengenwachstum unterstellt wird. Mit der Stabilisierung dieser Größe durch die Zentralbank sollte sich also möglichst selbsttätig eine Stabilisierung des Geldwertes einstellen. Dies sollte zudem auf möglichst ebenso einfache und einsichtige Weise geschehen, wie es früher durch die Bindung des Geldes an das Gold erreicht wurde.

Die diesen Anforderungen entsprechende geldpolitische Orientierungsgröße kann nur auf einem sehr eng abgesteckten Feld gesucht werden. Zunächst einmal ist hierbei, wie bei jedem regulierenden Eingriff des Staates in die Wirtschaft, zwischen zweierlei Kategorien zu wählen, nämlich zwischen Mengen und Preisen. Die Stabilitätspolitik kann zum einen eine Mengengröße zum Objekt ihrer Steuerung machen wie im Falle der Geldmengensteuerung. Zum anderen kann sie versuchen, eine Preisgröße zu steuern, wie sie es früher mit dem Goldpreis getan hat und später mit dem Preisniveau der Konsumgüter. Die Frage ist daher, ob es eine Mengengröße gibt, die als Steuerungsobjekt besser geeignet ist als die herkömmlich definierten Geldmengen, oder ob es eine Preisgröße gibt, die sich besser eignet als der Goldpreis und das allgemeine Preisniveau.

Da die Stabilität des Geldwertes unmittelbar von der Entwicklung der Preise abhängt, liegt es natürlich nach wie vor nahe, einen Preis zur geldpolitischen Orientierungsgröße zu machen. Das theoretische Ideal einer künftigen Geldpolitik wäre die Steuerung eines Preises, der mit dem Geldwert auf ähnlich einfache und enge Weise zusammenhängt wie früher der Preis des Goldes, der aber nicht von Zufälligkeiten wie den Funden und Fördermengen von Gold abhängt. Demgegenüber wäre die Steuerung einer Mengengröße, sei es einer neu definierten abstrakten Geld-, einer physischen Gold- oder einer sonstigen Menge, immer mit größeren Ungewißheiten hinsichtlich des Geldwertes verbunden.

In der ausufernden Güervielfalt der modernen Marktwirtschaft läßt sich kein einzelnes Gut mehr bestimmen, dessen Preis eine solche Schlüsselrolle für die Geldwertentwicklung spielen könnte wie früher der Preis des Goldes. Es gibt jedoch einen Preis, der unabhängig von aller Güervielfalt mit der Geldwertstabilität immer in einem engen ursächlichen Zusammenhang

---

stehen wird. Dieser Preis ist der Zins. Es ist, genauer gesagt, der Zins für längerfristig ge- und verliehenes Geld.

Der Zusammenhang zwischen dem längerfristigen Zins und der Geldwertstabilität ergibt sich unmittelbar aus dem wirtschaftlichen Kalkül von Geldgebern und Kreditnehmern. Je höher nämlich die voraussehbare Geldentwertungsrate ist, desto höhere Zinsen verlangen die Kapitalanleger für ihr langfristig ausgeliehenes Geld. Sie verlangen im Zins einen Ausgleich dafür, daß das Geld zum Zeitpunkt der Rückzahlung weniger wert sein wird als zum Zeitpunkt der Hergabe. Eine geringe Geldentwertung ist daher Voraussetzung dafür, daß die Kapitalgeber sich mit einem niedrigen Zins für ihre längerfristigen Geldanlagen zufrieden geben. Aus demselben Grund sind die Kreditnehmer bereit, bei einer höheren Inflationsrate einen höheren Zins zu zahlen. Die über die Laufzeit des Kredites eintretende Geldentwertung verringert für sie die reale Last der Geldschuld, und dies schafft zusätzliche finanzielle Spielräume für Zinszahlungen.

Für die Geldpolitik bedeutet dies, daß sie nicht auf Dauer für einen niedrigen langfristigen Zins sorgen kann, ohne zugleich die Inflation niedrig zu halten. Ebenso wenig kann sie einen hohen Zins aufrechterhalten, ohne zugleich die Inflation hoch zu halten. Eine Stabilisierung des langfristigen Zinses auf einem moderaten Niveau würde zwangsläufig mit einer moderaten Geldentwertung einhergehen.

Eine Geldpolitik, die ihre Ziel- und Orientierungsgröße nicht als Wachstumsrate einer Geldmenge und auch nicht als Inflationsrate definiert, sondern als Niveau des langfristigen Zinses, ist daher das hier zu untersuchende Alternativmodell der eindimensionalen Stabilitätspolitik. Dieses soll hier als *Festzinsmodell* bezeichnet werden. Es ist ein Modell, das in der herkömmlichen Geldpolitik seit langem als theoretisch widerlegt und als praktisch gescheitert angesehen wird. Vieles spricht jedoch dafür, daß diese negative Einschätzung falsch begründet oder zumindest historisch überholt ist.

Um das Festzinsmodell geldpolitisch angemessen bewerten zu können, werden dessen wichtigste Eigenschaften im folgenden sowohl aus Sicht der Wirtschaftsakteure wie aus Sicht der verantwortlichen Geldpolitiker dargestellt. Aus Sicht der Wirtschaftsakteure ist zu untersuchen, welche konkreten Vor- und welche eventuellen Nachteile ihnen bei Verwirklichung dieses Modells entstehen würden. Aus Sicht der Zentralbanken ist zu klären, ob eine Stabilisierung des langfristigen Zinses technisch gelingen kann und ob

---

es hierfür evtl. neuer geldpolitischer Steuerungsinstrumente bedarf.

### Die Vorteile des Festzinssystems

Von der Frage, ob der langfristige Zins stabil ist, sind am unmittelbarsten all jene berührt, die Geld längerfristig anlegen oder ausleihen wollen. Es sind Sparer, die langfristiges Geldvermögen bilden, es sind Unternehmer, die längerfristig investieren wollen, und es sind Haus- und Wohnungskäufer, die langfristige Kredite aufnehmen wollen.

Diesen Wirtschaftsakteuren würde eine Welt mit festen langfristigen Zinsen offenkundige Vorteile bieten. Investoren brauchten bei der Planung ihrer Projekte nicht mehr zu befürchten, daß eine unerwartete Zinsentwicklung ihre Liquidität gefährdet und ihre Rentabilitätskalküle über den Haufen wirft. Kapitalanleger brauchten nicht mehr zu befürchten, ihr Geld zum falschen Zeitpunkt und damit zu einem unvorteilhaften Zins ausgeliehen zu haben. Hypothekenschuldner könnten bei Ablauf von Festzinskontrakten nicht mehr von unangenehmen Zinserhöhungen überrascht werden. Für jeden, der längerfristige finanzielle Dispositionen vornehmen will, wäre damit ein erheblich verbessertes, d.h. ein leichter überschaubares und verlässlicheres Entscheidungsumfeld geschaffen. Das Risiko finanzieller Fehlschläge wäre erheblich verringert, und die Bereitschaft sowohl zum längerfristigen Investieren wie auch zum längerfristigen Sparen wäre dadurch gestärkt. Keine Sparentscheidung, keine unternehmerische Investitionsentscheidung und auch keine unternehmerische Beschäftigungsentscheidung würde mehr einer Unsicherheit über die Entwicklung der langfristigen Zinsen zum Opfer fallen. Die sich einstellende höhere Spar-, Investitions- und Beschäftigungsbereitschaft hätte ein höheres Wirtschaftswachstum und einen höheren allgemeinen Wohlstand zur Folge. Von einer erfolgreichen Umsetzung des Festzinsmodells hätte daher jedermann persönliche materielle Vorteile zu erwarten.

