



BDA | DIE ARBEITGEBER
Bundesvereinigung der
Deutschen Arbeitgeberverbände

Mitglied von BUSINESSEUROPE

Hausadresse:
Breite Straße 29 | 10178 Berlin

Briefadresse:
11054 Berlin

T +49 30 2033-1953
F +49 30 2033-1955

wrst.mail@arbeitgeber.de
www.wrst.de

ISBN 978-3-938349-67-0

Frieden, Recht und Subsidiarität: Was hält die Europäische Union zusammen?

53

**FRIEDEN, RECHT UND SUBSIDIARITÄT:
WAS HÄLT DIE EUROPÄISCHE UNION
ZUSAMMEN?**

VERÖFFENTLICHUNGEN DER WALTER-RAYMOND-STIFTUNG DER BDA

BAND 53

**FRIEDEN, RECHT UND SUBSIDIARITÄT:
WAS HÄLT DIE EUROPÄISCHE UNION ZUSAMMEN?**

51. Kolloquium der Walter-Raymond-Stiftung
Berlin, 24. und 25. März 2013

Mit Beiträgen von
Prof. Dr. Claudia M. Buch, Prof. Hans-Helmut Kotz,
Dr. Johannes Lörper, Dr. oec. Gerhard Schwarz,
Jürgen R. Thumann, Prof. Dr. Dr. h. c. Werner Weidenfeld

und
einer Zusammenfassung der
Diskussion des Kolloquiums

Die Veröffentlichungen der Walter-Raymond-Stiftung
erscheinen im Verlag der

 **GDA**
K O M M U N I K A T I O N

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

VERÖFFENTLICHUNGEN DER WALTER-RAYMOND-STIFTUNG, BAND 53

Frieden, Recht und Subsidiarität: Was hält die Europäische Union zusammen?

Herausgeber: Walter-Raymond-Stiftung der BDA

Verlag:

© **GDA • KOMMUNIKATION**

Gesellschaft für Marketing und Service
der Deutschen Arbeitgeber mbH
Breite Straße 29, 10178 Berlin
www.gda-kommunikation.de

Alle Rechte bei der Walter-Raymond-Stiftung

Gestaltung:

© **GDA • KOMMUNIKATION**

Gesellschaft für Marketing und Service
der Deutschen Arbeitgeber mbH

Printed in Germany

ISBN 978-3-938349-67-0

INHALTSVERZEICHNIS

VORTRÄGE UND ZUSAMMENFASSUNG

Prof. HANS-HELMUT KOTZ Was kann, was darf, was muss eine Zentralbank leisten?	7
Prof. Dr. Dr. h. c. WERNER WEIDENFELD Die Europäische Union im Spannungsfeld von politischer Führung und nationaler Identität	23
Dr. oec. GERHARD SCHWARZ Identität und Gemeinsinn: Eine EU-Kompetenzverteilung nach Schweizer Vorbild?	33
Prof. Dr. CLAUDIA M. BUCH Draghis Bestandsgarantie für den Euro – Drohen Europa japanische Verhältnisse?	43
Dr. JOHANNES LÖRPER Kapitalbildung und Vorsorge: Die sozial- und wirtschaftspolitischen Folgen einer lockeren Geldpolitik	67
JÜRGEN R. THUMANN Mehr als nur ein gemeinsamer Binnenmarkt: Perspektiven für ein gestärktes Europa	75
Eine Zusammenfassung der Diskussion	81
ANHANG	
Referenten	104
Teilnehmer	110
Die Walter-Raymond-Stiftung	117
Gremien der Walter-Raymond-Stiftung	118
Veröffentlichungen der Walter-Raymond-Stiftung	120

VORTRÄGE UND ZUSAMMENFASSUNG

PROF. HANS-HELMUT KOTZ

WAS KANN, WAS DARF, WAS MUSS EINE ZENTRALBANK LEISTEN?

Zunächst bedanke ich mich bei der Walter-Raymond-Stiftung für die Einladung und das mir gestellte Thema: Was kann, darf, muss eine Notenbank tun? In der Frage klingt ein Unterton durch, der – zu Recht – auf die Gefahr der Überforderung der Notenbanken hinweist und zugleich auf die allzu geläufigen (potentiellen) Folgen von einem starken Anwachsen von deren Bilanzen hindeutet: unkontrollierbare inflationäre Entwicklungen.

