

## Die Logik der Geldpolitik (2)

### *Regelbindung und falsche Regeln*

Es gibt wenige wirtschaftswissenschaftliche Theoriebereiche, die auf so geringes Interesse in der nichtwissenschaftlichen Öffentlichkeit gestoßen sind wie die Geldtheorie. In der Geldtheorie wiederum, speziell der Theorie von der Stabilisierung des Geldwertes, gibt es kaum ein Modell, dem bisher weniger wissenschaftsinterne Aufmerksamkeit zuteil wurde als dem Festzinsmodell, wie es in „Die Logik der Geldpolitik“ vorgestellt wurde<sup>1</sup>. Eine der Ursachen hierfür ist die vordergründige Simplizität dieses Modells. Simplizität nämlich setzt eine Theorie, zumal dann, wenn sie in eine konkrete Handlungsempfehlung mündet, dem Verdacht der Naivität aus. Das Festzinsmodell erweist sich indessen seit seiner Entstehung gegenüber allen denkbaren Einwänden als äußerst robust. Aus keiner anderen Theorieentwicklung ist bisher ein plausibleres Handlungskonzept für den politischen Umgang mit dem Geld hervorgegangen.

In der Geldtheorie wird seit einigen Jahrzehnten lebhaft die Frage diskutiert, ob eine Zentralbank an feste Regeln gebunden sein oder ob sie über Ermessensspielraum für mehr oder weniger ad hoc zu treffende Entscheidungen verfügen sollte. Seit sich die Überzeugung durchgesetzt hat, dass eine Zentralbank nicht mehr erreichen kann und daher auch nicht mehr anstreben sollte als eine stabile Preisniveaumentwicklung, gibt es eine zunehmende wissenschaftliche Übereinstimmung darüber, dass eine Regelbindung des Zentralbankhandelns eigentlich wünschenswert wäre. Die Vorstellung, dass eine Zentralbank ihren Handlungsbedarf ad hoc bestimmen kann, löst zumindest in der Theorie Unbehagen aus, weil damit immer auch Spielraum für menschliche Irrtümer und menschliches Fehlverhalten gegeben ist. Die Stabilitätspolitik an die kurze Leine einer verbindlichen, in Gesetz oder Verfassung vorgeschriebenen oder wenigstens von der Zentralbank formell anerkannten Regel zu legen ist demgegenüber ein plausibles theoretisches Ideal. Dennoch hat sich bisher in der realen Geldpolitik ein solches Ideal nicht durchsetzen können. Immer wieder wurden theoretisch begründete Regelvorschläge aus gutem Grund als zu wenig praxisbezogen verworfen. So ging es etwa dem Vorschlag, das nominale Wachstum einer Volkswirtschaft stabil zu halten. Dieser Vorschlag ähnelte zwar in seinem Grundgedanken dem Festzinsmodell, weil er die Zentralbank z.B. darauf festlegen sollte, bei einer erwarteten Steigerung der Inflationsrate wie auch bei einer erwarteten Steigerung des realen Wirtschaftswachstums die Geldpolitik restriktiver zu gestalten. Das Konzept hatte aber den gravierenden Mangel, dass das nominale Wirtschaftswachstum eine nur zeitverzögert und ungenau messbare und zudem der Öffentlichkeit unzugängliche Größe ist. Das Ziel eines konstanten nominalen Wirtschaftswachstums taugte daher allenfalls als theoretische

---

<sup>1</sup> Eine überarbeitete Fassung von „Die Logik der Geldpolitik“ ist verfügbar im [reformforum-neopolis.de](http://reformforum-neopolis.de). Erste Veröffentlichung in B. Wehner, Die Logik der Politik und das Elend der Ökonomie, Darmstadt 1995.

---

Orientierung, nicht aber als bindende Handlungsanweisung an Zentralbanken. Ähnlich praxisfern blieben später diskutierte Regeln, nach denen Zentralbanken ihr Handeln an so schwammigen Größen wie der Abweichung der Wirtschaftsleistung von ihrem Potentialwert auszurichten hätten. Solche schwer durchschaubaren Regeln können nicht das öffentliche Vertrauen schaffen, dass eine hiernach handelnde Zentralbank ihre Ziele ungefährdet erreicht.

