



# Weidmanns Eucken-Vorlesung

## Description

Schlagworte mit „Währung“ als Bestandteil sind wieder in aller Munde, seit die japanische Regierung den wahnwitzigen Versuch unternimmt, die Deflation im Lande mit brachialen geldpolitischen Mitteln zu lösen. Was von [Ministerpräsident Abe und seinen Gespielen als neu verkauft wird](#), ist nichts anderes als Keynesianische Anreizpolitik im großem Stil und ohne Berücksichtigung der Tatsache, dass diese in Zeiten der Liquiditätsfalle nur äußerst unzureichend funktioniert.

Genausogut wie Abe kritisiert werden muss, müssen auch Politik und [Notenbanken der übrigen industrialisierten Länder kritisiert werden](#). Sie bewegen sich alle auf der gleichen Linie – momentan prescht Japan vor, bald wird es wieder ein anderer sein.

Der [Yen ist ob der japanischen Geldpolitik zusammengeklappt](#). Nachdem am Freitag ein japanischer Minister gesagt hatte, das sei zu schnell zu stark vonstatten gegangen, baute er kurzfristig Stärke auf. Gestern sagte eine US-Treasury-Unterstaatssekretärin, die USA unterstützen den japanischen Kurs, die Deflation zu bekämpfen und schon schwächte sich der Yen wieder deutlich ab.

Vor einigen Tagen war Frankreichs Chef-Bürokrat Hollande mit der Bemerkung aufgefallen, die Eurozone bräuchte eine Währungspolitik. Während das die Gemeinschaftswährung herzlich wenig interessierte, kam sie dann doch [mit der bloßen Äußerung von EZB-Draghi, der starke Euro dämpfe die Inflation, unter Druck](#).

Auf weitere verbale Interventionen darf man sich einstellen. Dabei muss die krisengeschüttelte Eurozone ein besonderes Interesse an einem schwachen Euro. Beobachter sehen hier erst bei einem Kurs von unter 1,25 gegen Dollar nachhaltige Stützeffekte für die Wirtschaft durch zunehmendes Exportgeschäft.

Gestern war Bundesbank-Präsident Weidmann eingeladen, in Freiburg [die Walter-Eucken-Vorlesung zu halten](#). Er befasste sich dabei auch mit dem "Primat der Währungspolitik".

„Eucken“ – das erinnert mich an meine Studienzeit. Volkswirtschaftliche Vorlesungen zerfielen damals in zwei Klassen. Die eine Art von Professoren zogen mit der ceteri-paribus-Klausel vom Leder und berechneten alles, was nicht niet- und nagelfest war. Beim Rechnen auf Mittelstufenniveau blieben die gesamtwirtschaftlichen Zusammenhänge häufig genug auf der Strecke. Die zweite Klasse von Professoren versuchte sich eher daran, uns qualitative Forschung nahe zu bringen. Je stärker sie dabei auch ordnungspolitische Gesichtspunkte berücksichtigten, je weiter entfernten sie sich von dem Anspruch, alles zu messen und alles, was messbar ist, auch steuern zu können. Einer dieser Professoren – seinen Namen habe ich leider augenblicklich nicht parat- brachte uns die Lehren von Walter Eucken nahe.

Anfang der 1930er Jahre gründete [Walter Eucken](#) (1891-1950) zusammen mit anderen die Freiburger Schule. Als nach 1933 in Freiburg unter dem Rektor Martin Heidegger eine nationalsozialistische Universitätsverfassung eingeführt wurde, bezog Eucken offen Stellung gegen die Judenverfolgung im Wissenschaftsbetrieb. Eucken wurde zum eigentlichen Widerpart Martin Heideggers. Er hielt in dieser Zeit u.a. eine Vorlesungsreihe „Der Kampf der Wissenschaft“ für die Freiheit des Denkens, beschäftigte sich nicht nur mit Ökonomie, sondern interessierte sich auch sehr für Philosophie und Geschichte. Nach Ende des Nazi-Regimes gehörte Eucken zu den Beratern der französischen und amerikanischen Militärregierung. Die später als Ordoliberalismus bezeichneten wirtschaftspolitischen Grundgedanken der „Freiburger Schule“ lagen den Reformen zugrunde, mit welchen die zunächst planwirtschaftliche Wirtschaftsverwaltung der ersten Nachkriegsjahre abgelöst wurden.