Es ist insbesondere die Angst vor einem unabwendbaren Kaufkraftverlust ihrer Währung, die viele Menschen bewegt. Tatsächlich aber hat zum Beispiel die japanische Notenbank zwischen 2001 und 2006, nachdem die Notenbankzinsen auf null gefallen waren, die Bereitstellung von Notenbankgeld (die Geldbasis) verdoppelt (*Woodford* 2012). Dennoch ist das japanische Preisniveau weiter gefallen. Japans Wirtschaft bewegt sich, seit dem Platzen der Vermögenspreisblase Ende der 1980er, in einem quasi-deflationären Umfeld. Die Übersetzung von mehr Notenbankgeld in mehr Inflation ist eben nicht mechanisch. Sie setzt voraus, dass die Banken mit den zusätzlichen Reserven mehr Kredite produzieren. Das tun sie aber nicht, wenn die Aussichten ihrer potentiellen Kreditnehmer eher schwierig sind. Vor dem Hintergrund begrüßte übrigens *Milton Friedman* zu jener Zeit, dass die japanische Notenbank endlich auf einen deutlich expansiveren Kurs einschwenkte. Ähnliches sehen wir nun auch im Nachgang zu der deutlich stärkeren Expansion der Bilanz etwa der amerikanischen Notenbank. Seit dem Herbst 2008 wuchs dort die Geldbasis um mehr als das Dreifache. Dennoch blieb die Verbraucherpreisinflation sehr moderat. Und auch die Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige Entwicklung der Kaufkraft, ob an inflationsindexierten Anleihen oder durch Umfragen bei professionellen Vorhersagern gemessen, sind in etwa auf den Zielen verankert, die die Notenbanken anstreben.

Nun sind die außergewöhnlichen Politiken offenkundig nicht allein in Reaktion auf Probleme beim primären Ziel der Notenbank – Stabilisierung des Geldwertes – ergriffen worden. Das gilt auch für die Notenbanken die, wie die U. S. Fed, ein duales Mandat verfolgen. Die außergewöhnlichen Eingriffe waren, jedenfalls zunächst und vor allem, die Antwort auf enorme Disfunktionalitäten in den Finanzmärkten. Diese erschwerten, in Abhängigkeit von der Struktur der Finanzbeziehungen – finanzmarkt- versus bankendominierte Systeme – die operative Umsetzung der Geldpolitik. Vielmehr waren

die Maßnahmen offensichtlich insbesondere auf die Wiederherstellung der Finanzstabilität gerichtet, beginnend mit den diversen Aktionen als Ausleiher letzter Zuflucht oder, vor allem in den USA, auch als Marktmacher und Investor letzter Instanz (Buiter 2008).

In den nachfolgenden knappen Anmerkungen will ich die mir gestellte Frage aus der Perspektive der Handelnden – derjenigen, die Einschätzungen in realer Zeit erzwingt – erörtern. Diese unterscheidet sich offenkundig von der des teilnehmenden Beobachters, vor allem jenes, der im Nachhinein würdigt. (Aber selbst dann sind unterschiedliche Urteile die Regel. Nicht nur über die Ursachen der Großen Depression wird mehr als 80 Jahre später noch gestritten. Handelnde können sich allerdings den Luxus der Agnostik nicht leisten.) Notenbanken sahen sich jedenfalls ab dem Sommer 2007, auf den wir mittlerweile den Beginn der Krise datieren, ungewöhnlichen Problemen ausgesetzt, solchen, die dringlich einer Antwort harhten.

Vor dem Hintergrund liegt der Akzent bei der Beantwortung der mir gestellten Frage darauf, was eine Zentralbank leisten *muss*? Nicht im Sinne einer normativen Vorgabe (Was-sollte-sie-tun?), sondern was sie *gezwungen* ist zu tun. Nichts zu tun, hätte ex ante kaum einschätzbare Opportunitätskosten verursachen können. Die Handelnden sahen sich damals also keineswegs in der Rolle derjenigen, die (endlich) diskretionär Macht ausüben konnten. Es war vielmehr eine Situation der Ausweglosigkeit, mit eventuell prohibitiven Kosten, die zu ungewöhnlichem Handeln nötigte.

