

# ÜBERLEGUNGEN ZUR EFFIZIENZ GELDPOLITISCHER MASSNAHMEN DES EUROSISTEMS IN DEPRESSIVEN KONJUNKTURPHASEN

Manfred O. E. Hennies  
Fachhochschule Kiel/University for Applied Sciences

## 1. Ziele der Geldpolitik im Eurosystem

Nach Artikel 2 der Satzung des Europäischen Systems der – nationalen – Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (kurz: Eurosystem) und Artikel 105, Absatz 1, des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG)<sup>1</sup> ist dem Eurosystem als vorrangiges Ziel die Preisniveaustabilität vorgegeben. Unter Wahrung dieser ureigensten Aufgabe einer jeden Zentralbank hat das Eurosystem aber auch die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft zu unterstützen.<sup>2</sup> Dabei geht es heute vor allem um die Verwirklichung eines möglichst hohen Beschäftigungsniveaus und eines beständigen, nichtinflationären und umweltverträglichen Wirtschaftswachstum.

Zur Erfüllung dieser wirtschaftspolitischen Aufgaben steht dem Eurosystem ein umfassender Katalog von Einzelmaßnahmen zur Verfügung: Zwei ständige Fazilitäten, Mindestreservpolitik sowie zahlreiche Varianten der Offenmarktpolitik. Sie zielen alle auf das Zinsniveau im Euroraum. Über diese Zielvariable<sup>3</sup> der Geldpolitik ist die Endnachfrage<sup>4</sup> auf das maximal mögliche Bruttoinlandprodukt im

---

<sup>1</sup> Der Wortlaut in Artikel 2 der Satzung des Eurosystems ist – bis auf den ersten Halbsatz – derselbe wie in Artikel 105, Absatz 2, des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft(en). Übrigens: Die Singularform der 1967 durch Fusionsvertrag entstandenen so genannten *Europäischen Gemeinschaft* ist unkorrekt, weil sich diese ursprünglich aus drei Teilgemeinschaften (→ EGKS: Europäische Gemeinschaft für Kohle und Stahl, → EWG: Europäische Wirtschaftsgemeinschaft sowie → EURATOM: Europäische Atomgemeinschaft) zusammensetzte und auch heute noch, nach dem Auslaufen des EGKS-Vertrages am 25.07.2002, aus zwei Einzelgemeinschaften besteht, nämlich EWG und EURATOM.

<sup>2</sup> wobei nach Artikel 7 der Satzung und Artikel 107 des Vertrages die Beschlussorgane des Eurosystems völlig unabhängig sind; es ist ihnen sogar ausdrücklich untersagt, Weisungen von Organen und Einrichtungen der EG, Regierungen der Mitgliedstaaten sowie sonstigen Stellen einzuholen oder entgegenzunehmen.

<sup>3</sup> Zur Zielkette (Transmissionsprozess) der Geldpolitik vgl.: Hennies, M. O. E., Ziele und Maßnahmen der Geldpolitik in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion, in: Wirtschaftspolitik der Republik Estland und die Europäische Union, Beiträge der VII. wissenschaftlichen und ausbildenden Konferenz in Tartu und Värskä vom 25. bis 27.06.1999, Tallinn 1999, S. 61 ff.

<sup>4</sup> bestehend aus den Konsum- und Bauausgaben der privaten Haushaltungen, den Konsum- und Infrastrukturausgaben der öffentlichen Haushaltungen, den Netto- und Ersatzinvestitionen sowie dem Außenbeitrag (Export minus Import).

Euroraum so einzusteuern<sup>5</sup>, dass es dieses Leistungspotenzial (Produktionspotenzial) weder überfordert, weil sonst Inflation<sup>6</sup> entsteht, noch unterfordert, weil dann konjunkturelle Erwerbslosigkeit<sup>7</sup> die ohnehin bestehenden Beschäftigungsprobleme<sup>8</sup> zusätzlich verschärft.

Es ist heute eine weit verbreitete Auffassung, dass die Zentralbank nicht nur 'Hüterin der Währung' sei, sondern auch einen 'Konjunkturauftrag' habe.<sup>9</sup> Hier stellt sich die Frage, ob einer kränkelnden Konjunktur allein durch Geldspritzen geholfen werden kann.

## 2. Hindernisse für die Geldpolitik

Die Frage nach der Effizienz geldpolitischer Maßnahmen hat sich erneut gestellt, nachdem die 'Neue Wirtschaftslehre'<sup>10</sup> die Vorstellungen der Klassiker über einen harmonischen Geschehensablauf in marktwirtschaftlichen Systemen ad absurdum geführt hat. Die Erfahrungen zeigen immer wieder, dass in depressiven Konjunkturlagen die Geldpolitik im Grunde nur eine passive Rolle spielen kann, indem sie die bei Wiederbelebung der Wirtschaftsaktivitäten steigende Nachfrage nach Transaktionskasse zu bedienen hat.

