

Das Wesen der Inflation

Stabilitätspolitik für Vermögenswerte

Verlagerung des Inflationssymptoms

Inflation scheint leicht messbar zu sein. Die Öffentlichkeit wird mindestens monatlich darüber informiert, wie hoch die aktuelle Inflationsrate ist, und es gibt wenig Grund, diese Information anzuzweifeln. Fragen zur Genauigkeit der Inflationsmessung kann man getrost Statistikern überlassen.

Allerdings lässt sich immer nur dasjenige einigermaßen korrekt messen, was vorher einigermaßen korrekt definiert worden ist. Eben hieran aber, an der Korrektheit der gängigen Inflationsdefinition, sind Zweifel angebracht. Inflation wird herkömmlicherweise definiert als Veränderungsrate der Verbraucherpreise. Die Preisentwicklung von Vermögensobjekten - und damit insbesondere von Immobilien und Aktien - bleibt unberücksichtigt.

Es ist Aufgabe der Zentralbanken, die Inflation auf niedrigem Niveau stabil zu halten. Dies gilt im Allgemeinen als Garantie dafür, dass auch starke zyklische Ausschläge der Wirtschaftsentwicklung ver-

mieden werden. Dass die Stabilisierung der Verbraucherpreise tatsächlich auch die Konjunktur stabilisiert, ist nicht nur mit wirtschaftstheoretischen Argumenten gut begründbar, sondern auch mit historischer Erfahrung. Wo bisher die gemessene Inflation langfristig stabil war, blieb die Wirtschaft und blieben damit die Bürger von starken Konjunkturausschlägen eher verschont als anderswo. Insofern bestand lange Zeit auch Grund zu der Annahme, Inflation sei als Veränderungsrate der Verbraucherpreise bestmöglich definiert.

Der Charakter von Wirtschaftszyklen hat sich indessen verändert. Während sich das Niveau der Verbraucherpreise in ruhigerem Fahrwasser bewegt, ist eine vergleichbare Eindämmung der Wertschwankungen von Immobilien und Aktien nicht gelungen. Die höhere Stabilität der Verbraucherpreise hat also nicht von selbst eine vergleichbare Preisstabilität von Vermögenswerten mit sich gebracht.

Dass Immobilien und Aktien starken Preisschwankungen ausge-

setzt sind, lässt sich allenfalls zu einem geringen Teil mit Schwankungen auf der Angebotsseite dieser Märkte erklären. Die Ursache liegt zum weit überwiegenden Teil in Nachfrageschwankungen. Die Nachfrage nach Vermögensobjekten ist u.a. deswegen vergleichsweise instabil geblieben, weil die Einkommen bei wachsendem Wohlstand ungleicher geworden sind. Die höheren Einkommen sind rascher gestiegen als die niedrigen, und wer über hohe Einkommen verfügt, hat einen entsprechend großen Spielraum in der Entscheidung über die Einkommensverwendung. Er kann insbesondere freier darüber entscheiden, zu welchen Anteilen er Vermögensobjekte wie Immobilien oder Aktien kauft. Je höher aber der Einkommensanteil, der potentiell Vermögen darstellt, und je größer dabei der Markteinfluss derer, die ohne langfristige Vorerfahrung auf den Märkten für Vermögensobjekte agieren, desto anfälliger sind die Preise auf diesen Märkten für Stimmungsschwankungen. Wenn bei wachsendem Wohlstand auch die Ungleichheit der Einkommen wächst, kommt es daher eher zu Nachfrageschüben bei Vermögensobjekten, und es kommt demzufolge auch eher zu nachfolgenden Stabilisierungskrisen.