Meine folgenden Anmerkungen skizzieren zunächst die Zentralbankpolitik (am Beispiel der EZB) in einer normalen Situation, dann werden die mit dem Verlauf der Krise wachsenden Herausforderungen erörtert. Diese führen zu einer Verschiebung des Fokus. In der Phase der Kriseneindämmung wird die Systemstabilisierung zur absoluten Priorität. Abschließend stelle ich die spezifisch europäische Form der verschobenen Einflussbalance zwischen Fiskal- und Geldpolitik dar. Diese ist im Verlauf der Krise aus deren Zusammenspiel erwachsen und erinnert, mindestens in Ansätzen, an fiskalische Dominanz.

Notenbankpolitik, konventionell und unkonventionell

Gewöhnliche Geldpolitik ist wohldefiniert und deshalb, so der ehemalige britische Notenbankgouverneur *Mervyn King*, geradewegs langweilig. Das gilt insbesondere für deren instrumentelle Umsetzung (Kotz, Nagel, Schaaf 2012).

Das prioritäre Ziel, der Europäischen Zentralbank ist die Sicherung der Geldwertstabilität. Die EZB versteht darunter einen Anstieg des (harmonisierten) Verbraucherpreisindex von bis zu, aber nahe an zwei %. Das ist übrigens fast deckungsgleich mit der Preisnorm, welche die Bundesbank als Zielvorgabe hatte. Seit sie für die Geldpolitik Verantwortung trägt, hat die EZB dieses Ziel *cum grano salis* überzeugend erreicht (siehe Schaubild 1). Tatsächlich ist die Inflationsrate in Deutschland während dieser Periode im Mittel leicht niedriger gewesen als dies seit Anfang der 1970er der Fall war, aus welchen Gründen auch immer. Die EZB hat auch für die Währungsunion als Ganzes ihrem Mandat genügt. Genau genommen, ist (und kann sie) nur dafür – für den Währungsraumweiten Mittelwert – in die Pflicht genommen werden. Es war zudem überall in den Mitgliedsländern ein Rückgang der Inflationsraten zu konstatieren.¹ Dieser ist besonders ausgeprägt im Vergleich zu vorhergehenden Phase des EWS, eines Festkursmechanismus mit den in einem derartigen System unvermeidbaren Glaubwürdigkeitsproblemen.

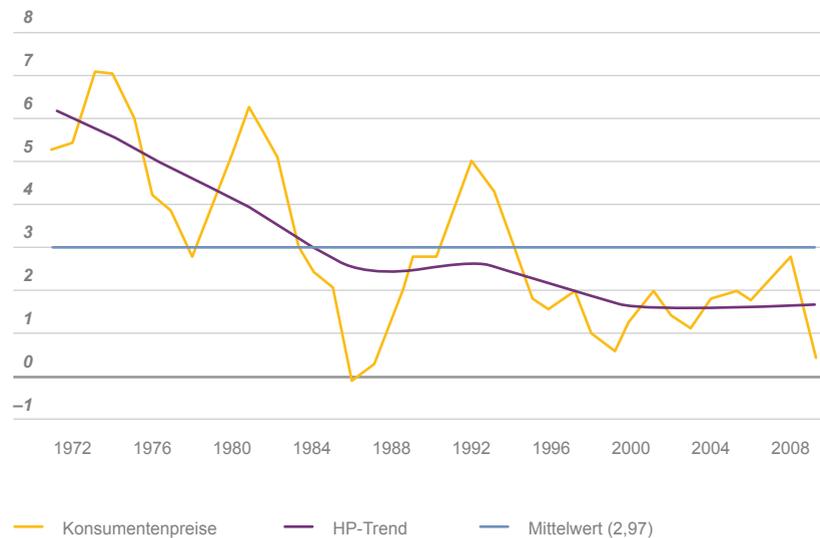
Geldpolitik strebt ihre Ziele über das Steuern des Geldmarktes an. Das ist jener Markt, an dem Banken Liquidität – kurzfristige Einlagen – handeln. Dabei wird Notenbank-Liquidität in einem Umfang bereitstellt, der mit kurzfristigen Zinsen korrespondiert, die zum angestrebten geldpolitischen Kurs passen. Straffer, wenn die Inflation anzieht, lockerer – also mehr Liquidität und damit niedrigere kurzfristige Zinsen –, wenn die Inflation unter das Ziel fällt („unter, aber *nahe* an zwei“). Die Notenbank, genauer: deren operative Abteilungen, schaffen also monetäre Bedingungen, die zu einem Zustand der Wirtschaft führen, der ihr Endziel – einer Inflationsrate von etwa zwei % – erreichbar erscheinen lässt. In der alten, der Vorkrisen-Welt geht es nur darum: die Stabilisierung des Preisniveaus.