Mit einer erfolgreichen Stabilisierung der langfristigen Zinsen wäre zugleich eine der vermutlich wichtigsten Ursachen konjunktureller Instabilitäten eliminiert, nämlich die Spekulationen über die Entwicklung eben dieser Zinsen. Da diese Spekulationen in der Vergangenheit erheblichen Einfluß auf die Investitionsentscheidungen hatten, haben sie den diskontinuierlichen, konjunkturell destabilisierenden Charakter des Investitionsverhaltens beträchtlich verstärkt. In Phasen, in denen ein Anstieg der langfris-

---

tigen Zinsen erwartet wird, ist die Investitionsbereitschaft überdurchschnittlich hoch und erhält die Konjunktur daher expansive Impulse, während bei Erwartung sinkender Zinsen Investitionsbereitschaft und Konjunktur entsprechend rückläufig sind. Dieses Verhalten der Investoren ist ökonomisch rational, und es schlägt sich auch in den statistischen Daten über die Konjunkturverläufe nieder. Konjunkturellen Überhitzungen ging in zurückliegenden Konjunkturzyklen regelmäßig ein Absinken der Kapitalmarktzinsen unter ihr langfristiges Durchschnittsniveau voraus, und Rezessionen folgten zumeist auf einen Anstieg der Kapitalmarktzinsen über dieses Durchschnittsniveau. Daß die Notenbanken diese Ausschläge der langfristigen Zinsen hingenommen bzw. verursacht haben, ist daher im nachhinein eindeutig als ~~stabilitätspolitische Fehlleistung zu bewerten~~. In einem geldpolitischen Regime, das die Notenbanken auf die Fixierung eines langfristigen Zinses verpflichtet, könnte es solche Fehlleistungen nicht geben. Es gäbe daher auch keine Spekulationen über Anstieg und Absinken der langfristigen Kapitalmarktzinsen und daher keine destabilisierenden Auswirkungen solcher Spekulationen auf die Wirtschaftsentwicklung. Kein Investor könnte mehr darauf hoffen, durch zeitliche Verschiebung von Investitionen nennenswert günstigere Finanzierungsbedingungen zu erlangen, und kein Kapitalanleger würde liquide Mittel horten in der spekulativen Hoffnung, sie in absehbarer Zeit zu einem nennenswert besseren längerfristigen Zins ausleihen zu können. Damit wären zwei wichtige Ursachen konjunktureller Instabilität eliminiert.

Angesichts solcher gewichtigen Vorteile ist das Festzinskonzept, wenn es sich denn praktisch realisieren läßt, anderen geldpolitischen Konzepten deutlich überlegen. Es würde nicht nur Unternehmern, Kapitalanlegern, Hypothekenschuldner und Sparern das Leben erleichtern, sondern es wäre mit seinen positiven Wirkungen auf Wohlstand, Konjunktur und Beschäftigung ein Gewinn für die Gesellschaft als ganze. Wenn die Bürger die Wahl hätten zwischen einer Welt, in der nur das Wachstum einer abstrakten, schwer definierbaren Geldmenge stabil gehalten wird, und einer anderen Welt, in der auf ein so konkretes, lebenspraktisch bedeutsames Phänomen wie den langfristigen Zins Verlaß ist, würde ihnen die Entscheidung sicher nicht schwerfallen. Die Wahl würde zumindest dann eindeutig für das Festzinssystem ausfallen, wenn bei einer Fixierung des langfristigen Zinses die Inflationsrate nicht stärker schwanken würde als bei den bisher praktizierten Verfahren. Ob das Festzinssystem der herkömmlichen Geldpolitik

---

wirklich überlegen ist, hängt daher neben seiner technischen Realisierbarkeit wesentlich von seinen Auswirkungen auf die monetäre Stabilität ab.

#### Zur Funktionsweise des Festzinssystems

Der Vorschlag, die Zentralbank solle den langfristigen Zins konstant halten, verstößt auf den ersten Blick nicht nur gegen geltende geldpolitische Konventionen, sondern auch gegen marktwirtschaftliche Überzeugungen. Das marktwirtschaftliche Argument hiergegen lautet, die Zinsen für langfristige Kredite und für langfristige Wertpapiere könnten in einer Marktwirtschaft nicht von der Zentralbank dekretiert werden, sondern sie ergäben sich aus den Interaktionen der Marktteilnehmer auf den - immer komplexer werdenden und international immer stärker verflochtenen - Kapitalmärkten. Auf diesen Märkten würden die Einflußmöglichkeiten der Zentralbanken auf den langfristigen Zins immer geringer und müsse das langfristige Zinsniveau daher mehr denn je den Marktmechanismen überlassen bleiben. Das Ansinnen, den langfristigen Zins konstant zu halten, ist aus dieser Sicht ein interventionistisches Ziel, das auf Dauer ebenso zum Scheitern verurteilt wäre wie frühere Versuche, in einer freien Marktwirtschaft das Preisniveau, die Preise einzelner Güter oder auch die Wechselkurse politisch zu verordnen.

Der langfristige Zins läßt sich aber keineswegs nur mit interventionistischen Mitteln steuern, die die Handlungsfreiheit der Marktteilnehmer einengen. Auch im Rahmen der herkömmlichen marktkonformen Geldpolitik bildet sich der langfristige Zins immer unter dem Einfluß der zurückliegenden und der für die Zukunft erwarteten geldpolitischen Maßnahmen heraus. Er wird von den Zentralbanken wesentlich beeinflusst, auch wenn er von ihnen nicht direkt als geldpolitische Zielgröße benutzt wird, und zwar unabhängig vom angewendeten Modell der Stabilitätspolitik. Die Frage ist daher, ob die Zentralbanken mit marktkonformen Mitteln einen direkteren und präziseren Einfluß auf den langfristigen Zins ausüben können, als es bisher versucht wurde, und ob dieser Einfluß groß genug sein kann, um den langfristigen Zins auf einem bestimmten Niveau zu fixieren.

Um diese Frage beantworten zu können, bedarf es einer separaten Betrachtung der beiden bereits genannten Wirkungskomponenten, aus denen der langfristige Zins sich bildet. Eine Komponente des langfristigen Zinses ist immer der Ausgleich für die Geldentwertung, mit der die Anbieter und

---

Nachfrager von Kapital über die Laufzeit der Kapitalanlage bzw. des Kredites rechnen. Die zweite Komponente ist aus Sicht des Kapitalgebers die reale Rendite, die er darüber hinaus als Prämie für die längerfristige Hergabe seines Geldes verlangt. Aus Sicht des Kapitalnehmers ist es die reale Rendite, die er mit dem langfristig geliehenen Geld als Investor zu erwirtschaften hofft. Diese erwartete reale Rendite wird im folgenden als Realzins bezeichnet.<sup>6</sup>

In einem Festzinssystem ist es somit die Summe aus der erwarteten Geldentwertung und dem erwarteten Realzins, die von der Zentralbank konstant gehalten werden müßte. Die Zentralbank müßte also bei einer Veränderung eines dieser beiden Werte dafür sorgen, daß diese durch eine gegenläufige Veränderung des anderen Wertes kompensiert wird. Ein Festzinssystem ist daher dann und nur dann praktisch realisierbar, wenn die Zentralbank mindestens auf eine der beiden Komponenten des langfristigen Nominalzinses, auf die erwartete Geldentwertung oder auf den Realzins, genügend Einfluß hat, um diese Kompensation zu erreichen.

Von diesen beiden Größen scheidet eine, nämlich der unabhängig vom Inflationsausgleich zu zahlende Realzins, als Steuerungsobjekt der Geldpolitik von vornherein aus. Auf die erwartete reale Rendite hat die Zentralbank allenfalls einen indirekten, zeitlich auf einzelne Phasen des Konjunkturzyklus beschränkten Einfluß. Sie kann z.B. mit einer unsteten Geldmengensteuerung kurzzeitig einen übertriebenen wirtschaftlichen Optimismus oder Pessimismus erzeugen, der sich in entsprechenden Schwankungen der realen Renditeerwartungen von Kapitalnachfragern niederschlägt und damit den Realzins beeinflusst. Von solchen kurzlebigen und unerwünschten Einflußnahmen abgesehen, ist der langfristige Realzins aber eine Größe, die sich ohne Zutun der Geldpolitik aus den Interaktionen der Kapitalmarktakteure ergibt. Er hängt davon ab, wie stark auf der Anbieterseite des Kapitalmarktes der Bedarf an zusätzlicher Kapitalbildung, d.h. an Ersparnis ist. Je stärker der Sparwille ist, desto größer ist die Bereitschaft, Geld notfalls zu einem geringen Realzins anzulegen. Desto niedriger ist der Zins, bei dem Kapitalangebot und Kapitalnachfrage ins Gleichgewicht kommen. Auf das Bedürfnis, zu sparen und Kapital zu bilden, hat aber die Geldpolitik keinen

---

<sup>6</sup> Es handelt sich also nicht um den statistisch ermittelten Realzins, der sich aus dem Nominalzins nach Abzug der *aktuellen* Geldentwertungsrate ergibt.

---

nachhaltigen Einfluß. Dieses Bedürfnis ist vorwiegend von langfristigen Grunddispositionen der Marktakteure geprägt und von deren gelegentlichen spontanen oder politisch induzierten Stimmungsschwankungen.