Die Nachfrage nach Immobilien und Aktien ist immer dann besonders stark, wenn von den Käufern auf diesen Märkten langfristig steigende Preise erwartet werden. Diese Erwartung kann sich auch zu Zeiten einstellen, in denen die Verbraucherpreise stabil sind. Bei Aktien setzt dies die Erwartung längerfristig steigender Inflationsraten voraus oder die Erwartung, dass Unternehmen längerfristig steigende Renditen erwirtschaften. Letzteres tritt insbesondere dann ein, wenn die Produktivität der Unternehmen schneller steigt als die Arbeitsentgelte. Ein plausibles Szenario für einen deutlich über der gemessenen Inflationsrate liegenden Anstieg der Aktienkurse ist daher ein anhaltender Produktivitätsfortschritt, von dem die Anteilseigner stärker profitieren als die beschäftigten Arbeitskräfte.

Das Szenario für einen Immobilienpreisboom hat einen vergleichbaren Hintergrund. Die Immobiliennachfrage treibt die Preise dann, wenn die Marktakteure davon ausgehen, dass entweder die gemessenen Inflationsraten deutlich steigen werden oder aber dass die Mieterträge schneller steigen werden als die Verbraucherpreise. Beides stellt einen starken Anreiz dar, vermietete und selbstgenutzte Immobilien zu erwerben. Auf dem

Immobilien- wie auf dem Aktienmarkt sind es natürlich insbesondere die Bezieher höherer Einkommen, die solchen Anreizen unterliegen und von denen daher starke Nachfrage- und dadurch ausgelöste Preisschübe für Vermögensobjekte ausgehen können.

Preisschübe, die auf verfehlten Erwartungen beruhen, werden früher oder später korrigiert. Eben dies geschieht natürlich auch auf Aktien- und Immobilienmärkten. Solche Korrekturen können aber von ebenso starken Pessimismus-schüben geprägt sein wie die vorherigen Erwartungen von Schüben des Optimismus. Nach einem Preisboom bei Aktien oder Immobilien folgte daher - auch vor dem Hintergrund erfolgreicher herkömmlicher Stabilitätspolitik - in der Regel keine krisenfreie Rückkehr zur Normalität. Auch bei stabilen Verbraucherpreisen kann es zu starken Wertverlusten von Vermögensobjekten kommen, die letztlich ihrerseits wieder in zyklische Nachfrageschübe auf den betreffenden Märkten münden.

Die Preiserwartungen und die Preise für Vermögensobjekte sind zudem umso instabiler, je weniger die Marktakteure über zyklusübergreifende Erfahrungen mit der Preisbildung auf den betreffenden Märkten verfügen. Solche Erfah-

rungen zu sammeln ist wiederum um so schwieriger, je länger die Bewertungszyklen bei Vermögensobjekten dauern. Desto schwerer kann sich ein rational antizipierendes Nachfrageverhalten herausbilden, das starken zyklischen Preissausschlägen vorbeugt. Desto eher wird daher, wer Einkommen als Vermögen sicher zu speichern versucht, letztlich doch von unvorgesehenen Preisentwicklungen überrascht.

Im Zusammenhang der Vermögensspeicherung spielt auch die demographische Entwicklung eine wichtige Rolle. Je länger die Lebensspanne nach Beendigung der Erwerbsbiographie, desto wichtiger wird es, Vermögen für den eigenen Lebensunterhalt in eben dieser Lebensspanne zu bilden. Je höher der Wohlstand, desto eher reicht zudem die Vermögensdisposition über die eigene Lebensspanne hinaus. Desto eher ist also der Lebensunterhalt, für den gespart wird, derjenige von Erben.

Je langfristiger aber Wirtschaftsakteure in Vermögensangelegenheiten disponieren wollen, desto langfristiger wollen sie auch Preisentwicklungen antizipieren können. Desto stärker ist daher das Bedürfnis, doch auch die Märkte für Vermögensobjekte langfristig berechenbar und stabil werden zu las-

sen. Dies aber ist, solange sich auf diesen Märkten nicht von allein hinreichend stabilisierende Erwartungen entwickeln, das Bedürfnis nach einer neuen Art von Stabilitätspolitik. Es ist der Wunsch, dass die Zentralbank neben den Verbraucherpreisen auch die Preise von Vermögensobjekten, insbesondere also die Preise von Immobilien und Aktien, aktiv stabilisieren möge.