Nach langer Vorrede nun zu Weidmanns Vorlesung. Er betonte zunächst, die aktuelle Krise habe die Ordnungspolitik weder obsolet gemacht, noch habe sie den Prinzipien der Geldpolitik und der Währungsunion die Grundlage entzogen. Das bisherige geldpolitische Paradigma und der Rahmen der Währungsunion hätten sich aus den negativen, mit Inflation und politisch abhängigen Notenbanken verbundenen Erfahrungen entwickelt. Ziel der Ordoliberalen sei es, dem Wettbewerb einen stabilen Rahmen zu geben, nicht ihn aktiv zu steuern.

Der gesamte Maastricht-Rahmen spiegele die zentralen Prinzipien des Ordoliberalismus und der Sozialen Marktwirtschaft wider. Hierzu zählt er das Prinzip offener, im europäischen Binnenmarkt über die vier Grundfreiheiten gesicherter Märkte, das explizit in den europäischen Verträgen verankerte Subsidiaritätsprinzip, das Haftungsprinzip mit der No-Bailout-Regel der europäischen Verträge und das Primat der Währungspolitik. Nach Eucken hat die Währungspolitik eine zentrale Bedeutung. Eine Wettbewerbsordnung kann demnach nur verwirklicht werden, wenn eine gewisse Geldwertstabilität gegeben ist.

Bei der Gründung der EWU wurde entsprechend festgelegt, dass das Europäische System der Zentralbanken politisch unabhängig ist und das klare Mandat der Preisstabilität hat. Ebenso schützt das Verbot der monetären Staatsfinanzierung in den EU-Verträgen das Primat der Währungspolitik.

Diese Prinzipien seien auch vor dem Hintergrund jüngerer historischer Erfahrungen verankert worden. Insbesondere die verschiedenen Episoden hoher Inflation während der 1970er Jahre hätten gelehrt, die Rolle der Notenbanken zu begrenzen und die Notenbanken davor zu schützen, für andere Zwecke vereinnahmt zu werden. Als Beispiel führt er die sogenannte Ehe zwischen der Banca d'Italia und dem italienischen Finanzministerium an, die die italienische Notenbank zwischen 1975 und 1981 verpflichtete, am Markt nicht absetzbare italienische Staatsanleihen zu kaufen. Während dieser Liaison war die Staatsverschuldung von 18 auf 100 Bill. Lire gestiegen, die jährliche Inflation betrug durchschnittlich fast 17%. Deutschland hatte in diesem Zeitraum etwa 4,5% Inflation.

**Der Rahmen der Währungsunion sei in diesem Euckenschen Sinne stimmig, die Krise hat aber an einigen Stellen Schwächen aufgezeigt.** So hatten die Fiskalregeln nach „Maastricht“ nicht den erforderlichen Biss, zusätzlich hat die Politik dem Stabilitätspakt bei seiner Reform 2005 weitere Zähne gezogen. Gleichzeitig war die disziplinierende Wirkung der Finanzmärkte zu gering, die Risikozuschläge für Staatsanleihen der heutigen Krisenländer schrumpften zeitweilig auf wenige Basispunkte.

Zudem gab es anders als im Bereich der Finanzpolitik keine Vorkehrungen, Risiken zu begrenzen, die aus wirtschaftlichen Ungleichgewichten zwischen den Mitgliedsländern entstanden. Diese führten im Vorfeld der Krise zu Immobilienblasen und großen Leistungsbilanzdefiziten bei gleichzeitiger Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit vieler Länder. Hinzu kamen Rückkopplungseffekte zwischen Finanzsystem und Staatsfinanzen, mögliche Ansteckungseffekte über Ländergrenzen hinweg oder die Ausstrahleffekte, die die Schieflage besonders bedeutsamer Finanzunternehmen hat.