*'Investitionsfalle'*: Zum einen nutzt es der Konjunktur wenig, wenn die Zentralbank zwar in der Lage ist, durch eine expansive Geldversorgungspolitik das Zinsniveau zu senken, wenn die Investoren nicht zugleich auf die Zinssenkung reagieren. Das ist dann der Fall, wenn die Ertragsaussichten weiterhin schlecht und die

---

<sup>5</sup> Insofern ist Geldpolitik immer nur *nachfrageorientierte* Wirtschaftspolitik, weshalb die angebotorientierten Wirtschaftspolitiker die Geldpolitik an die 'goldene Leine' einer potenzialorientierten Geldmengenpolitik zu legen wünschen. Vgl. hierzu: Hennies, M. O. E., Angebotorientierte Wirtschaftspolitik, in: Harmonisierung und Freiheit der Wirtschaftspolitik Estlands im EU-Integrationsprozess, Beiträge der IX. wissenschaftlichen und ausbildenden Konferenz in Tartu und Värskä vom 28. bis 30.06.2001, Berlin und Tallinn 2001, S. 51.

<sup>6</sup> genauer: Nachfrage-Überschuss-Inflation (demand-pull-inflation).

<sup>7</sup> Vgl. hierzu: Dobias, P., Probleme der Beschäftigungspolitik in Deutschland, in: Aktuelle wirtschaftspolitische Fragen in den Ländern der Europäischen Union und der Republik Estland, Beiträge der IV. wissenschaftlichen und ausbildenden Konferenz in Tartu und Värskä vom 28. bis 29.06.1996, Tallinn 1996, S. 27 f.

<sup>8</sup> vor allem auf Grund technologischer Erwerbslosigkeit; vgl. hierzu: Hennies, M. O. E., Arbeitszeitverkürzung als Maßnahme der Beschäftigungspolitik, in: Die Integration der Europäischen Union und ihre Wirkungen auf die Wirtschaftspolitik Estlands, Beiträge der X. wissenschaftlichen und ausbildenden Konferenz in Tartu und Värskä vom 27. bis 29.06.2002, Berlin und Tallinn 2002, S. 72 ff.

<sup>9</sup> So hatte auch die Deutsche Bundesbank bei der Veröffentlichung ihres Geldmengenzieles 1983 ausdrücklich hervorgehoben, dass sie der damals schwierigen Konjunktur- und Beschäftigungssituation mit einer Expansion der Geldmenge in der oberen Hälfte der Bandbreite Rechnung trage.

<sup>10</sup> *'The New Economics'* sind untrennbar verbunden mit dem Namen von John Maynard Keynes; vgl. hierzu u. a.: Paulsen, A., Neue Wirtschaftslehre, Berlin und Frankfurt/M 1958<sup>4</sup> (1950).

Produktionskapazitäten nicht ausgelastet sind. Die Unternehmer warten dann erst, bis sich ein nachhaltiger Wiederanstieg der Auftragseingänge abzuzeichnen beginnt, bevor sie erneut investieren.<sup>11</sup> In einer solchen Situation dürfte die Elastizität der Investitionen in Bezug auf das Zinsniveau nahezu null sein. Die Wirtschaft befindet sich in der 'Investitionsfalle'. Eine expansive Geldpolitik wird dann die im Transaktionskreislauf befindliche Geldmenge (Geldvolumen M) kaum erhöhen können, weil die Kreditinstitute ihre Aktivgeschäfte kurzfristig nicht beliebig ausdehnen können.<sup>12</sup> Stattdessen steigen deren Überschussreserven. Das wird die Kreditinstitute aus Rentabilitätsgründen dazu veranlassen, vorerst ihre Zentralbankschulden abzutragen. Sie erweitern so lediglich ihre Rückgriffsmöglichkeiten auf die Zentralbank in der Zukunft (Reserve erster Ordnung wird zu potenziellem Zentralbankgeld, d. h. Refinanzierungsmöglichkeiten bei der Zentralbank). Zinsunelastische Investitionen lassen eine konjunkturorientierte expansive Geldpolitik scheitern.