Solange allerdings eine Inflation der Vermögenswerte nicht in die Inflationsmessung eingeht, erkennen Zentralbanken auch in noch so starken Schwankungen der Vermögensbewertung keinen Anlass für stabilitätspolitisches Handeln. Zentralbanken fühlten sich bisher allein dem Auftrag verpflichtet, für Preisniveaustabilität im herkömmlichen Sinne, also im Sinne einer Stabilität der Verbraucherpreise, zu sorgen. Eine solche Stabilitätspolitik aber riskiert alle nur denkbaren Turbulenzen auf den Märkten für Vermögensobjekte. Sie riskiert, dass Aktien- und Immobilienbesitzer sich vorübergehend reicher fühlen, als es bei einer stabileren Wertentwicklung ihrer Vermögen der Fall wäre, sie riskiert damit bei diesem Personenkreis eine vorübergehend übertriebene Verschuldungsbereitschaft, und sie riskiert damit auch die

hierauf unweigerlich folgenden zyklischen Rückschläge. Sie riskiert, dass Kreditnehmer Vermögensobjekte zu hoch beleihen und dass sich für Kreditgeber vormals sicher erscheinende in notleidende Kredite wandeln. Sie riskiert auch, dass Kapitalanleger feststellen, Vermögensobjekte im Durchschnitt viel zu teuer eingekauft zu haben und sich daher von den durchschnittlichen Erlösen und Renditen deutlich weniger Konsum leisten zu können als vormals vom Kaufpreis.

Eine starke Überbewertung von Vermögensobjekten kann im Übrigen auch Deflationsgefahren heraufbeschwören, die auf die Verbraucherpreise und letztlich auch auf die Löhne übergreift. Je näher aber bei der Preis- und Lohnentwicklung die Deflationsschwelle rückt, desto stärker ist auch der Arbeitsmarkt betroffen. Desto mehr geraten durch Stabilisierungskrisen, die vornehmlich der Korrektur von Vermögensbewertungen dienen, auch Arbeitskräfte in wirtschaftliche Turbulenzen. Nicht ohne Grund fühlen diese sich dann als die eigentlichen Verlierer des Stabilisierungsprozesses.

Die Rolle der Preise

Dass die Inflationsgefahr bei Verbraucherpreisen in den zurück-

liegenden Jahrzehnten weniger bedrohlich geworden ist, hat mit dem politischen Unabhängigkeitsgrad der Zentralbanken zu tun und natürlich auch mit Erkenntnisfortschritten. Man weiß, dass Geld mehr oder weniger knapp gehalten werden muss, um die Stabilität der Preise zu wahren, man weiß, wie die Geldversorgung der Wirtschaft einigermaßen genau dosiert werden kann, und man weiß auch, dass eine Zentralbank ihre Absichten der Marktt Öffentlichkeit erklären muss. Dass die Verbraucherpreise stabiler geworden sind, hat aber auch Ursachen in der Wirtschaft selbst.

Eine dieser Ursachen ist die Intensivierung des Wettbewerbs. Je intensiver der Wettbewerb, desto geringer ist die Marktmacht des einzelnen Anbieters und desto geringer sind die Preissetzungsspielräume. Dass die Wettbewerbsintensität auf einem Großteil der Märkte höher geworden ist, hat zum einen mit einer marktliberaleren Ausrichtung der Politik zu tun und zum anderen mit der wirtschaftlichen Globalisierung. Die Zahl der realen und der potentiellen Anbieter ist auf globalisierten Märkten im Durchschnitt größer geworden. Wenn Preise auf einzelnen Märkten steigen, ist rascher denn je eine globale Konkurrenz

zur Stelle, die den Preisdruck mäßigt. Käufer können sich daher leichter und schneller anderen Anbietern zuwenden, um steigenden Preisen auszuweichen.