Angesichts der Unzulänglichkeit der verfügbaren Regelvorschläge erschienen die anhaltenden Bedenken gegen eine strikte Regelbindung der Zentralbanken durchaus gerechtfertigt. Es kann daher nicht wundern, dass die Diskussion um die Regelbindung der Geldpolitik letztlich nicht über den Vorschlag hinaus kam, eine Zentralbank möge doch annähernd so handeln, als ob sie einer halbwegs plausibel erscheinenden theoretischen Regel folgte. Hiervon versprach man sich zumindest eine stärkere Selbstverpflichtung der Zentralbanken zu einer theoretischen Begründung ihrer Entscheidungen. Übersehen wurde hierbei allerdings, dass solche Begründungen nur einem sehr kleinen, nämlich mit der Geldtheorie vertrauten Personenkreis Nutzen bringen, wenn die nichtwissenschaftliche Öffentlichkeit die verwendete Regel nicht versteht.

Dass es aber überhaupt so intensive Bemühungen um Regelvorschläge zur Geldpolitik gegeben hat, zeigt, wie hoch der praktische Nutzen einer wirklich praktikablen Regelbindung eingestuft wird. Dennoch gibt es gegen eine Regelbindung auch Widerstände, die keineswegs nur mit den Mängeln bestehender Regelvorschläge zu erklären sind. Solche Widerstände spiegeln vielmehr auch die Interessenlage der Akteure der Geldpolitik wider. Sollte es nämlich wirklich je gelingen, die Zentralbank erfolgreich an die Kette einer verbindlichen Regel zu legen, dann ginge damit ein Mythos von Komplexität verloren, von dem sowohl die Politik wie auch die Theorie des Geldes lange zu profitieren versuchten. Würde Regelbindung wirklich praktiziert, dann würden Erfolge der Geldpolitik in erster Linie als Erfolge der Regel gedeutet und viel weniger noch als persönliche Erfolge zuständiger Personen. Zugleich würde sich die theoretische Diskussion wesentlich verengen, nämlich auf eine kritische Begleitung der Regelanwendung. Verhältnisse, unter denen wirtschaftliche Stabilität sich der Öffentlichkeit vornehmlich als Verdienst von Zentralbankgremien, als Verdienst politischer Personalentscheidungen oder auch als Verdienst wissenschaftlicher Politikberatung präsentieren ließen, würden damit auf jeden Fall der Vergangenheit angehören.

#### *Das Grundprinzip der Festzinsregel*

Mit der Festzinsregel ließen sich die folgenschwersten Unzulänglichkeiten früherer Vorschläge zur Regelbindung der Geldpolitik auf sehr einfache Weise überwinden. Eine einfachere Regel ist in der Tat kaum vorstellbar. Die Festzinsregel besagt, dass der Zins eines risikofreien, vorzugsweise von der Zentralbank selbst ausgegebenen Wertpapiers mit einer Laufzeit von beispielsweise sieben Jahren konstant zu halten ist. Konstant bleibt dieser Zins dann, wenn die Summe aus der von Investoren erwarteten realen Investitionsrendite und der erwarteten Inflation für den vorgegebenen, z.B. siebenjährigen Erwartungszeitraum konstant bleibt. Eben dann sind Kapitalgeber bereit, zu diesem konstanten Zins Kapital auszuleihen, und Kreditnehmer sind bereit, diesen konstanten Zins zu zahlen. Die Zentralbank hätte also dafür zu sorgen, dass genau diese Erwartungen sich einstellen. Sie

---

hätte insbesondere, da sie auf die Erwartung der realen Investitionsrendite wenig Einfluss hat, die Inflationserwartungen entsprechend zu steuern.