Dabei ist noch ein weiterer Gesichtspunkt zu berücksichtigen: Nicht nur vom 'Mögen' der Unternehmer, sondern auch von deren 'Können' hängt es ab, ob sie investieren, denn: "Mögen und Können sind gewissermaßen zwei Ventile, die hintereinander in der Rohrleitung sitzen, durch die der Strom der Investitionsausgaben fließt ... Ist das eine oder das andere geschlossen, dann ist der Strom unterbrochen."<sup>13</sup> Kurzfristiges Geldkapital ist in einer depressiven Konjunkturlage billig; auch längerfristige Liquidität ist nicht teuer und durch die expansive Geldversorgungspolitik reichlich zu haben, jedoch nur gegen außerordentliche Sicherheiten. Unternehmungen, deren Bonität angeschlagen ist, werden es schwer haben, ausreichende Finanzierungsmittel zu erhalten. Bei ihnen ist also nicht nur die Bereitschaft (das 'Mögen'), sondern auch das 'Können', eben aus den Sicherungsüberlegungen der Kreditinstitute, blockiert.

*'Zeitverzögerungen'*: Im Hinblick auf das 'Können' kommt noch ein weiterer, mehr technisch-organisatorischer Gesichtspunkt hinzu. Neue, durch Zinsniveausenkung rentabel werdende Projekte liegen nicht immer schon fertig ausgearbeitet in der Schublade. Ähnlich<sup>14</sup> wie in der Hochkonjunktur bereits begonnene und sich in einem fortgeschrittenen Stadium befindliche Investitionen nicht von heute auf morgen abgebrochen werden können<sup>15</sup>, sondern zu Ende geführt werden müssen,

---

<sup>11</sup> Wenn sie dennoch investieren sollten, dann handelt es sich dabei zunächst einmal um Rationalisierungsinvestitionen, welche durch ihre Arbeit freisetzenden Effekte die Erwerbslosigkeit nur noch weiter erhöhen. Es ist nicht zu erwarten – und die Erfahrungen zeigen das immer wieder –, dass diese Substitutionseffekte durch die möglicherweise Arbeitsplätze schaffenden Nachfrageeffekte in der Investitionsgüterindustrie überkompensiert werden.

<sup>12</sup> 'Man kann die Pferde eben nicht zum Saufen zwingen!' Oder, wie es der frühere deutsche Wirtschafts- und Finanzminister, Karl Schiller, einmal ausgedrückt hat: "Eine gefüllte Tränke allein reicht nicht aus, die Pferde zum Saufen zu bringen".

<sup>13</sup> Föhl, C., Möglichkeiten einer künftigen Fiskalpolitik, Weltwirtschaftliches Archiv, Band 79/II (1957), S. 20.

<sup>14</sup> nur mit umgekehrtem Vorzeichen;

<sup>15</sup> sollen größere Verluste vermieden werden

genau so können neue Projekte nicht unverzüglich begonnen werden. Die Wirkungen zwischen Zinsniveauänderung und induzierten Investitions-güteraussgaben sind also nicht unmittelbar, sondern allenfalls – je nach Ausreifedauer der einzelnen Investitionsprojekte – erst mit mehr oder weniger langen Zeitverzögerungen zu erwarten.

Betrachtet man den Wirkungszusammenhang zwischen geldpolitischen Maßnahmen und Investitionen, so wird möglicherweise noch eine weitere Zeitverzögerung hinzutreten. Sinkende Refinanzierungskosten im Verlauf einer expansiven Geldversorgungspolitik werden erfahrungsgemäß von den Kreditinstituten aus Rentabilitätsgründen deutlich langsamer an die Kreditkunden weitergegeben als Verteuerungen der Refinanzierungen. Regeltechnisch sind somit bei Zinsniveausenkungen doppelte Zeitverzögerungen (sog. combined lags) zu erwarten.

*'Liquiditätsfalle'*: Zum anderen ist die Zentralbank aber auch dann erfolglos, wenn die Unternehmer in ihren Investitionsentscheidungen zwar zinssensibel reagierten, die Notenbank aber nicht in der Lage ist, das Zinsniveau tief genug zu drücken. In der depressiven Konjunkturphase ist die Elastizität der Nachfrage nach Spekulationskasse in Bezug auf das – in dieser Situation sehr niedrige – Zinsniveau auf Grund allgemeiner Zinssteigerungserwartungen und dadurch bedingter Kursrisiken außerordentlich hoch. Das führt dazu, dass Liquidität nicht mehr auf die Finanzmärkte strömt und dort Anlage sucht, sondern in den Kassenhaltungen 'versickert' und eine sinkende Umlaufgeschwindigkeit des Geldes bewirkt. Bleibt aber die Nachfrage nach Wertpapieren aus, können die Marktzinsen nicht weiter fallen. Die Finanzmärkte 'trocknen aus'. Die Wirtschaft befindet sich in der 'Liquiditätsfalle' ('liquidity trap').