Dies ist eine einleuchtende Erklärung für den Rückgang von Preissteigerungsraten, aber ebenso einleuchtend ist es, dass Unternehmen eine derartige Intensivierung des Wettbewerbs zu vermeiden versuchen. Sie tun dies, indem sie durch Fusionen und Expansion globale Marktmacht anstreben und sich so selbst zu globalen Akteuren wandeln. Dass hierbei beträchtliche Erfolge erzielt werden, ist nicht zuletzt an der überwiegend positiven Profitabilitätsentwicklung globalisierter Unternehmen zu erkennen.

Globalisierungseffekte ändern zudem nichts am Inflationsdruck bei Gütern und Dienstleistungen, die nur auf regional begrenzten Märkten gehandelt werden können. Regionalen Charakter aber hat trotz fortschreitender globaler Arbeitsteilung noch immer der größere Teil der Wirtschaft, und für rein regionale Märkte sind die Preissetzungsspielräume durch die Globalisierung nicht geringer geworden. Daher muss es, wenn der Inflationsdruck in der Wirtschaft insgesamt deutlich nachgelassen hat, hierfür noch andere Gründe geben.

Löhne und Profite

Eine wichtige Rolle in diesem Zusammenhang kommt Veränderungen auf dem Arbeitsmarkt zu. Arbeitsinhalte werden immer differenzierter. Arbeit wird, anders gesagt, zunehmend individualisiert, und daher hat auch die Beziehung zwischen Arbeitgebern und Arbeitskräften einen immer individuelleren Charakter. Diese Individualisierung der Arbeit schwächt die Marktmacht von Arbeitskräften. Sie schwächt die Bedeutung kollektiver Arbeitsverträge, und sie schwächt damit auch die Marktmacht von Gewerkschaften. Ein Folge hiervon ist die Entschärfung der so genannten Preis-Lohn-Spirale. Preissteigerungen führen nicht mehr so unmittelbar zu Erhöhungen des Lohnniveaus, wie dies früher auf dem Arbeitsmarkt der Fall war.

Mäßigend auf den Lohndruck wirkt auch, dass die Spanne der Unternehmensprofitabilitäten wächst. Je unterschiedlicher nämlich die Profitabilität und je mehr Unternehmen daher in ihrer Existenz gefährdet sind, in desto größerem Umfang werden durch kollektive Lohnerhöhungen Arbeitsplätze vernichtet. Der drohende Vorwurf der Arbeitsplatzvernichtung aber mindert in erheblichem

Maße die Durchsetzungskraft kollektiver Lohnforderungen.

Dass Gewerkschaften an Marktmacht auf den Arbeitsmärkten verloren haben, hat auch Auswirkungen auf die so genannten Gleichbehandlungsansprüche.¹ Die Wertschöpfungsbeiträge von Arbeitskräften sind – auch bei scheinbar gleichartiger Arbeit – höchst verschieden, und der strukturelle Wandel der Wirtschaft lässt diese Unterschiede noch wachsen. Arbeitskräfte haben sich aber seit jeher schwergetan, Arbeitsentgelte zu vereinbaren, die diese Unterschiede vollständig widerspiegeln. Sie treten solchen Entgeltunterschieden schon je für sich mit einem spontanen Gleichbehandlungsanspruch entgegen, und mehr noch wurden kollektive Arbeitsverträge genutzt, um diese Unterschiede zu nivellieren. Gerade auf dieser kollektiven, institutionalisierten Ebene aber haben Gleichbehandlungsansprüche in der Arbeitswelt erheblich an Durchsetzungskraft verloren. Sie sind geschwächt, weil Gewerkschaften auch als Anwälte dieser Ansprüche schwächer geworden sind, und sie sind geschwächt

¹ Zur Rolle der Gleichbehandlungsansprüche auf dem Arbeitsmarkt s. u.a. B. Wehner, *Der Arbeitsmarkt im Sozialstaat*, Hamburg 2001.

durch einen Bewusstseinswandel, der den ideologischen Stellenwert von Gleichheit gemindert hat. Sie sind auch deswegen schwerer durchsetzbar, weil individualisierte Arbeitskontrakte schwerer miteinander vergleichbar sind als kollektive. Dass der Lohndruck sich für die Wirtschaft als ganze langfristig verringert hat, ist auch auf solcherlei Veränderungen in der Rolle der Gleichbehandlungsansprüche zurückzuführen.