Auf der anderen Seite des Kapitalmarktes, d.h. bei den Kapitalnachfragern, hängt die Höhe des Realzinses davon ab, wie die Rentabilität der bestehenden Investitionsmöglichkeiten eingeschätzt wird. Je optimistischer diese Einschätzung ausfällt, desto mehr Realzins glauben die Kreditnehmer den Kapitalgebern versprechen zu können, und desto höher ist daher der resultierende Marktzins. Wie hoch Investoren die Rentabilität ihrer Investitionen einschätzen, hängt von Faktoren wie dem verfügbaren technologischen Innovationspotential und der Menge und Qualität der verfügbaren Arbeitskräfte ab. Einfluß hierauf haben aber natürlich auch autonome Stimmungsschwankungen der Investoren und deren subjektive Einschätzung der politischen Rahmenbedingungen.

Die wesentlichen für die Realzinsbildung wichtigen Faktoren, die objektiven wie die subjektiven, entwickeln sich damit weitgehend unabhängig von der Politik der Zentralbank. Daher ist der Realzins tatsächlich als Ergebnis von Marktkräften zu betrachten, denen die Zentralbanken wenig entgegenzusetzen können. Auch die Schwankungen des Realzinses im Verlauf von Konjunktur-, Wachstums- und Stimmungszyklen müssen die Zentralbanken als unabänderliche Größe hinnehmen.

Wenn die Geldpolitik ein Festzinssystem realisieren, also den langfristigen Nominalzins konstant halten will, kann sie daher nur die erwartete Geldentwertungsrate zu ihrem Steuerungsobjekt machen. Wenn der langfristige Realzins aus autonomen Ursachen steigt oder sinkt, muß die Zentralbank dies im Festzinssystem dadurch ausgleichen, daß sie die von den Kapitalmarktakteuren erwartete längerfristige Geldentwertung um den jeweils gleichen Wert sinken oder steigen läßt.

Die wichtigste Voraussetzung für das Funktionieren des hier vorgeschlagenen Festzinssystems wäre daher, daß die Geldpolitik zu einer solchen Steuerung der Inflationserwartungen in der Lage ist. Die Geldpolitik müßte die Inflationserwartungen mindestens so rasch und mindestens in derselben Bandbreite beeinflussen können, wie der Realzins aus autonomen, von der Geldpolitik unabhängigen Ursachen schwankt.

Ob dies in der geldpolitischen Praxis möglich ist, hängt zunächst einmal von der Bandbreite und Schnelligkeit der autonomen Realzinsschwankun-

---

gen ab. Um die Realisierbarkeit eines Festzinssystem abschätzen zu können, bedarf es daher zumindest einer ungefähren Vorstellung davon, wie stark und wie abrupt bei den Kapitalgebern die Neigung zur zusätzlichen Geldkapitalbildung und bei den Kreditnehmern die Rentabilitätseinschätzung von Investitionen schwanken kann und wie diese Schwankungen sich im realen Kapitalmarktzins niederschlagen.

Auf diese Frage gibt die Kapitalmarktstatistik der Vergangenheit keine Antwort. Über den langfristigen Verlauf der von den Kapitalmarktakteuren einkalkulierten Geldentwertungsrate liegen keine aussagefähigen Erhebungen vor. Aussagefähig dokumentiert sind nur die Schwankungen des Realzinses in der statistischen Definition, d.h. der Differenz zwischen Nominalzins und der jeweils aktuellen, statistisch festgestellten Inflationsrate. Der so ermittelte Realzins hat sich, wo immer in der jüngeren Vergangenheit eine einigermaßen seriöse Geld- und Finanzpolitik betrieben wurde, in einer verhältnismäßig geringen Schwankungsbreite bewegt. Für Kapitalanlagen mit einer Laufzeit von über fünf Jahren war sie z.B. in Deutschland seit Mitte der siebziger Jahre nicht höher als  $\pm 2\%$ . Sie hätte sicher noch deutlich niedriger gelegen, wenn die Geld- und die Fiskalpolitik stetiger gewesen wären und wenn nicht außerordentliche Sondereinflüsse wie Ölkrise und Wiedervereinigungspolitik hinzugekommen wären. Größere Schwankungsbreiten gab es auch in anderen Ländern nur in sehr langfristigen historischen Wellenbewegungen, deren Ursachen überwiegend politischer Natur und insofern vermeidbar sind.

Für den Realzins im hier verwendeten Sinne ist eine noch beträchtlich niedrigere Schwankungsbreite anzunehmen. Der naheliegende Grund hierfür ist, daß die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer schneller auf Veränderungen der allgemeinen Wirtschaftslage reagieren als die gemessene Inflationsrate. Wenn beispielsweise Investoren in ihren Renditeerwartungen optimistischer und Konsumenten und der Staat ausgabefreudiger werden, dann steigt der erwartete Real- und damit der Nominalzins. Mit geringer Verzögerung steigt aber auch die Inflationserwartung auf den Kapitalmärkten, die ihrerseits den Nominalzins weiter steigen läßt. Da die statistisch gemessene Inflationsrate hiervon aber für geraume Zeit unberührt bleibt, ist in dieser Zeit der statistisch ausgewiesene Realzins höher als der an den Erwartungen der Marktakteure gemessene. Dementsprechend wird für den Realzins der Statistik eine höhere Schwankungsbreite ausgewiesen. Wenn diese maximal

---

$\pm 2\%$  beträgt, dann dürfte die Schwankungsbreite des Realzinses im hier relevanten Sinne nicht mehr als  $\pm 1\%$  betragen.

Die Zentralbank stünde in einem Festzinssystem daher vor der Aufgabe, die von den Kapitalmarktakteuren längerfristig erwartete Geldentwertungsrate von einem angenommenen Mittelwert aus in einer Spanne von maximal  $\pm 1\%$  nach oben oder nach unten zu manipulieren. Dies würde genügen, um Schwankungen des erwarteten Realzinses zu kompensieren und damit den langfristigen Nominalzins dauerhaft auf einem einmal festgelegten Niveau zu fixieren. Allenfalls in politischen Ausnahmesituationen, die den inneren oder äußeren Frieden oder die Zahlungsfähigkeit eines Staates bedrohen, wären im Festzinssystem höhere Schwankungen des Realzinses über die Inflationserwartungen auszugleichen.

Ob die Zentralbanken tatsächlich in der Lage wären, die Inflationserwartungen in einer solchen Schwankungsbreite zu beeinflussen, läßt sich vorläufig nur anhand zurückliegender Kapitalmarktreaktionen auf das Verhalten von Zentralbanken beurteilen. Die geldpolitische Praxis hat in jüngerer Vergangenheit gezeigt, daß die Kapitalmärkte auf geldpolitische Ankündigungen und Maßnahmen der Zentralbanken zunehmend feinfühlicher und verlässlicher reagieren. Insofern erscheint es durchaus realistisch, daß Zentralbanken diese Reaktionen in ausreichendem Maße steuern könnten, um Realzinsschwankungen in der genannten Größenordnung auszugleichen.

Die Erfahrung spricht inzwischen auch dafür, daß die Inflationserwartungen der Kapitalmarktakteure auf geldpolitische Maßnahmen prompt genug reagieren, um relativ kurzfristige Schwankungen des Realzinses kompensieren zu können. Diese Schwankungen treten in aller Regel nicht abrupt und erratisch auf. Abrupte Realzinsschwankungen kommen allenfalls in geringen Bandbreiten vor, in denen die Geldpolitik auch anders als durch Steuerung der Inflationserwartungen zinsstabilisierend wirken kann (s.u.). Größere Ausschläge des Realzinses entwickeln sich über Monate oder Jahre, und sie lassen der Geldpolitik daher genügend Zeit, mit wohlüberlegten und wohldosierten Maßnahmen auf die Inflationserwartungen einzuwirken. Auch dies ist ein deutliches Indiz dafür, daß die Geldpolitik der Aufgabe gewachsen wäre, den langfristigen Nominalzins durch Steuerung der Inflationserwartungen zu fixieren.

Wenn eine Festzinspolitik die Inflationserwartungen in der gleichen Bandbreite schwanken ließe, in der auch der Realzins schwankt, dann würde

---

dies auf längere Sicht bedeuten, daß auch die realen Inflationsraten sich in einer ähnlichen Bandbreite bewegen. Auch dies wäre ein Ergebnis der Geldpolitik, das gegenüber dem in der Vergangenheit Erreichten einen Fortschritt darstellen würde.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> Die Inflationserwartungen, um die es im Festzinsmodell geht, beziehen sich auf die durchschnittliche Inflationsrate über die Laufzeit des längerfristigen Festzinses. Dementsprechend sind auch die realen Inflationsraten, deren Schwankungsbreite sich derjenigen des Realzinses annähern würde, längerfristige Durchschnittsraten.