Um Erwartungen nicht nur einmalig, sondern immer aufs Neue zielgenau beeinflussen zu können, muss eine Zentralbank von ihr erzeugte Erwartungen natürlich zweifelsfrei erfüllen können, und sie muss sie in aller Regel tatsächlich erfüllen. Sie muss daher über ein glaubwürdiges Instrumentarium verfügen, mit dem sich die tatsächliche Inflation zielgenau lenken lässt, und sie muss die Entschlossenheit zeigen, dieses Instrumentarium den Erwartungen entsprechend einzusetzen.

Um eventuellen Zweifeln an ihrer Fähigkeit zur Beeinflussung der Inflationsrate vorzubeugen, sollte das Instrumentarium einer Zentralbank in einem Festzinssystem transparenter und durchschlagskräftiger sein als die Instrumentarien der herkömmlichen Geldpolitik. Eine wichtige Rolle könnte dabei einem an alle Bürger gezahlten Konjunkturgeld zukommen, dessen Höhe von der Zentralbank bestimmt wird und konjunkturgerecht variiert werden kann.<sup>2</sup> Wenn die Zentralbank in gut begründeter Dosierung zusätzliches Konjunkturgeld ausschüttete oder das Konjunkturgeld kürzte, wäre dies ein in seiner Deutlichkeit kaum zu überbietendes Signal der Fähigkeit und auch der Entschlossenheit, kontrollierten Einfluss auf die Teuerungsrate auszuüben.

Die Regel, den Zins eines bestimmten langfristigen Wertpapiers konstant zu halten, ist zwar sehr einfach, aber die damit verbundene Steuerungsaufgabe der Zentralbank ist dennoch anspruchsvoll. Gesteuert werden müssten langfristige Erwartungen, und dies ist umso schwieriger, je irrationaler die Erwartungsbildung der Marktakteure ist. Die Festzinsregel setzt daher eine gewisse Rationalität der Erwartungsbildung bei den Marktakteuren voraus. Sie verlangt insbesondere von der Zentralbank, dass sie eine solche rationale Erwartungsbildung ihrerseits fördert. Die Zentralbank wäre in diesem System gehalten, eine möglichst vollkommene Transparenz der Geldpolitik zu schaffen. Sie müsste insbesondere die Marktakteure mit möglichst frühzeitigen Informationen darüber versorgen, wie die inflationsbeeinflussenden Faktoren sich entwickeln. Je besser die Marktakteure diesbezüglich aufgeklärt sind, desto weniger hat eine Zentralbank damit zu tun, irrationalen Erwartungen geldpolitisch entgegenzuwirken.

Nähmen die Marktakteure beispielsweise Indizien für ein Anziehen oder einen Rückgang der Inflationsrate ungenügend oder verspätet wahr, dann müsste die Zentralbank solchen Indizien mehr Publizität verschaffen. Sie dürfte dies nicht nur von Fall zu Fall tun, sondern sie müsste sich selbst ein System regelmäßiger öffentlicher Informationen auferlegen, das zumindest bei den wichtigsten Marktakteuren auf Dauer für einigermaßen realistische längerfristige Inflationserwartungen sorgt. Je besser dies gelingt, desto einfacher wird es für die Zentralbank, in einem Festzinssystem erfolgreich zu agieren. Wo immer eine der Aufklärung durch die Zentralbank zugängliche Marktöffentlichkeit besteht, sind daher auch die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Festzinspolitik gegeben.

---

<sup>2</sup> Ein Konjunkturgeld wäre natürlich vorzugsweise in einem Bürgergeldsystem zu realisieren. Näheres hierzu in „Die Logik der Geldpolitik“ (s. Fußnote 1).

---

### *Mögliche Einwände*

Natürlich sind gegen das Festzinsmodell trotz oder gerade wegen seiner Simplizität heftige Einwände zu gewärtigen. Naheliegend ist der Einwand, dass die Erwartungen, auf die eine Zentralbank mit geldpolitischen Eingriffen reagieren muss, teilweise von ihr selbst erzeugt sind und dass sie insofern selbst ihren Handlungsbedarf bestimmt, statt auf objektive Daten zu reagieren.