Konsequenzen für die Stabilitätspolitik

Je mehr Menschen zu höherem Wohlstand kommen und je mehr Vermögen sie aus den verschiedensten Motiven zu speichern wünschen, desto mehr politisches Gewicht hat der Wunsch, das Preisniveau für Vermögensobjekte ähnlich berechenbar zu halten wie das Niveau der Verbraucherpreise. Erst wenn die Preise für Vermögensobjekte stabil geworden sind, ist daher die stabilitätspolitische Aufgabe auf zeitgemäße Weise erfüllt.

Die Zentralbank könnte es sich in dieser Hinsicht leicht machen, indem sie auf die marktstabilisierende Kraft der Einsicht setzt. Sie könnte sich damit begnügen, in herkömmlicher Weise das Verbraucherpreisniveau zu stabilisieren, und darauf hoffen, dass sich irrationale Preisausschläge bei

Vermögensobjekten durch langfristig antizipierende Verhaltensweisen irgendwann von selbst verringern. Auf sehr lange Sicht ist eine solche Hoffnung nicht einmal ganz abwegig. Wer Vermögen bilden oder auflösen will, hat es dabei mehr oder weniger bewusst mit der Frage zu tun, wie viel Konsum er sich vom gespeicherten Vermögen leisten könnte. Dies bringt den fundamentalen Zusammenhang zwischen Verbraucherpreisen und Vermögensbewertung immer aufs Neue zur Geltung. Insofern könnte eine Zentralbank tatsächlich darauf setzen, dass die wiederkehrende Auseinandersetzung mit dieser Frage bei den Wirtschaftsakteuren bleibende Einsichten schafft. Darüber hinaus könnte sie diese Einsichten auch sehr aktiv fördern. Sie müsste nur eine glaubwürdige Kommunikation betreiben, die den langfristigen Preiszusammenhang zwischen Konsumgütern und Vermögensobjekten im öffentlichen Bewusstsein hält.

In welchen Zeiträumen und welchem Maße eine solche kommunikative Strategie die Preise für Vermögensobjekte stabilisieren könnte, ist allerdings sehr ungewiss. Weder ist der zeitliche Verlauf noch ist die Dauerhaftigkeit marktweiter Einsichten in die Zu-

sammenhänge zwischen Verbraucherpreisen und Vermögensbewertung abschätzbar, und dementsprechend unvorhersehbar ist daher, inwieweit die Märkte für Vermögensobjekte künftig von langfristig antizipierenden Erwartungen geprägt sein werden. Diese Ungewissheit sollte für Zentralbanken Grund genug sein, sich zur Unzulänglichkeit herkömmlicher Stabilitätsdefinitionen zu bekennen und daraus den Mut zu schöpfen, das Ziel ihrer Stabilitätspolitik neu zu bestimmen.

Wo der Vermögensbestand vergleichsweise hoch ist, gäbe es für Zentralbanken gute Gründe, das Preisniveau von Vermögensobjekten zum primären Objekt der Stabilitätspolitik zu machen. Für eine solche Neubestimmung des Stabilitätsziels spricht auch, dass die Inflationsanfälligkeit der Verbraucherpreise generell abgenommen hat. Zudem würde, da rational begründete Preisschübe bei Vermögensobjekten mit der Erwartung zu tun hätten, dass die Verbraucherpreise auf lange Sicht stark steigen werden, mit stabilen Preise für Vermögensobjekte zwangsläufig auch für das Verbraucherpreisniveau ein langfristiger Stabilitätsanker gesetzt. Zentralbanken könnten insofern die Preisstabilität von Vermögensobjekten als eine