---

### Voraussetzungen für eine erfolgreiche Festzinspolitik

Obwohl in der theoretischen Betrachtung vieles für die Realisierbarkeit eines Festzinssystems spricht, stünde die Geldpolitik in diesem System natürlich vor neuartigen und schon deswegen auch schwierigen Anforderungen. Eine Geldpolitik, deren Steuerungsobjekt die Inflationserwartungen sind, wäre ein permanenter intensiver Kommunikations- und Interaktionsprozeß zwischen der Zentralbank und den Kapitalmarktakteuren. Wenn der Realzins sich autonom ändert, müßte die Zentralbank den Kapitalmarktakteuren signalisieren, daß sie eine entsprechende Kompensation bei der Inflationsrate herbeiführen will, und sie müßte davon überzeugen, daß dies auch gelingen wird. Gelingen kann diese Überzeugungsarbeit allerdings nur dann, wenn mindestens die folgenden Voraussetzungen erfüllt sind:

1. Die Zentralbank muß fachlich glaubwürdig sein. Sie muß den Kapitalmarktakteuren die Gewißheit vermitteln, daß sie über ein zuverlässiges geldpolitisches Instrumentarium zur Verfolgung ihrer selbstgesteckten Ziele verfügt.
2. Die Zentralbank muß politisch glaubwürdig sein. Es muß also Vertrauen darin bestehen, daß die Zentralbank die von ihr einmal angekündigten Ziele vorbehaltlos und dauerhaft verfolgen wird.
3. Die Signale der Zentralbank müssen genügend Publizität entfalten, um von den wichtigen Kapitalmarktakteuren wahrgenommen und verarbeitet zu werden.
4. Die Zentralbank muß von den Kapitalmarktakteuren fachlich verstanden werden. Sie muß dazu einerseits ihre Signale leicht verständlich formulieren, und sie muß es andererseits mit Kapitalmarktakteuren zu tun haben, die die Ursachen der Geldentwertung und die Wirkungsweise der Geldpolitik zumindest in groben Zügen verstehen.

Diese vier Bedingungen werden, soweit sie auf den heutigen Kapitalmärkten noch nicht erfüllt sind, zumindest in Zukunft leicht erfüllbar sein. Am offenkundigsten trifft dies für die Bedingung zu, daß geldpolitische Maßnahmen und Ankündigungen ein hohes Maß an Publizität erreichen müssen. Den Zentralbanken stehen inzwischen vielfältige, schnelle und zielgruppengenaue Medien zur Verfügung, über die sie geldpolitisch relevante Informationen verbreiten und die Kapitalmarktakteure über ihre aktuelle

---

Politik zeitnah ins Bild setzen können. Zugleich ist die Mehrheit der Kapitalmarktakteure für geldpolitisch relevante Signale zunehmend sensibler geworden. Dies versetzt die Zentralbanken in die Lage, auf die Erwartungen der Kapitalmärkte entsprechend zuverlässig und wohldosiert einzuwirken.

Auch die Bedingung, daß die Zentralbank von ihrem Publikum richtig verstanden werden muss, ist auf den zeitgenössischen Kapitalmärkten erfüllbar. Als die am Kapitalmarkt tätigen Wirtschaftsakteure ihre Inflationserwartungen noch überwiegend an den zurückliegenden und laufenden Inflationsraten herausbildeten, ohne sich fundierteren prognostischen Anstrengungen zu unterziehen, musste die Geldpolitik, um die Inflationserwartungen nachhaltig zu beeinflussen, erst einmal die Inflationsrate selbst verändern. Unter diesen Umständen war die Steuerung der Inflationserwartungen ein noch langwierigerer Prozeß als die Steuerung der Inflation. Es wäre daher ein aussichtsloses Unterfangen gewesen, den Nominalzins durch Steuerung der Inflationserwartungen konstant zu halten und dementsprechend einen Festzins zu garantieren.

Diese passive Erwartungsbildung ist auf den Kapitalmärkten jedoch längst von einem hochgradig antizipativen Verhalten abgelöst worden. Vor allem die für die Zinsbildung wichtigsten Wirtschaftsakteure, d.h. Banken, institutionelle Anleger und Großkreditnehmer, mobilisieren erheblichen professionellen Sachverstand, um ihren langfristigen Dispositionen einigermaßen korrekte Prognosen über die Geldentwertung zugrunde zu legen. Sie beziehen in ihre wirtschaftlichen Kalküle die Intentionen und die Maßnahmen der Zentralbank ein, auch bevor diese sich auf die Inflationsrate oder andere relevante Meßgrößen ausgewirkt haben. In diesen Kapitalmarktakteuren hat die Zentralbank die für eine wirksame Steuerung der Inflationserwartungen - und damit des Nominalzinses - benötigten aufmerksamen und hinreichend verständigen Kommunikationsadressaten.

Inwieweit die Kapitalmarktakteure der Notenbank fachlich vertrauen, ihr also die Fähigkeit zubilligen, eine angekündigte Verringerung oder Erhöhung der Geldentwertungsrate tatsächlich zu erreichen, hängt u.a. davon ab, wie sie die Wirksamkeit des verfügbaren geldpolitischen Instrumentariums einschätzen. Schon die bisher bekannten Instrumente der Geldpolitik würden gute Voraussetzungen dafür bieten, ein solches Vertrauen zu schaffen. Auch wenn diese Instrumente bei der Verfolgung kurzfristiger Stabilisierungsziele nicht immer überzeugt haben, haben sie sich bei zunehmend

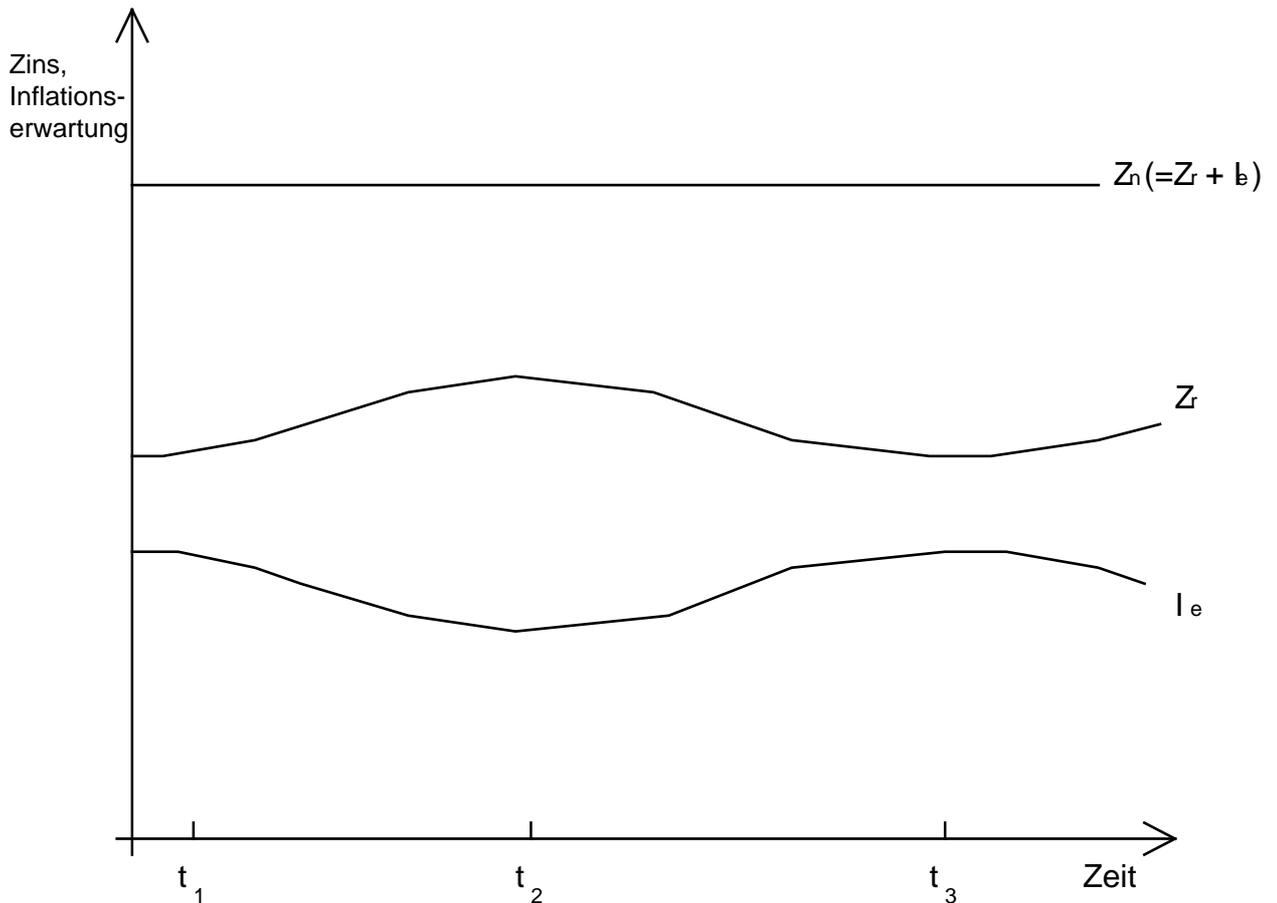
---

kompetenter Handhabung durch die Notenbanken doch als geeignet erwiesen, die Geldentwertungsrate im längerfristigen Durchschnitt wirksam zu kontrollieren. Dies läßt den Schluß zu, daß kompetente Zentralbanken schon mit dem verfügbaren Instrumentarium genügend fachliche Glaubwürdigkeit entfalten könnten, um auf die längerfristigen Inflationserwartungen in der gewünschten Weise einzuwirken. Zu diesem Instrumentarium kann in einem Festzinssystem auch die Ankündigung und Verfolgung von Geldmengenzielen gehören. Um die Marktteilnehmer noch nachhaltiger zu überzeugen, sollte - und kann, wie noch zu zeigen ist, - das Instrumentarium der Zentralbanken jedoch ausgeweitet und dabei zugleich einfacher und transparenter gestaltet werden.