*'Geldmengenfalle'*: Anstelle der oder ergänzend zur 'Liquiditätsfalle' nach Keynes kann auch die 'Geldmengenfalle' à la Friedman wirksam werden. Sie schnappt zu, wenn die Zentralbank die Geldmenge nachhaltig so stark über das festgesetzte Ziel hinaus erhöht, dass allgemein mit einem Preisauftrieb gerechnet wird.<sup>16</sup> Die Finanzmärkte reagieren dann auf den erwarteten Inflationsschub mit höheren Nominalzinsen, d. h. der erwartete Preisanstieg wird sich dann unmittelbar in Zinssteigerungen niederschlagen. Dann wirkt die monetäre Expansion sogar restriktiv. Unter diesen Bedingungen kann die Zentralbank im Grunde keine Lockerungssignale setzen. "Nur eine Geldpolitik, der man glaubt, dass sie nicht ein inflationäres Strohfeuer entfacht, kann Zinssenkungen bewirken."<sup>17</sup>

Die 'Geldmengenfalle' bietet – das muss man aber auch sehen – einen gewissen Schutz gegen Übertreibungen in der Geldpolitik. Sie schlägt zu, wenn bei potenzialorientierter Geldpolitik die monetäre Expansion über den zuvor fixierten

---

<sup>16</sup> Insofern könnte man anstelle der 'Geldmengenfalle' auch von einer 'Erwartungsfalle' sprechen. (Vgl. hierzu: Hennies, M. O. E., Allgemeine Volkswirtschaftslehre für Betriebswirte, Band III: Geld, Konjunktur, Außenwirtschaft, Wirtschaftswachstum und Verteilung, Berlin 2003 (5. Auflage), S. 177)

<sup>17</sup> Bockelmann, H., Geldpolitik und Zinsen, in: Sparkasse, Juni 1982 (99. Jahrgang), S. 240.

Geldmengenkorridor deutlich und nachhaltig hinausgeht. Sie sollte allerdings nicht so sensibel sein, dass sie bereits zuschnappt, wenn das Geldvolumen nur zwischenzeitlich über die Zielbandbreite hinausschießt. Damit würde der Zentralbank jede Einflussmöglichkeit auf die Konjunktorentwicklung genommen, die ja mit der Vorgabe von Korridor-Zielen grundsätzlich bezweckt wird.

### 3. Zusammenfassung

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass in depressiven Konjunkturlagen den Wirtschaftsaktivitäten mit geldpolitischen Maßnahmen allein kaum deutliche Impulse gegeben werden können. Denn die Investitionsentscheidungen der Unternehmer hängen nicht nur von den sich ihnen bietenden Finanzierungsmöglichkeiten – also ihrem 'Können' – ab, sondern vor allem auch von ihrer Bereitschaft ('Mögen'). Nur bei hinlänglich sicheren Ertragserwartungen werden sie die in Frage kommenden Investitionen durchführen. Kommt es im Bestreben um Kostensenkungen verstärkt zu Rationalisierungsinvestitionen, die Arbeit durch Realkapital substituieren, so kann sich die Arbeitsmarktlage sogar noch verschlechtern.

Als weiteres Hindernis für die Wirksamkeit der Geldpolitik erweist sich die 'Liquiditätsfalle' nach John Maynard Keynes oder – wenn man diese in Frage stellt – die 'Geldmengenfalle' nach Milton Friedman. Sie schnappen zu, wenn sich zunehmend die Erwartungen durchsetzen, dass die Zinsen wieder ansteigen werden oder die Ausdehnung der Geldmengenaggregate zu Preiserhöhungen führen wird, wodurch Zinsniveausenkungen letztendlich verhindert oder gar Zinssteigerungen bewirkt werden.

### Literatur

1. **Bockelmann, H.** Geldpolitik und Zinsen. – Sparkasse, Juni 1982 (99. Jahrgang), S. 240.
2. **Dobias, P.** Probleme der Beschäftigungspolitik in Deutschland. – Aktuelle wirtschaftspolitische Fragen in den Ländern der Europäischen Union und der Republik Estland. Beiträge der IV. wissenschaftlichen und ausbildenden Konferenz in Tartu und Värksa vom 28. bis 29.06.1996, Tallinn 1996, S. 27 f.
3. **Föhl, C.** Möglichkeiten einer künftigen Fiskalpolitik. Weltwirtschaftliches Archiv. Band 79/II (1957), S. 20.
4. **Hennies, M. O. E.** Allgemeine Volkswirtschaftslehre für Betriebswirte. Band III: Geld, Konjunktur, Außenwirtschaft, Wirtschaftswachstum und Verteilung. Berlin 2003 (5. Auflage), S. 177.
5. **Hennies, M. O. E.** Angebotorientierte Wirtschaftspolitik. – Harmonisierung und Freiheit der Wirtschaftspolitik Estlands im EU-Integrationsprozess. Beiträge der IX. wissenschaftlichen und ausbildenden Konferenz in Tartu und Värksa vom 28. bis 30.06.2001, Berlin und Tallinn 2001, S. 51.