Stabilität höherer Ordnung betrachten, die nachrangig auch die Stabilität der Verbraucherpreise einschließt. Solches Verständnis von Stabilitätspolitik dürfte zudem Zentralbanken umso leichter fallen, als ihre eigene Politik Inflationserwartungen bei Verbraucherpreisen bereits langfristig eingedämmt hat. Einen vernünftigen Grund, bei einer primär auf Vermögensobjekte abzielenden Stabilitätspolitik eine Destabilisierung der Verbrauchsgüterpreise zu erwarten, gäbe es wenigstens nicht. Auch eine solche alternative Stabilitätspolitik würde im Übrigen auf den kurzfristigen Zins, die Geldmenge und den Informationsstand der Wirtschaftsakteure einwirken, wie es ähnlich bei anderen Varianten der Stabilitätspolitik der Fall ist. Diese Maßnahmen würden nur zu etwas anderen Zeitpunkten und mit etwas anderer Intensität erfolgen als beispielsweise bei einer Fixierung auf die Verbraucherpreise.

Natürlich wäre eine solche Politik konzeptionell alles andere als vollkommen. Unvollkommen wäre sie vor allem auch deswegen, weil das Preisniveau für Vermögensobjekte und insbesondere für Immobilien nicht eindeutig definierbar wäre. Eine sich nur an der Preisentwicklung von Vermögensobjekten orientierende Politik hätte es daher

mit ähnlichen konzeptionellen Mängeln zu tun wie herkömmliche Varianten der Stabilitätspolitik. Im Rahmen herkömmlicher Stabilitätspolitik konnte weder die zu steuernde Geldmenge jemals überzeugend definiert werden noch auch die zu stabilisierende Inflationsrate. Die Folge hiervon ist, dass stabilitätspolitische Entscheidungen in der Regel doch auf mehr oder weniger intuitiver Grundlage getroffen werden müssten.

Für eine Politik, die primär auf die Preisstabilität von Vermögensobjekten ausgerichtete wäre, bestünde ein weiteres Risiko in der Wahl der Ausgangssituation. Würde ein Stabilitätsversprechen bei einer nicht marktgerechten Preisrelation zwischen Verbrauchsgütern und Vermögensobjekten abgegeben, wäre damit eine nachfolgende Anpassungskrise vorgezeichnet. Entweder würde es zu einer längeren, die Preisrelationen letztlich stabilisierenden Inflation bzw. Deflation der Verbraucherpreise kommen, oder das abgegebene Stabilitätsversprechen für das Preisniveau der Vermögensobjekte müsste vorübergehend zurückgenommen werden. In beiden Fällen würde die Glaubwürdigkeit der Zentralbank erheblich geschwächt und damit die Voraussetzungen für den Erfolg weiterer Stabilitätspoli-

tik stark beeinträchtigt. Dieses Risiko des Übergangs ist es vor allem, das ein Festhalten an konventionellen, auf die Entwicklung der Verbraucherpreise fixierten Varianten der Stabilitätspolitik doch als die pragmatischere Alternative erscheinen lässt.

Festzinspolitik als Ausweg

Es wäre fatal, wenn die Stabilitätspolitik nur die Wahl hätte zwischen konzeptionell so unvollkommenen Zielen. Es gibt aber einen dritten Weg. Zentralbanken könnten der Wahl zwischen zwei Übeln entgehen, indem sie sich für die Stabilisierung des langfristigen Zinses entscheiden. Der langfristige Zins ist das Ziel, das die Stabilitätspolitik von den Definitionsproblemen bei der Geldmenge und beim Preisniveau erlösen würde. Vor allem aber ist es ein Ziel, das hohe Preisstabilität im anzustrebenden doppelten Sinne verspricht. Der langfristige Zins würde sowohl für die Preise von Verbrauchsgütern als auch für die Preise von Vermögensobjekten einen ebenso klar definierten wie öffentlichkeitswirksamen Stabilitätsanker setzen. Nur eine Festlegung auf eben diesen Stabilitätsanker könnte eine Zentralbank von dem Verdacht befreien, letztlich doch nur statistisch gestützte Intuition