Neben der fachlichen kommt in einem Festzinssystem der politischen Glaubwürdigkeit der Zentralbank eine ebenso herausragende Bedeutung zu. Der Einfluß auf die Inflationserwartungen der Kapitalmarktakteure ist nur dann wirklich berechenbar, wenn die politische Durchsetzungsfähigkeit der Notenbank über jeden Zweifel erhaben ist. Bei den Kapitalmarktakteuren dürfte daher nicht die leiseste Befürchtung aufkommen, die Geldpolitik könnte sich den Begehrlichkeiten anderer Politikbereiche beugen. Solchen Befürchtungen kann nur dadurch mit der notwendigen Überzeugungskraft vorgebeugt werden, daß die Notenbanken politisch vollkommen eigenständig institutionalisiert werden. Die Funktionsfähigkeit eines Festzinssystems wäre daher institutionell am besten gesichert, wenn die Geldpolitik nach dem Beauftragungsmodell institutionalisiert wäre, wie es u.a. in "Die Logik der Staatsorganisation" beschrieben ist. Die Notenbank sollte also nicht nur von Weisungen der Regierung unabhängig sein, sondern sie sollte sich auch auf einen eigenständigen demokratischen Auftrag zur Wahrnehmung ihrer stabilitätspolitischen Aufgabe stützen können.

Die oben beschriebenen einfachen Zusammenhänge zwischen langfristigem Realzins, langfristiger Inflationserwartung und langfristigem Nominalzins sind in der nachfolgenden Abbildung zusammengefaßt. Darin wird ein möglicher Entwicklungsverlauf des Realzinses und der Inflationserwartungen bei konstantem Nominalzins über eine längere Zeitperiode dargestellt. Für den langfristigen Nominalzins ist von der Geldpolitik der Sollwert  $Z_n$  vorgegeben, der definitionsgemäß im Zeitablauf konstant bleibt. Der Realzins  $Z_r$  ist autonomen, ökonomisch, psychologisch oder politisch zu erklärenden und von der Notenbank nicht beeinflussbaren Schwankungen unterworfen, was sich in einem entsprechenden Verlauf der  $Z_r$ -Kurve in der Abbildung niederschlägt. Den Verlauf der längerfristigen Inflationserwartung, die die Zentralbank bei den Kapitalmarktakteuren erzeugen muß, bildet die  $I_e$ -Kurve ab (wobei  $I_e$  der Differenz zwischen Nominalzins und Realzins entspricht). Vom Zeitpunkt  $t_1$  an müßte nach dieser Darstellung die Zentralbank die Infla-

tionserwartungen dämpfen, um einen - z.B. durch steigende Investitions- oder Konsumbereitschaft oder steigende staatliche Verschuldungsbereitschaft ausgelösten - exogenen Anstieg der Realzinsen auszugleichen. Zum Zeitpunkt  $t_2$  müsste sie beginnen, wieder ansteigende Inflationserwartungen zu schüren, weil Investoren und Konsumenten pessimistischer werden und daher ein exogener Rückgang des langfristigen Realzinses einsetzt. Zum Zeitpunkt  $t_3$  wäre eine abermalige Umsteuerung auf einen restriktiveren, die Inflationserwartungen dämpfenden Kurs erforderlich.<sup>8</sup>



$Z_n$  = langfristiger Nominalzins  
 $Z_r$  = langfristiger Realzins  
 $I_e$  = erwartete Inflationsrate

<sup>8</sup> Die laufende reale Inflationsrate könnte hierbei natürlich etwas stärker schwanken als die über die Laufzeit des zu stabilisierenden Zinses erwartete durchschnittliche Inflationsrate.

---

In diesem Regelungssystem hätte die Zentralbank bei der Wahl des Zeitpunktes, zu dem sie mit ihrem geldpolitischen Instrumentarium expansiv oder restriktiv eingreifen muß, keinen Spielraum. Auch die Intensität ihrer Maßnahmen wäre ihr vorgegeben, und zwar zum einen durch das Ausmaß der autonomen Änderungen des Realzinses und zum anderen durch die Reagibilität der Inflationserwartungen auf die geldpolitischen Maßnahmen. Allenfalls bei der Wahl der Instrumente, die sie zur Steuerung der Erwartungen einsetzt, hätte die Zentralbank noch eine nennenswerte Entscheidungsfreiheit.

Wenn Zeitpunkt und Intensität der geldpolitischen Maßnahmen in solchem Maße durch äußere Umstände diktiert werden, dann stellt sich natürlich die Frage, ob die daraus resultierende geldpolitische Praxis auch konjunkturpolitisch die richtige wäre. Zumindest theoretisch ist vorstellbar, daß die Notenbanken durch die Handlungszwänge eines Festzinssystems zu einer Vorgehensweise veranlaßt werden, von der konjunkturell unerwünschte Wirkungen ausgehen.

Im dargestellten Mechanismus kommt es zur Umsteuerung auf eine expansivere, d.h. höhere Inflationserwartungen auslösende Geldpolitik genau dann, wenn die Unternehmer pessimistischer werden und/oder wenn die Ausgabebereitschaft der Haushalte oder des Staates zurückgeht. Umgekehrt müßte die Geldpolitik genau dann auf einen restriktiveren Kurs umsteuern, wenn die Unternehmer optimistischer und/oder wenn die privaten Haushalte oder der Staat ausgabefreudiger werden.

Dies wären nach allen verfügbaren Erkenntnissen über den Verlauf konjunktureller Zyklen exakt die richtigen Zeitpunkte für geldpolitische Kurswechsel. Der Umschwung in der wirtschaftlichen Lagebeurteilung durch Haushalte und Unternehmer oder der Umschwung im staatlichen Ausgabeverhalten steht erfahrungsgemäß am Anfang jeder konjunkturellen Wende, und diese Umschwünge sind an nichts früher und klarer ablesbar als an der Veränderung des Realzinses im oben definierten Sinne. Es gibt daher keinen besseren Indikator für die Notwendigkeit stabilitätspolitischen Handelns als eben diese Realzinsänderung. Diese Veränderung wiederum ist an nichts besser erkennbar als daran, daß der Nominalzins bei einer gegebenen, durch die Geldpolitik unterstützten Inflationserwartung von seinem vorgegebenen Wert abweichen will. Die Eingriffsautomatik, der die Geldpolitik sich im Rahmen eines Festzinssystems unterwerfen würde, ist damit in

---

vollem Einklang mit dem Stand des konjunktur- und inflationstheoretischen Wissens.

Die Festlegung auf eine solche Eingriffsautomatik würde die Notenbanken darüber hinaus zwingen, sich jeder künftigen Weiterentwicklung dieses Kenntnisstandes zeitig anzupassen. Da die Notenbanken mit ihren Steuerungsmaßnahmen immer vorrangig jene Wirtschaftsakteure überzeugen müßten, die aus eigenem Interesse den aktuellsten Sachverstand in Sachen Inflation und Konjunktur zu nutzen versuchen, bliebe ihnen keine andere Wahl, als selbst eben diesen Sachverstand zur Grundlage ihrer Politik zu machen. Dies wäre dann zugleich die bestmögliche Voraussetzung dafür, daß die Geldentwertungsrate tatsächlich einen ähnlichen Verlauf nimmt, wie von der Zentralbank angekündigt.