Dass Inflationserwartungen zu einem gewissen Grade auf Informationen der Zentralbank beruhen, ist jedoch seit langem eine allgemein als unvermeidlich hingenommene Selbstverständlichkeit. Anders war es nur in einer Zeit, als der Stand der Informationstechnologie wie auch der geldpolitischen Theorieentwicklung es noch halbwegs realistisch erscheinen ließ, den Marktakteuren irreparable Unwissenheit über die Einflussfaktoren der Teuerungsrate zu unterstellen. Die wichtigsten Marktakteure haben diesen Bewusstseinsstand natürlich längst überwunden und sind dadurch zu ebenso sensiblen wie kritischen Adressaten von Zentralbankinformationen geworden. Dieser Sachverhalt muss daher zeitgemäßen Konzepten der geldpolitischen Regelbindung zugrunde gelegt werden. Ein ernst zu nehmendes Argument gegen das Festzinsmodell lässt sich hieraus nicht mehr herleiten.

Es gibt einen seriöseren Einwand. Seriöser ist das Argument, in einem Festzinssystem müssten die Schwankungen in den Erwartungen der realen Rendite und der Inflation einander immer genau kompensieren, und dies sei selbst bei einem längeren Erwartungshorizont von beispielsweise sieben Jahren schwer erreichbar. Erreichbar sei es allenfalls unter Inkaufnahme unerwünschter Schwankungen der Kapazitätsauslastung der Wirtschaft und damit auch unerwünschter Schwankungen im Ausmaß der Arbeitslosigkeit.

Dieses Argument ist zwar theoretisch korrekt, aber für die Praxis kaum von Bedeutung. Zum einen nämlich sorgt ein globaler Kapitalmarkt dafür, dass die langfristigen realen Renditen nur geringen Schwankungen unterworfen sind und dass sich daher auch die diesbezüglichen Erwartungen in einer schmalen Bandbreite bewegen. Entsprechend brauchen im Festzinsmodell auch die langfristigen Inflationserwartungen nur in einer geringen Bandbreite zu schwanken, um die Schwankungen in den Renditeerwartungen zu kompensieren.

Zum anderen ist Stabilität im Sinne einer strikten Konstanz der Kapazitätsauslastung nicht das Ziel einer Festzinspolitik, wie es auch nie das Ziel herkömmlicher geldpolitischer Konzepte war. Stabilität in diesem Sinne wurde von keiner herkömmlichen Geldpolitik je erreicht oder auch nur angestrebt, und es wäre verfehlt, sie von einer Politik des festen Zinses zu erwarten. Eine kompetent umgesetzte Festzinspolitik verspricht nicht mehr, aber auch nicht weniger, als dass die Kapazitätsauslastung der Wirtschaft keinen höheren Schwankungen unterliegt als bei jeder anderen, sei es regelgebundenen oder diskretionären Politik der Zentralbank.

Welche Maßnahmen eine Zentralbank ergreifen muss, um einen gewünschten Effekt auf die Inflationserwartung zu erzielen, hängt natürlich von vielerlei veränderlichen Umständen ab. Es ist zum Beispiel abhängig davon, ob in dem betreffenden Währungsgebiet Gewerkschaften eine aggressive Lohnpolitik praktizieren, und auch davon, wie Unternehmen mit Preissetzungsspielräumen umzugehen gewohnt sind. Es ist also abhängig von Verhaltens-

---

weisen der Marktakteure, und diese Verhaltensweisen wiederum sind - insbesondere auf dem Arbeitsmarkt - abhängig von Konventionen und Bewusstseinsständen. Je aggressiver die Preispolitik der Unternehmen und die Lohnpolitik der Gewerkschaften, desto stärker muss eine Zentralbank ihre Maßnahmen zur Stabilisierung des langfristigen Zinses dosieren. Der geldpolitische Umgang mit den Inflationserwartungen wäre daher zu verschiedenen Zeiten und in verschiedenen Währungsgebieten keineswegs gleich. Die Festzinsregel würde aber einen selbsttätigen Zwang ausüben, die jeweils optimale, zugleich notwendige und hinreichende Dosierung bei der geldpolitischen Erwartungssteuerung zu finden.