zur Grundlage ihrer Entscheidungen zu machen.²

Im Rahmen einer solchen Politik würde die Zentralbank den Zins für ein risikoloses, vorzugsweise von ihr selbst emittiertes Wertpapier mit langer Laufzeit konstant halten. Wer dieses Wertpapier kaufte, täte es in der von der Zentralbank abgesicherten Erwartung, sich später von Verkaufserlös und Verzinsung mindestens gleich viel Konsum leisten zu können wie in der Gegenwart. Wer sich für den Kauf anderer Vermögensobjekte entschiede, würde dies immer in der Abwägung gegen das risikolose Wertpapier mit konstant gehaltenem Zins tun. Insoweit es bei anderen Vermögensobjekten bei gleichem Anlagezeitraum zu höheren Renditeerwartungen käme, wäre eine solche Differenz allein mit Risikoabwägungen zu erklären oder aber mit unterschiedlichen Aufwendungen für die Verwaltung von Vermögen.

Die Zentralbank müsste natürlich dafür sorgen, dass die Erwartung in die Konstanz des von ihr zu stabilisierenden Zinses tatsächlich dauerhaft erfüllt wird. Sie müsste daher, um diesen Zins stabil zu

halten, gleichzeitig auf die Preisentwicklung von Verbrauchsgütern und von Vermögensobjekten einwirken. Sie müsste glaubwürdig und wirkungsvoll gegensteuern, sobald in einem dieser Bereiche die Preisentwicklung auf der Erwartung zu beruhen scheint, dass die Stabilisierung des langfristigen Zinses nicht dauerhaft gelingen wird. Sie müsste auf solche Erwartungen mit allen verfügbaren kommunikativen Mitteln einwirken, und sie müsste natürlich auch bereit sein, ihre realen Einwirkungsmöglichkeiten auf den kurzfristigen Zins und auf die Geldmenge öffentlichkeitswirksam auszuschöpfen.

Auch bei dieser Politikvariante kann natürlich die Steuerungsaufgabe in einer Übergangszeit erschwert sein, wenn die Preisrelation zwischen Verbrauchsgütern und Vermögensobjekten sich zunächst nicht in einem nachhaltigen Gleichgewicht befindet. Keine andere Politikvariante aber würde die Überwindung solchen Ungleichgewichts in vergleichbar kurzer Zeit und mit vergleichbar geringem Schaden für die Glaubwürdigkeit der Zentralbank erwirken. Die Preise aller Vermögensobjekte nämlich würden sich nach sehr kurzer Zeit von selbst am Kurs des langfristigen Wertpapiers

² S. hierzu B. Wehner, Die Logik der Geldpolitik und Die Logik der Geldpolitik (2), beide verfügbar in www.reformforum-neopolis.de

mit konstant gehaltenem Zins orientieren.

Keine andere Art der Stabilitätspolitik würde im Übrigen spekulativen Preisverwerfungen von sich aus vergleichbar wirkungsvoll vorbeugen. Vermögensobjekte könnten nicht mehr in der Erwartung gekauft werden, dass die langfristigen Zinsen steigen oder sinken. Damit würde das vielleicht wichtigste Motiv für die Spekulation mit Vermögensobjekten entfallen und damit auch eine der wichtigsten Ursachen für die Instabilität der betreffenden Märkte.

Herkömmliche Stabilitätspolitik definiert ihre Ziele als Geldmengenwachstum oder als Inflation der Verbraucherpreise. Auch im Rahmen einer Festzinspolitik wäre die Entwicklung der Inflationsrate und der – wie auch immer definierten – Geldmenge natürlich mit Wachsamkeit zu beobachten. Die gemessene Inflation und das gemessene Geldmengenwachstum wären aber unverbindliche Entscheidungskriterien, und die Zentralbanken würden sich zu deren Unverbindlichkeit bekennen. Verbindliches Ziel wäre allein die Stabilisierung des langfristigen Zinses.