Daß den Zentralbanken im Festzinssystem neben dem Zeitpunkt auch die Intensität ihrer Eingriffe durch die Entwicklung des Realzinses vorgegeben ist, kann theoretisch zur Folge haben, daß diese Eingriffe im Einzelfall abrupter und drastischer ausfallen, als man sie von der herkömmlichen Geldpolitik gewohnt ist. Diese Geldpolitik war traditionell zumeist eine Politik tastender Trippelschritte. Im Festzinssystem könnte es dagegen notwendig werden, z.B. die Leitzinsen viel entschlossener zu ändern und Geldmengenziele viel entschlossener zu revidieren, als man dies bisher gewohnt war.<sup>9</sup>

Wie oft und in welchem Ausmaß es zu solchen ungewohnt drastischen Maßnahmen der Geldpolitik kommen würde, hängt allein davon ab, welchen Verlauf die Schwankungen des Realzinses nehmen. Auch wenn es wenig Anhaltspunkte dafür gibt, daß der Realzins sich in einem wirklich geordneten politischen Umfeld sehr sprunghaft verändert, müßte die Stabilität des langfristigen Zinses vermutlich doch durch etwas heftigere und sprunghaftere Schwankungen des kurzfristigen Zinses erkaufte werden, als die Geldpolitik sie bisher hingenommen bzw. ausgelöst hat. Sollte dies tatsächlich der Preis sein, der für die Vorteile des Festzinssystems zu zahlen ist, dann dürfte die Wahl zwischen diesem System und den herkömmlichen Modellen der Stabilitätspolitik trotzdem nicht schwerfallen. Wenn es zu

---

<sup>9</sup> An einer triftigen theoretischen Begründung für eine Geldpolitik der kleinen Schritte hat es immer gefehlt. Der wichtigste Grund dürfte gewesen sein, daß die Geldpolitik ihrer Sache selten ganz sicher war und hoffte, mit kleinen Schritten entsprechend kleine Fehler zu riskieren.

---

bisher ungewohnten Sprüngen und Ausschlägen des kurzfristigen Zinses käme, würde dies weder dem Wachstum noch der Beschäftigung schaden, noch hätten Sparer, Investoren, Kapitalanleger oder andere Marktteilnehmer hiervon gravierende Nachteile.

#### Der Ausbau des geldpolitischen Instrumentariums

In einem Festzinssystem der hier dargestellten Art würde der langfristige Zins nicht interventionistisch verordnet, sondern mit marktkonformen Mitteln geldpolitisch gesteuert. Eine solche Steuerung kann ihren vorgegebenen Zielwert immer nur näherungsweise erreichen. Hierin ähnelt die Zinsstabilisierung des Festzinssystems der Wechselkursstabilisierung in einem System fester Wechselkurse.

Wie groß die zulässige Bandbreite des langfristigen Zinses zu wählen ist, hängt in erster Linie von der Kompetenz der Zentralbank im Umgang mit den Inflationserwartungen der Kapitalmarktakteure ab. Je geringer die Bandbreite, desto höher sind die Anforderungen an das Steuerungsvermögen der Geldpolitik. Desto vollkommener muß auch das Instrumentarium sein, mit dem die Zentralbanken ihre Steuerungsaufgabe wahrnehmen.

Wenn das herkömmliche Instrumentarium der Geldpolitik, das die Zinsen und das Volumen der Zentralbankkredite an das Bankensystem regelt, mit größtmöglicher Entschlossenheit und Öffentlichkeitswirksamkeit zur Steuerung von Inflationserwartungen eingesetzt würde, wäre hiermit bei der Stabilisierung des langfristigen Nominalzinses bereits ein respektables Ziel erreichbar. Der Umgang mit den Inflationserwartungen wäre für die Zentralbanken natürlich trotzdem eine gewöhnungsbedürftige Aufgabe, bei der mit anfänglichen Fehlern gerechnet werden müßte. Um die stabilitätspolitische Glaubwürdigkeit der Zentralbank nicht unnötig zu gefährden, sollte daher beim Übergang zu einem Festzinssystem die zu tolerierende Zinsbandbreite zunächst relativ großzügig bemessen werden.

Wie feinfühlig die Inflationserwartungen sich auf lange Sicht würden steuern lassen, ist natürlich schwer voraussagbar. Eine Geldpolitik, die zu oft intervenieren würde, um diese Erwartungen zu korrigieren, würde auf Dauer an Glaubwürdigkeit verlieren, und ihre Interventionsversuche würden an Öffentlichkeitswirksamkeit einbüßen. Die Geldpolitik sollte daher auch im Festzinssystem minimale Schwankungen des Realzinses für eine

---

gewisse Zeit hinnehmen, ohne sofort mit einem Eingriff in die Inflationswartungen zu reagieren.

Dies ließe den Zentralbanken aber immer noch die Möglichkeit, zwischen ihren öffentlichkeitswirksamen, erwartungsprägenden Interventionen eine Feinsteuerung des langfristigen Zinses durch direkte Interventionen auf den Kapitalmärkten vorzunehmen. Sie können auf diesen Märkten als mächtige Nachfrager und Anbieter längerfristiger Wertpapiere auftreten und damit den Zins solcher Papiere in engen Grenzen beeinflussen. Auch solche Interventionen gehören zum Repertoire der herkömmlichen Geldpolitik, und sie könnten problemlos für die Zielsetzung eines Festzinssystems in Dienst genommen werden. Mit einer solchen Doppelstrategie, d.h. einer Grobsteuerung durch Manipulation der Inflationserwartungen und einer Feinsteuerung durch herkömmliche Kapitalmarktinterventionen, könnte der langfristige Nominalzins auf eine Bandbreite eingengt werden, bei der die Geldpolitik sich mit Fug und Recht als Festzinspolitik bezeichnen ließe. In großen Währungsräumen mit relativ geringer außenwirtschaftlicher Verflechtung wäre die Einengung der Zinsbandbreite auf maximal  $\pm 0,2\%$  ein sehr realistisches Ziel. Wie weit sich mit herkömmlichen Mitteln diese Bandbreite von einer routinierten Geldpolitik noch einengen ließe, entzieht sich allerdings jeder seriösen Schätzung.

Die möglichen wirtschaftlichen Vorteile eines Festzinssystem wären allerdings bei der genannten Zinsbandbreite noch unvollständig ausgeschöpft. Vor allem wäre das Umfeld für langfristige wirtschaftliche Entscheidungen noch nicht so einfach und transparent gestaltet, wie es der Zielsetzung des Festzinssystems entspricht. Daher sollte die Geldpolitik gerade in einem Festzinssystem bemüht sein, das bestehende - für die Anwendung in einem ganz anderen geldpolitischen Regime entwickelte - Eingriffsinstrumentarium zu erweitern und zu verbessern.

Zweierlei Anforderungen an die geldpolitischen Instrumente würden im Festzinssystem eine herausgehobene Rolle spielen. Zum einen sollte der Instrumenteneinsatz von der Öffentlichkeit möglichst intensiv und rasch wahrgenommen worden. Zum anderen sollte er möglichst schnell und direkt auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durchschlagen und damit die unmittelbarste Ursache der Inflation, nämlich die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen, beeinflussen. Die Einwirkung auf die Nachfrage sollte zudem auf möglichst transparente, leicht durchschaubare Weise er-

---

folgen, damit die Veränderung der Preiserhöhungsspielräume in den Erwartungen der Marktteilnehmer unverzüglich antizipiert wird.

Ein Instrument, das auf genau diese Anforderungen zugeschnitten ist, ließe sich auf sehr einfache Weise in Zusammenhang mit dem Bürgergeldsystem realisieren, wie es u.a. in "Die Logik der Umverteilung" und "Die Logik des Bürgergeldes" dargestellt ist.<sup>10</sup> Das in diesem System gleichmäßig pro Kopf verteilte Bürgergeld könnte um eine stabilitätspolitische Komponente, ein so genanntes Konjunkturgeld also, ergänzt werden, deren Höhe den Erfordernissen der Zinsstabilisierung angepaßt wird. Der Zentralbank könnte also die Befugnis eingeräumt werden, vorübergehend allen Bürgern einen Zuschlag zum Bürgergeldeinkommen auszuzahlen oder einen Abschlag hiervon einzubehalten.<sup>11</sup>

Eine solche Veränderung der Höhe des Bürger- bzw. Konjunkturgeldes wäre, da alle Bürger sie sofort und unmittelbar in ihrem Portemonnaie bzw. auf ihrem Konto zu spüren bekämen, in der Öffentlichkeitswirkung jedem anderen Instrument der Geldpolitik überlegen. Sie würde daher auch schneller und effektiver als jedes andere Instrument dazu beitragen, daß die Ankündigungen der Zentralbank zur Steuerung der Inflationsrate ernst genommen werden. Die Zentralbank würde hiermit nicht nur den Kapitalmarktakteuren, sondern zugleich Unternehmern und Gewerkschaften, Verbrauchern und Beschäftigten ihre stabilitätspolitische Entschlossenheit und Durchsetzungskraft unübersehbar demonstrieren. Auch einer inflationsstreibenden Lohnpolitik könnte sie damit öffentlichkeitswirksamer und frühzeitiger vorbeugen als mit allen herkömmlichen Eingriffen. Sie würde damit insgesamt eine viel breiter angelegte und pünktlichere Signalwirkung entfalten, als es mit dem bestehenden geldpolitischen Instrumentarium möglich ist.