Weidmanns Schlussfolgerung ist zum einen: „Entsprechend waren sowohl die Regulierung der Finanzmärkte als auch die Aufsicht nicht ausreichend.“ Zum anderen habe die Krise gezeigt, dass **die Schwächen im Ordnungsrahmen der Währungsunion gerade dort aufgetreten sind, wo wirtschaftspolitische Grundprinzipien vernachlässigt wurden.**

Hierbei greift er zwei Punkte heraus, das Haftungsprinzip („Wer den Nutzen hat, muss auch den Schaden tragen“) und das Primat der Währungspolitik.

Beim **Haftungsprinzip** nimmt er Bezug auf den Rückgang der Risikozuschläge für Staatsanleihen, der wohl auch daraus resultierte, dass die „Märkte“ darauf setzten, kein Euro-Land könne zahlungsunfähig werden. Sie glaubten nicht an die „No Bailout“-Klausel und so wurde das Preissystem verzerrt. In der gleichen Weise wurde auch bei systemrelevanten Banken argumentiert, denen in Schieflage staatlicherseits schon geholfen würde (too big to fail). Folglich waren die Risikozuschläge für Forderungen gegenüber einer solchen Bank zu niedrig, der Wettbewerb wurde verzerrt. Es war eine Einladung zu noch riskanteren Geschäften. Bei Rettung einer systemrelevanten Bank fallen Nutzen und potenzieller Schaden auseinander. Ähnliches gilt bei der Rettung eines systemrelevanten Landes.

Dem Haftungsprinzip müsse wieder mehr Geltung verschafft werden – sowohl auf Ebene der Finanzmärkte als auch auf Ebene der Staaten, so Weidmann.

Hierzu gibt es auf der Ebene der Finanzmärkte mehrere Ansatzpunkte: Dazu gehören höhere Eigenkapitalanforderungen für Banken, von ihnen gehaltene Staatsanleihen sollen angemessen mit Eigenkapital unterlegt werden. Auch eine bankinterne Quersubventionierung riskanter Handelsgeschäfte soll verringert werden, um Einleger besser vor den Risiken aus solchen Geschäften zu schützen.

Die Bankenunion verlagert die Bankenaufsicht auf die europäische Ebene und kann so für eine bessere Balance von Haftung und Kontrolle zwischen Kapitalgebern, nationalen Steuerzahlern und den Mitgliedstaaten der Währungsunion sorgen. Dazu gehört auch ein Abwicklungsregime, wodurch systemrelevante Banken in die Insolvenz gehen können, ohne das System zu beschädigen, während gleichzeitig die Gläubiger an den Kosten des Scheiterns beteiligt werden.

Um das Haftungsprinzip auf Ebene der Staaten zu stärken, muss der Rahmen der Währungsunion verbessert werden. Im Maastricht-Rahmen lagen Haftung und Kontrolle auf nationaler Ebene. Jetzt, in der Krise, entscheiden die Staaten autonom über ihre Verschuldung, aber die Gemeinschaft haftet für die Folgen. Für die Zukunft gibt es nur zwei Optionen, sagt Weidmann: „Entweder verlagern wir im Rahmen einer Fiskalunion Kontroll- und Eingriffsrechte auf die europäische Ebene, oder wir stärken, im Sinne einer Rückkehr zum Maastricht-Rahmen, wieder die Haftung und Eigenverantwortung der Mitgliedstaaten. Dies bedeutet dann auch in letzter Konsequenz, dass Staatsinsolvenzen nicht ausgeschlossen werden können – und nicht ausgeschlossen werden dürfen.“

Im Moment sei nicht ganz klar, in welche dieser beiden Richtungen sich die Politik bewegt, sie scheint gefangen in einem Spagat – mit einem Bein in der Maastricht-Welt, mit dem anderen Bein in einer Fiskalunion.