¹ Allerdings ein von Land zu Land unterschiedlicher, der zu einer real-effektiven Aufwertung in den stärker inflationierenden Ländern führte, mit den zu erwartenden Folgen für die regionale Leistungsbilanz. Auf den Punkt gehen wir nicht weiter ein.

Schaubild 1

Preisstabilitätsziel: Deutschland

in % p. a.



Westdeutschland bis 1990; harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) ab 1999

Quelle: OECD, Economic Outlook

In der alten, der Vorkrisen-Welt, ist zudem der kurzfristige Zins – und auch nur dieser – das einzige Politikinstrument. Mengen, etwa die Bilanz der Notenbank, spielen keine Rolle (Turner 2013). Geldpolitik kam ohne Geld aus. Die glaubwürdige Steuerung der Erwartungen garantierte eine mittelfristige Entwicklung bei moderater Inflation entlang des Potentialpfades.

Im Verlauf der Krise wurden die Notenbanken allerdings genötigt, den kurzfristigen Zins am Ende bis auf die Null-Zins-Grenze abzusenken. Die Nachfrage nach Notenbankliquidität wurde vollkommen elastisch. Das zentrale Politikinstrument stand damit nicht mehr zur Verfügung, obwohl ein höherer monetärer Expansionsgrad mit dem Endziel (den Endzielen) vereinbar war, ja zu dessen (deren) Erreichung als erforderlich angesehen wurde.

Die Notenbanken wurden damit gezwungen, unkonventionell zu werden. Aus einer historischen Sicht, waren die ergriffenen Maßnahmen allerdings nicht außergewöhnlich. Sie waren es nur vor der Kulisse der „engen Sicht“ der Notenbankaufgaben, die sich im vergangenen Vierteljahrhundert durchgesetzt – und unter normalen Bedingungen ja auch bewährt hatte. Die Umstände an den Banken- und Finanzmärkten waren aber nicht normal. Sie erinnerten an die Situation, die Lord Keynes vor Augen hatte, als er davon sprach, dass klassische Geldpolitik in einer Liquiditätsfalle wirkungslos sei, dass sie ihn an das Schieben an einer Schnur erinnerte. Wie man mit der Null-Zins-Grenze umgehen könnte, darüber hat sich Ben Bernanke schon vor zehn Jahren Gedanken gemacht (Bernanke u. a. 2004). Wie andere auch, allerdings vor allem in Lichte der Folgen für die Erreichbarkeit der eigentlichen oder primären Notenbankziele. Ein Ziel, dass für Notenbanken historisch konstitutiv war (Goodhart 1989) – die Stabilisierung der Banken und der Finanzmärkte – wurde allerdings ausgeblendet. Die Große Finanzkrise hat aber gezeigt, dass die enge Sicht auf Notenbankfunktionen dann nicht mehr aufrechtzuerhalten ist. Es genügte eben nicht, Preisniveaustabilität zu erreichen, um auch Finanzstabilität zu gewährleisten (Borio 2012).