Auch auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die damit zusammenhängenden Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen würden Zu- oder Abschläge zum Bürgergeld die im Festzinssystem gewünschte Wirkung

---

<sup>10</sup> Beide Beiträge in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de)

<sup>11</sup> Zum stabilitätspolitischen Einsatz des Bürgergeldes s. auch B. Wehner, *Der Neue Sozialstaat*, 2. Aufl. Opladen 1997, Kap. 6.1, *Der lange Abschied vom Sozialismus*, Frankfurt 1990, Kap. 4, und *Die Katastrophen der Demokratie*, Darmstadt 1992, Kap. 6.

---

optimal entfalten. Die Auswirkung auf die Nachfrage würde unverzüglich eintreten, sie wäre in ihrer Wirkungsweise für jedermann verständlich, und sie wäre in ihrer Höhe berechenbar. Auch in dieser Hinsicht wären damit die geldpolitischen Steuerungsmöglichkeiten wesentlich verbessert. Wenn den Notenbanken dieses zusätzliche Instrument in die Hand gegeben wäre, dürften daher an ihrer Fähigkeit, den langfristigen Nominalzins in einer sehr engen Bandbreite zu stabilisieren, kaum noch Zweifel bestehen. Kein Spekulant könnte dann noch vernünftigerweise darauf setzen, daß die Zentralbank letztlich doch die Kontrolle über den Nominalzins verlieren könnte. Allein das Wissen darum, daß die Zentralbank im Notfall einen Zuschlag oder Abschlag zum Bürgergeld verordnen kann, würde solchen Spekulationen den Boden entziehen. Auch ohne daß es je angewendet würde, würde dieses Instrument daher die Marktteilnehmer veranlassen, ihre Inflationserwartungen an den Vorgaben der Zentralbank ausrichten.

Welcher Zins ist fest im Festzinssystem?

Das stabilitätspolitische Konzept der Geldmengensteuerung krankt u.a. daran, daß neue Erscheinungsformen des Geldes eine theoretisch überzeugende Definition der Geldmenge in immer weitere Ferne gerückt haben. Ein ähnliches, wenngleich zum Glück harmloseres Definitionsproblem wäre im Rahmen eines Festzinssystems zu lösen, denn auch der langfristige Zins tritt in vielerlei verschiedenen Erscheinungsformen auf. Als Steuerungsobjekt der Zentralbank kommt zwar von vornherein nur der Zins für langfristige Wertpapiere in Frage, aber für diese Wertpapiere bilden sich natürlich auf dem Kapitalmarkt - in Abhängigkeit von deren Laufzeit und von der Bonität des Schuldners - unterschiedliche Zinssätze. Wenn die Zentralbank den langfristigen Nominalzins festlegt, muß sie dies daher für Wertpapiere einer bestimmten Laufzeit und einer bestimmten Bonitätskategorie tun.

Auf die Frage, für welche Laufzeit der feste Zins gelten sollte - und auf welchen Zeitraum sich daher die zu steuernden Inflationserwartungen beziehen sollten -, können zwar theoretische Überlegungen nur bedingte Antworten geben, solange noch keine konkreten Erfahrungen mit der Steuerung von Inflationserwartungen vorliegen. Dennoch läßt sich die Spanne der in Frage kommenden Laufzeiten mit Hilfe einfacher Überlegungen eingrenzen. Eine Mindestfrist von mehreren Jahren ergibt sich allein aus der verzögerten Auswirkung geldpolitischer Maßnahmen auf die Inflationsrate. Innerhalb der gewählten Laufzeit müssen die gewählten Maßnahmen der

---

Geldpolitik eine länger anhaltende Wirkung auf die Inflationsrate entfalten können, und die Notenbank sollte darüber hinaus während dieser Laufzeit noch die Möglichkeit zur Nachbesserung im Falle einer zu schwachen oder zu starken Wirkung ihrer anfänglichen Maßnahmen haben. Dies ist einer der Gründe dafür, daß die Laufzeiten der Wertpapiere, deren Zins stabil zu halten wäre, nicht unter fünf Jahren liegen sollte.

Eine obere Grenze für die zu wählende Laufzeit ergibt sich unter anderem daraus, daß sehr lange Laufzeiten der Zentralbank zumindest theoretisch die Möglichkeit ließen, kürzerfristig unerwünscht starke monetäre Instabilitäten hinzunehmen. Zwischen dem Verlauf der langfristigen Inflationserwartungen und dem Verlauf der realen Inflationsrate könnten sich unter diesen Umständen relativ roße Diskrepanzen ergeben, was sich u.a. negativ auf die stabilitätspolitische Glaubwürdigkeit der Zentralbank auswirken könnte. Der Geldpolitik würde es daher möglicherweise schwerer fallen, den Zins für Wertpapiere mit mehr als zehn Jahren Laufzeit zuverlässig zu stabilisieren als etwa den Zins für eine sechs- oder achtjährige Laufzeit. Die optimale Laufzeit jener Wertpapiere, die den Dreh- und Angelpunkt des Festzinssystems bilden sollten, dürfte daher im Bereich zwischen fünf und acht Jahren liegen. Auf einen Zeitraum dieser Größenordnung sollte sich dementsprechend die von der Zentralbank zu steuernde Inflationserwartung bei Einführung eines Festzinssystems beziehen.

Ein relativ leicht lösbares Problem im Festzinssystem wäre die Bestimmung der Bonitätskategorie, für die der Festzins Gültigkeit haben soll. Eindeutig und auf Anhieb lösbar ist dieses Problem dann, wenn es Wertpapiere gibt, die gegenwärtig und in aller Zukunft über jeden Bonitätszweifel erhaben sind, in deren Verzinsung die Kapitalanleger daher keinerlei Risikoprämie einkalkulieren. Solche über die gewählte Laufzeit de facto risikofreien Anlagen sind normalerweise auf dem Kapitalmarkt im notwendigen Umfang verfügbar. Aber selbst wenn es hieran mangeln sollte, wenn es also nicht genügend langfristig zweifelsfrei zahlungsfähige staatliche und private Wertpapierschuldner gäbe, wäre dieses Problem für die Geldpolitik leicht lösbar. Eine - politisch unabhängige - Zentralbank könnte nämlich selbst ein langfristiges Wertpapier ausgeben, das dem einen und einzigen Zweck dient, auf dem Kapitalmarkt den Maßstab für eine absolute Bonität zu setzen. Sie könnte z.B. in dem jeweils gewünschten bzw. notwendigen Umfang langfristige fremde Wertpapiere aufkaufen und im Gegenzug ebenso langfristige eigene Wertpapiere auf dem Kapitalmarkt anbieten. Dies wäre dann

---

dasjenige Wertpapier, das zu jeder Zeit und an jedem Ort ohne Risikoprämie gehandelt würde, und der Zins dieses Papiers wäre derjenige Nominalzins, zu dessen Fixierung sich die Zentralbank verpflichtet. Das Problem der Zielgrößendefinition im Festzinssystem wäre auf diese Weise mit der notwendigen Klarheit gelöst.

Der Schwierigkeitsgrad der Geldpolitik im Festzinssystem hängt natürlich noch von weiteren politisch beeinflussten Rahmenbedingungen ab, darunter insbesondere der Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch den Staat. Je geringer diese Inanspruchnahme ist und je geringeren Schwankungen sie unterliegt, desto leichter hat es die Zentralbank sowohl mit der Steuerung der Inflationserwartungen als auch mit der Feinsteuerung durch direkte Kapitalmarktinterventionen. Eine Finanzverfassung, die dem Staat die Aufnahme neuer Kredite auf dem freien Kapitalmarkt möglichst vollständig untersagt, wäre daher eine weitere wichtige Voraussetzung für eine optimale Funktionsweise des Festzinssystems. In diesem System sollte der Staat allein bei der Zentralbank in begrenztem Rahmen Kredite aufnehmen dürfen. Um so wichtiger wäre es dann aber, daß die Zentralbank im Sinne des Beauftragungsmodells politisch vollkommen eigenständig institutionalisiert ist.