Dass eine Festzinspolitik die Zentralbank konsequenter als jede andere Regel zu Stabilisierungsmaßnahmen zwingt, zeigt u.a. ein Vergleich mit so genannten Geldmengenregeln. Bei der Festlegung auf eine bestimmte Wachstumsrate der Geldmenge müsste die Zentralbank, um nicht unbeabsichtigte Effekte auf die Teuerungsrate auszulösen, eine bestimmte Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zugrunde legen. Sie müsste u.a. Annahmen darüber treffen, wie viel Bargeld die Schattenwirtschaft benötigt, und auch darüber, wie viel Geld bei welcher Zinsstruktur aus Spekulations- oder sonstigen Motiven in liquider Form gehortet wird. Da diese Sachverhalte veränderlichen Einflüssen unterliegen, bedürften Geldmengenziele immer wieder beträchtlicher Korrekturen. Mit jeder Revision ihrer Ziele aber schadet eine Zentralbank ihrer Glaubwürdigkeit. Um die Überzeugungskraft von Geldmengenregeln ist bzw. blieb es daher in der praktischen Geldpolitik zu Recht nicht gut bestellt. Eine Festzinspolitik dagegen ließe die Zentralbank ohne jede Gefährdung ihrer Glaubwürdigkeit auf veränderte Verhaltensweisen der Marktakteure reagieren.

Selbst im Fall so genannter externer Preisschocks, z.B. einer starken Erhöhung des Ölpreises, würde ein Festzinssystem durch Anwendung seiner Regeln Kompetenz demonstrieren. Die Festlegung auf einen konstanten langfristigen Zins würde die Zentralbank zwingen, die inflatorische Wirkung eines solchen Schocks in dem vorgegebenen Erwartungshorizont von beispielsweise sieben Jahren zu kompensieren. In sehr seltenen Ausnahmefällen, wenn ihr diese Frist angesichts des Ausmaßes des Preisschocks unvertretbar kurz erschiene, könnte die Zentralbank diese Frist sogar verlängern, ohne das System als solches in Frage zu stellen. In einem solchen Fall müsste sie nur den Termin für die Rückführung dieser Laufzeit auf das ursprüngliche Maß von vornherein verbindlich festlegen, um nicht Zweifel an der Regelbindung als solcher aufkommen zu lassen.

#### *Der optimale langfristige Zins*

Der von der Zentralbank garantierte feste Zins wäre natürlich auch in einem Festzinssystem keine für alle Ewigkeit unverrückbare, über kritische Fragen erhabene Größe. Auch in einem solchen System dürfte und müsste die Zentralbank aus Erfahrungen lernen, und Erfahrungen könnten ihr irgendwann nahelegen, der einmal gewählte Festzins für ein langfristiges Wertpapier sei nicht bzw. nicht mehr optimal und daher korrekturbedürftig. Solche Korrekturen sollten allerdings nur in sehr großen Zeitabständen erwogen werden.

Da die Festlegung auf einen langfristigen Zins immer auch eine Vorgabe für die langfristige Inflationsrate ist und mit der Inflationsrate wiederum die nominalen Lohnzuwächse eingegrenzt sind, müsste die Zentralbank in einem Festzinssystem eine Vorstellung davon haben, welche durchschnittliche Inflationsrate und welche durchschnittlichen Lohnzu-

---

wächse sie für angemessen hält. Sie muss also einen optimalen langfristigen Zins bestimmen, der auf einer Einschätzung der optimalen Inflationsrate und der Einschätzung einer optimalen Steigerungsrate des Nominallohniveaus beruht.