Wichtiger noch als bei anderen Politikvarianten wäre bei einer Politik des konstanten Zinses natürlich

die Kommunikation mit den Märkten. Die Zentralbank müsste den Marktakteuren sehr deutliche Signale geben, wenn Preisentwicklungen auf falschen Erwartungen zu beruhen scheinen, und sie müsste der Marktöffentlichkeit unmissverständlich klar machen, dass und mit welchen Mitteln sie inflationären oder auch deflationären Preisentwicklungen bei Verbrauchsgütern oder Vermögensobjekten zuvorkommen würde. Um bei den Marktakteuren glaubwürdig zu sein, müsste sie insbesondere die Bereitschaft demonstrieren, sich irrationalen und spekulativen Preisentwicklungen gegebenenfalls mit sehr drastischen Interventionen entgegenzustellen.

Zu solchen Interventionen gäbe es allerdings umso weniger Anlass, je rationaler die Marktakteure auch in ihren langfristigen Erwartungen schon geworden sind. Natürlich würde es auch einer Festzinspolitik niemals gelingen, zyklische Schwankungen der Preisentwicklung gänzlich zu eliminieren, weder bei Konsumgütern noch bei Vermögensobjekten. Diese Politik könnte aber die Schwankungen auf Dauer geringer halten, als herkömmliche Stabilitätspolitik es vermag. Voraussetzung hierfür wäre nur eine gewisse Meinungs-

führerschaft der Zentralbank in Fragen der Preisstabilität. Um eine solche Meinungsführerschaft zu behaupten, müsste eine Zentralbank keineswegs unfehlbar sein, sondern sie bedürfte nur einer den übrigen Marktteilnehmern leicht überlegenen, in dieser Überlegenheit allerdings auch anerkannten Prognosekompetenz. Diese Anforderung ließe sich durch entsprechende institutionelle Ausgestaltung und personelle Ausstattung einer Zentralbank leicht erfüllen.

Festzinspolitik und Währungsintegration

Bei aller Überlegenheit gegenüber herkömmlichen Varianten der Stabilitätspolitik wäre eine Festzinspolitik natürlich alles andere als ein Allheilmittel in Fragen der Wirtschaftsentwicklung. Es wäre eine einheitliche Politik für einen Währungsraum, und eine solche Politik hätte keinerlei Einfluss darauf, wo und wie sich innerhalb des Währungsraumes Strukturkrisen ereignen.

Da regional begrenzte Strukturkrisen nicht durch Wechselkursanpassungen überwunden werden können, dauern sie in der Regel länger und sind sie schmerzlicher als Konjunkturkrisen. Strukturkrisen sollten daher immer auch Anlass sein, die geographische Abgrenzung bestehender Währungs-

räume zu überdenken. Durch rechtzeitige Abspaltung von einem großen Währungsraum ließen sich manche Strukturkrisen durch glimpflichere Konjunkturkrisen abwenden, wie umgekehrt nach dem Beitritt zu einem Währungsraum anstelle von Konjunkturkrisen schmerzlichere Strukturkrisen eintreten können.³ Dies gilt auch für Krisen auf den Märkten für Vermögensobjekte.

Neben der Bestimmung des Stabilitätsziels sollte daher immer auch die geographische Abgrenzung von Währungsräumen als offene Frage behandelt werden. Je erfolgreicher allerdings die Stabilitätspolitik, desto weniger bedrohlich werden zumindest auf lange Sicht Strukturkrisen auch in großen Währungsräumen. Eine Politik des festen langfristigen Zinses würde daher, indem sie zyklische Instabilitäten der Wirtschaft verringert, nicht zuletzt auch der geographischen Stabilität und der Erweiterungsfähigkeit von Währungsräumen zugute kommen.

12 – 2005

www.reformforum-neopolis.de

³ S. hierzu auch B. Wehner, *Währungsintegration, Wirtschaftszyklen und Neokratie*, in www.reformforum-neopolis.de