6. **Hennies, M. O. E.** Arbeitzeitverkürzung als Maßnahme der Beschäftigungspolitik. – Die Integration der Europäischen Union und ihre Wirkungen auf die Wirtschaftspolitik Estlands. Beiträge der X. wissenschaftlichen und ausbildenden Konferenz in Tartu und Värška vom 27. bis 29.06.2002, Berlin und Tallinn 2002, S. 72 ff.
7. **Hennies, M. O. E.** Ziele und Maßnahmen der Geldpolitik in der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion. – Wirtschaftspolitik der Republik Estland und die Europäische Union. Beiträge der VII. wissenschaftlichen und ausbildenden Konferenz in Tartu und Värška vom 25. bis 27.06.1999, Tallinn 1999, S. 61 ff.
8. **Paulsen, A.** Neue Wirtschaftslehre. Berlin und Frankfurt/M 1958.

### **Kokkuvõte**

#### **MÕTTEID EUROSÜSTEEMI RAHAPOLIITILISTE MEETMETE TÕHUSUSEST KONJUNKTUURI DEPRESSIIVSETES FAASIDES**

Manfred O. E. Hennies  
Kieli Rakenduskõrgkool

Tänapäeval ollakse üldiselt arvamisel, et Euroopa Keskpank koos Euroopa Majandus- ja Valuutaliitu kuuluvate rahvuslike keskpankadega (eurosüsteem) pole mitte ainult „valuuta valvur“, vaid et nende ülesanne on ka konjunktuuri kujundada. Siit tekib küsimus, kas pödurat konjunktuuri saab turgutada ekspansiivse rahapoliitika abil.

Lähtudes eelmise sajandi 20-ndate aastate lõpu/30-ndate aastate alguse maailmajanduse kriisist jõudis John Maynard Keynes seisukohale, et konjunktuuri elustamist rahapoliitika abil takistavad kaks asjaolu. Esiteks pole konjunktuuri silmas pidades erilist kasu sellest, kui emissioonipank on küll võimeline intressimäära alandama, ent investeerijad ei reageeri kohe intresside vähendamisele. See juhtub siis, kui kasumilootused on endiselt vähesed ja tootmismahud pole piisavalt koormatud. Intresside suhtes jäigad investeeringud põhjustavad konjunktuurile orienteeritud rahapoliitika karile-jooksmise („investeermislõks“). Teiseks ei saadaks emissioonipanka edu ka siis, kui investeeringud oleksid küll intresside suhtes tundlikud, emissioonipank poleks aga võimeline intressimäära küllaldaselt langetama. Sellise olukorra kirjeldamiseks on kasutusele tulnud mõiste „likviidsuslõks“. Likviidsuslõksu võib sattuda, kui emissioonipank pakub küll kasutamiseks raha, see aga üldise intressimäärade tõusu ootuses ei voola mitte finants-turgudele, vaid kaob nn spekulatiivsetesse depoodesse. Kui aga finants-turgudel ei teki väärpaberite nõudlust, pole võimalik intresse enam veelgi langetada. Ekspansiivne rahaga varustamise poliitika konjunktuurile mõju ei avalda.

Kellel likviidsuslõksu suhtes tekib kahtlusi, võib selle asemel kasutada monetaristide poolt kasutatavat mõistet „raha hulga lõks“. Sinna satutakse siis, kui keskpank pikaajaliselt suurendab raha hulka plaanitust rohkem niivõrd, et üldiselt hakatakse

arvestama hindade tõusuga. Finantsturud reageerivad inflatsiooni ootuses kõrgemate nominaalintressidega. Nii mõjub monetaarne ekspansioon koguni restriktiivselt. Kirjeldatud tingimustel ei saa keskpangalt tulla signaale intresside lõdvendamisest.

Konjunktuuri depresiivsetes faasides saab rahapoliitika mängida ainult passiivset rolli, rahuldades majandustegevuse elustamisel suurenevat nõudlust transaktsioonide sooritamiseks.