Eine Zentralbank hätte gute theoretische Gründe, den langfristigen Festzins im historischen Vergleich niedrig anzusetzen. Sie könnte sich z.B. ein im Durchschnitt nahezu inflationsfreies Wirtschaftswachstum zum Ziel setzen, weil die Abwesenheit von Inflation viele wirtschaftliche Kalküle erheblich vereinfacht. Bei vollkommener Preisstabilität etwa wäre jeder Nominallohnzuwachs ein realer Zuwachs an Einkommen, und der gesamte Zins wäre für Schuldner eine reale Belastung, ebenso wie er für Gläubiger eine reale Rendite wäre.

Geldpolitik muss aber natürlich immer auch mit einer realistischen Schwankungsbreite der Inflationsrate rechnen. Sie sollte zumindest dafür Sorge tragen, dass die Inflationserwartung im Rahmen der erwarteten Schwankungen niemals in eine Deflationserwartung umschlägt, dass also die erwartete Preissteigerungsrate niemals negativ wird. Eine Situation nämlich, in der Bargeld im Wert stiege und Bankguthaben mit einem Strafzins zu belegen wären, hätte immer negative Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Dies ist eine der wenigen Fragen, über die in der Ökonomie ein durchgängiges wissenschaftliches Einvernehmen besteht.

Auch für den Arbeitsmarkt hätte eine zu niedrige Inflationsrate unmittelbare negative Konsequenzen. Je niedriger nämlich die Inflationsrate und damit die Steigerungsrate des gesamtwirtschaftlichen Lohnniveaus, desto häufiger werden die Fälle, in denen die Rentabilität von Arbeitskräften nur durch Lohnkürzungen gesichert werden kann. Der langfristige Zins sollte daher so hoch bemessen werden, dass selbst in Strukturkrisen ein Aufschub von Lohnerhöhungen in der Regel ausreicht, um die Arbeit rentabel zu halten.<sup>3</sup>

In konkreten Zahlen ausgedrückt: Die Zentralbank sollte bei der Festlegung des langfristigen Zinses eine Inflationserwartung von deutlich über einem Prozent zugrunde legen. Die durchschnittliche Steigerungsrate des nominalen Lohnniveaus könnte dann bei üblicher Wirtschaftsentwicklung in einer Größenordnung von mindestens drei Prozent liegen. Für den Festzins selbst, die Verzinsung eines langfristigen risikolosen Wertpapiers also, ergäbe sich unter diesen Umständen - je nach Besteuerung der Zinserträge - eine Größenordnung um vier Prozent.

Auch nach Bestimmung eines optimalen Festzinses und der zugehörigen optimalen Laufzeit wäre natürlich ein Festzinssystem nicht das Ende aller Konjunkturschwankungen. Es wäre aber zum einen das Ende der Befürchtungen, personelle Veränderungen in der Politik könnten der Stabilität der Wirtschaftsentwicklung nennenswert schaden. Zum anderen wäre es der Beginn berechtigter Erwartungen, dass künftige Konjunkturschwankungen geringer ausfallen werden als je zuvor.

---

<sup>3</sup> Die Zentralbank sollte insofern ein klares Bild von der Funktionsweise des Arbeitsmarktes haben. S. hierzu auch B. Wehner, *Der Arbeitsmarkt im Sozialstaat*, Neuauflage Hamburg 2001, insbesondere Kap. 3.7., S. 190ff. Siehe auch ders., „Die Logik des Arbeitsmarktes“, in [www.reformforum-neopolis.de](http://www.reformforum-neopolis.de)

Mit dem Festzins bekäme das Wirtschaftssystem den einen und einzigen festen Anker, der in Theorie und Praxis immer wieder gesucht und der lange in festen Wechselkursen, in konstantem Geldmengenwachstum oder anderen gesamtwirtschaftlichen Größen vermutet wurde. Eine kompetente und mit glücklicher Hand agierende Zentralbank kann zwar, wie sich in den zurückliegenden Jahrzehnten gezeigt hat, auch ohne festen Anker und mit einer teilweise intuitionsgeleiteten Ad-hoc-Politik ihre Stabilisierungsaufgabe einigermaßen erfolgreich bewältigen. Dennoch wäre es höchst leichtfertig, einen solchen festen Anker nicht zu setzen, obwohl er ganz offensichtlich verfügbar ist.