#### *Probleme des Übergangs zur Festzinspolitik*

In seiner idealen Ausgestaltung wäre das hier beschriebene Festzinssystem nicht nur ein neuartiges Konzept der Geldpolitik, sondern es wäre Bestandteil einer wesentlich veränderten Staatsform. In dieser Staatsform wäre ein Bürgergeldsystem eingeführt, wäre die Zentralbank eigenständig demokratisch legitimiert und wäre dem Staat per Verfassung ein Verschuldungsverbot auferlegt. Der Übergang in ein Festzinssystem wäre daher zugleich der Übergang in eine andere Finanz- und Sozialordnung, und als solcher wäre er Bestandteil einer weitreichenden politischen Systemveränderung.

Die Einführung eines Festzinssystem wäre aber nicht nur unter den oben skizzierten idealen Bedingungen lohnend, sondern die Vorteile dieses Systems könnten durchaus auch im Rahmen der herkömmlichen Staats-, Finanz- und Sozialordnung zur Geltung gebracht werden. Auch wenn darin der Nominalzins weniger präzise gesteuert werden könnte, wäre immer noch eine bessere Stabilitätspolitik zu erwarten als bei den herkömmlichen geldpolitischen Verfahren. Der Übergang zu einer Festzinspolitik müßte

---

daher keineswegs von vorherigen grundlegenden politischen Systemveränderungen abhängig gemacht werden. Die Geldordnung ist im Gegenteil derjenige Staatsbereich, dem eine Vorreiterrolle bei der Umgestaltung des politischen Systems zukommen könnte.

Der Übergang in ein Festzinssystem wäre, unter welchen Bedingungen er auch immer stattfände, natürlich eine geldpolitische Lernphase, in der mit Irrtümern und Ungenauigkeiten in der Steuerung des Nominalzinses zu rechnen wäre. In dieser Phase dürften daher die Ziele der Geldpolitik nicht zu eng gesteckt werden. Beim langfristigen Nominalzins sollte anfänglich eine größere Bandbreite zugelassen werden, als sie im Rahmen einer langfristig erfolgreichen Festzinspolitik realisierbar wäre. Schon mit einer Bandbreite von einem halben Prozent wäre der Zentralbank reichlich bemessener Spielraum für lehrreiche Experimente im Umgang mit den Inflationserwartungen gegeben. Diese Bandbreite könnte dann entsprechend den geldpolitischen Lernfortschritten im Festzinssystem schrittweise auf einen Zielwert nahe null Prozent eingengt werden. In einem analogen Übergangsprozeß könnte zunächst die Laufzeit der Wertpapiere, deren Zins stabil bleiben soll, und damit der Zeithorizont der Inflationserwartungen, auf die die Zentralbank einwirkt, vorsichtshalber recht lang bemessen werden, bis die Geldpolitik die gerintsmögliche Laufzeit ermittelt hat, für die sich die Inflationserwartungen mit dem jeweils verfügbaren Instrumentarium am zuverlässigsten steuern lassen.

#### *Zur Diskreditierung der Festzinspolitik in der herkömmlichen Geldtheorie*

Die Überlegung, daß ein gleichbleibender langfristiger Zins viele wirtschaftliche Vorteile verspricht, ist natürlich alles andere als neu, und auch in jüngerer Zeit hat die Geldpolitik sich keineswegs ganz von dem Ziel verabschiedet, Einfluß auf den längerfristigen Nominalzins zu nehmen. Die kurzfristige Verstetigung dieses Zinses wird von vielen Notenbanken noch immer als ein wichtiges geldpolitisches Nebenziel behandelt. Insofern dürfte bei aller Unsicherheit über geldpolitische Konzeptionen unstrittig sein, daß in Wirtschaft und Gesellschaft ein spontanes Bedürfnis nach einer Stabilisierung des langfristigen Nominalzinses besteht.

Frühere Versuche, den langfristigen Zins auf einem konstanten Niveau zu stabilisieren, sind in der bisherigen Geldpolitik jedoch ziemlich kläglich gescheitert, mit der Folge, daß das Festzinsmodell seit längerem als empi-

---

risch gründlich widerlegt gilt. Vor diesem Hintergrund wurden keine ernsthaften Versuche mehr gewagt, das Festzinsmodell theoretisch zu rechtfertigen. Solche Versuche waren im übrigen auch unangebracht, wo und wann immer die Geldpolitik in ein System fester Wechselkurse eingebunden war. Wenn die Geldpolitik dazu beitragen mußte, daß der Wechselkurs stabil blieb, konnte sie nicht zugleich darauf verpflichtet werden, den langfristigen Zins stabil zu halten. Dies wäre ebenso aussichtslos gewesen wie alle anderweitigen Versuche, mit der Geldpolitik mehrdimensionale Zielvorgaben zu erfüllen. Wo die theoretische Debatte unter der Prämisse geführt wurde, daß die Wechselkurse stabil zu halten seien, mußte daher schon deswegen die weitere Beschäftigung mit dem Festzinsmodell zurückstehen.

Die herkömmliche Geldpolitik betrachtet die Geldwertstabilität als das Ziel, auf das der Einsatz ihres Instrumentariums direkt oder indirekt hinzuwirken hat. Sofern diese Politik indirekte Wege zu diesem Ziel beschreitet, muß sie sich Zwischenziele suchen, auf die sie mit ihrem Mitteleinsatz unmittelbarer als auf den Geldwert einwirken kann. Als ein solches Zwischenziel schien der Nominalzins nach herkömmlicher Auffassung auf den ersten Blick u.a. deswegen nicht in Betracht zu kommen, weil ein konstanter Nominalzins zwangsläufig mit Inflationsschwankungen einhergeht, die mindestens so hoch sind wie die Realzinsschwankungen. Eine Festlegung auf die Festzinspolitik wäre insofern eine formale Preisgabe des Ziels, den Geldwert bzw. die Inflationsrate ganz stabil zu halten.

Was mit dieser Festlegung aufgegeben würde, ist aber ein Ziel, das erstens für die Wirtschaftssubjekte - und damit für die Gesellschaft als ganze - weniger attraktiv ist als ein fester Zins und das zweitens im Rahmen der herkömmlichen Geldpolitik sehr unbefriedigend erfüllt wurde. Die Schwankungen der Geldentwertungsrate, die bei solcher Politik selbst im günstigsten Falle noch auftreten, dürften deutlich größer sein als die Schwankungen des Realzinses und damit größer als die Inflationsschwankungen in einem erfolgreich praktizierten Festzinssystem der oben beschriebenen Art. Demnach würde der Geldwert stabiler und berechenbarer werden, wenn die Geldwertstabilität aus dem Zielkatalog der Geldpolitik formal gestrichen und durch das Ziel der Nominalzinsstabilität ersetzt würde.

Der logische Fehler der herkömmlichen Geldpolitik lag insofern darin, einen stabilen langfristigen Zins allenfalls als Zwischenziel der Geldpolitik in Betracht zu ziehen und nicht als deren Hauptziel. In seiner Eigenschaft als

---

Zwischenziel haben Geldpolitiker den langfristigen Zins u.a. daraufhin untersucht, ob er zu einem geldwertstabilisierenden Verhalten der Marktteilnehmer beitragen könne. Sie haben gefragt, ob eine Festschreibung des Nominalzinses geeignet sei, eine Stabilisierung der längerfristigen Inflationserwartungen herbeizuführen. Der Befund hierzu fiel korrekterweise negativ aus. Wenn die Marktteilnehmer im Rahmen herkömmlicher Geldpolitik mit konstanten langfristigen Nominalzinsen rechneten, würden in der Tat Inflationserwartungen, Inflation und Konjunkturentwicklung regelmäßig aus dem Ruder laufen.

Im einem Festzinssystem der oben skizzierten Art wird die Frage genau umgekehrt gestellt. Statt zu fragen, wie der langfristige Zins auf Inflationserwartungen und Inflation wirkt, wird gefragt, wie die Inflationserwartungen - und damit letztlich auch die Inflation - zur Stabilisierung des langfristigen Zinses eingesetzt werden können. Daß hierauf vor einigen Jahrzehnten noch eine negative Antwort gegeben werden mußte, ist unbestreitbar. Unter veränderten, nicht zuletzt durch eine fachlich kompetentere und besser informierte Marktöffentlichkeit geprägten Bedingungen ist es aber an der Zeit, die bisherige Logik der Geldpolitik auf den Kopf zu stellen. Dort sind ihr neue Füße gewachsen, die sich tragfähiger entwickeln können als die bisherigen.<sup>12</sup>

12 - 2001

---

<sup>12</sup> Zu einer weiteren Begründung des Festzinssystems s. auch "Die Logik der Geldpolitik (2)" in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de)