Krisenausbruch: Eine real-zeitliche Sicht

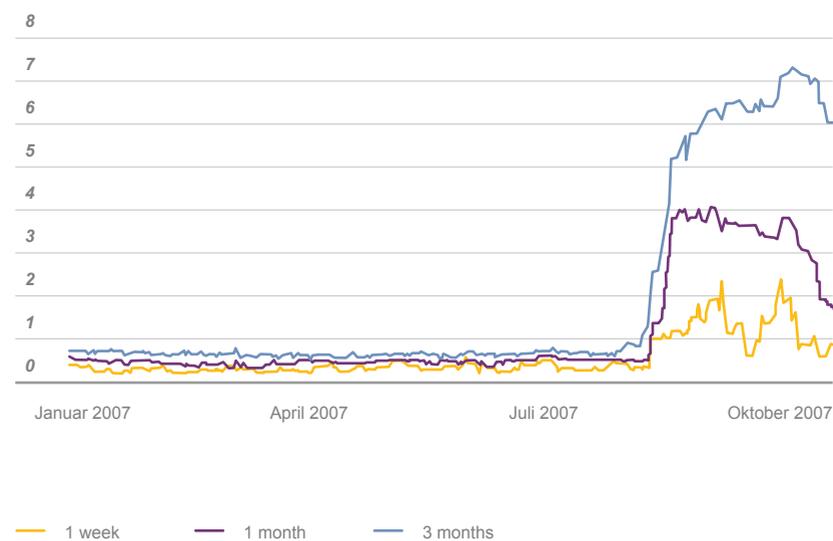
Im Folgenden werden keine Interna ausgeplaudert. Vielmehr soll verdeutlicht werden, wie Entscheider Nachrichten in Tun oder Unterlassen umsetzen, das erhebliche Folgen haben kann. Am 27. Juli 2007 haben wir in der Bundesbank die Nachricht erhalten, dass eine eher kleinere Bank größere Schwierigkeiten bei der Anschlussfinanzierung für bestimmte Produkte hatte. Deren Geschäftsgebaren war nicht gänzlich unüblich. Dies ließ generalisierende Schlüsse über einige (unbestimmte) Banken zu. Diese Schlüsse wurden auch im Markt gezogen. Die Zinsabstände zwischen unbesicherten und besicherten Ausleihungen am Interbankenmarkt begannen sich deutlich auszuweiten. Die Abstände erreichten ein Ausmaß, das Marktteilnehmer zuvor nie gesehen hatten. Die Situation wird in Schaubild 2 illustriert, die die Differenz zwischen besicherten (Eurepo) und unbesicherten (Euribor) Sätzen darstellt. Aus dem Blickwinkel einer Normalverteilung, den man – wir auch – oft benutzt, um Daten zu interpretieren, waren die Spreads bereits im August 2007 sehr ungewöhnlich. (Natürlich sind diese Daten nicht normalverteilt.)

Für die Entscheider ist damit eine einfache Frage verbunden: Was tun? Deren Antwort hängt vom Befund ab, den man stellt (Kotz 2008). Die Theorie legte zwei Antworten nahe, die zu sehr unterschiedlichen Handlungsanweisungen führten: Die eine Theorie stützt sich auf ungleich verteilte Informationen. Die Marktteilnehmer brauchen Zeit, um die Dinge zu sortieren. Aber sie schaffen es alleine, diese Transparenz zu produzieren. Deshalb bleiben die Notenbanken an der Seitenlinie. Fehlverhalten sollte sanktioniert werden. Notfalls auch durch Insolvenz. Denn ansonsten – so das Argument des moralischen Risikos – droht eine Belohnung von falschem Verhalten. Das Problem wird in Zukunft noch größer werden. Das ist – grob skizziert – die Theorie von Joseph Stiglitz, Andrew Weiss und anderen. Dieser Ansatz hat zunächst das Verhalten der Bank von England zum Beispiel geprägt. Die Bank von England hat nichts gemacht.

Im Eurosystem dominierte aber eine andere Sicht. Handlungsleitend wurde eine Diagnose auf der Basis des Bank Run-Ansatz von Douglas Diamond und Philip Dybvig. Dieses Modell macht nachvollziehbar, wieso Bankkunden ihre Depositen in Sicherheit bringen wollen (*bank run*), also abheben, sobald sie sehen, dass andere Kunden in außergewöhnlichem Maße Einlagen verringern. Für den Bankkunden ist es belanglos, weshalb diese Bewegung entsteht. Es wäre aber individuell unvernünftig, wenn er sich dem Run nicht anschließen würde. Eine solche sich selbst-bestätigende Vorhersage vermag auch solide Banken wegzureißen.

Schaubild 2

Euribor-Eurepo-Spreads



Quelle: EBF, Bloomberg