Die Politik zögert mit einer Richtungsentscheidung, gleichzeitig wird das Eurosystem zum einzigen

handlungsfähigen Akteur auf europäischem Boden hoch stilisiert, das mehr tun soll, um die Krise zu lösen.

Dagegen spricht nach Weidmann erstens, dass das Eurosystem die Krise nicht lösen kann, weil ihre Ursachen struktureller Natur sind. Lösen kann diese Probleme nur die Politik. Auch die Diskussion um einen vermeintlich überbewerteten Wechselkurs des Euro lenke nur von den eigentlichen Herausforderungen ab. Erfahrungen vergangener politisch herbeigeführter Abwertungen belegten, dass sie in aller Regel zu keinem nachhaltigen Gewinn an Wettbewerbsfähigkeit führen. Häufig sind weitere Abwertungen nötig oder es entsteht am Ende ein Abwertungswettlauf, der nur Verlierer kennt. Eine Wechselkurspolitik zur gezielten Schwächung des Euro würde am Ende auf eine höhere Inflation hinauslaufen.

Zweitens hat das Eurosystem bereits viel getan, um die Krise einzudämmen. Es versorgt die Banken quasi unbegrenzt mit Liquidität und interveniert auf den Anleihemärkten. Damit hat das Eurosystem – wie auch andere Notenbanken weltweit – sein Mandat weit gedehnt. „In Euckenscher Diktion könnte man sagen: **Das Primat der Währungspolitik ist nicht mehr eindeutig zu erkennen.**“

Weidmann nimmt dazu Bezug auf den Chefökonom der HSBC, Stephen King: Die Geldpolitik hat ihre politische Neutralität verloren, die Notenbanken verteilen durch ihre Krisenmaßnahmen Vermögen um. Das Eurosystem zum Beispiel trägt durch den Ankauf von Staatsanleihen oder geringere Anforderungen an Sicherheiten dazu bei, Risiken zwischen den Steuerzahlern des Euro-Raums umzuverteilen.

Diese Umverteilung schafft ein relevantes demokratie-theoretisches Problem. Zur Umverteilung sind grundsätzlich nur Parlamente und Regierungen legitimiert, nicht Notenbanken. Praktisch relevant wird das Problem, wenn diskutiert wird, ob die Unabhängigkeit der Notenbanken nicht obsolet ist.

Walter Eucken hielt nicht viel von unabhängigen Zentralbanken. Er plädierte für eine an strenge Regeln gebundene Geldpolitik. Mit einer stärkeren Regelbindung binden sich die Notenbanken quasi selbst die Hände und wenden so Versuche einer Vereinnahmung durch die Finanzpolitik ab. Weidmann spricht dagegen. Der Preis dieser Selbstbindung ist, dass die Geldpolitik ihre Flexibilität einbüßt. Der Stabilisierungsbeitrag der Notenbanken während des Höhepunkts der Krise im Herbst und Winter 2008 zeige, wie wichtig und nützlich diese Flexibilität sein kann, wenn sie in einer klaren Festlegung auf das Primärziel Preisstabilität verankert ist.

Eine andere Bestrebung zielt darauf ab, dass die Geldpolitik nach einer Phase niedriger Inflation oder schwachen Wachstums eine Zeitlang höhere Inflationsraten toleriert, um wieder auf den Zielpfad zu kommen, und so der Konjunktur einen zusätzlichen Impuls gibt.

Weidmann ist auch hier skeptisch: Während der Krise den geldpolitischen Rahmen zu ändern, könnte das Vertrauen in die Notenbanken beschädigen und den Verdacht wecken, dass de facto andere Ziele hinter einem Strategiewechsel stecken. Dadurch würde die Verankerung der Inflationserwartungen gelockert. Die Glaubwürdigkeit der Notenbanken würde leiden – ein zu hoher Preis für etwas mehr Flexibilität. Denn Glaubwürdigkeit und Vertrauen seien die Grundlage dafür, dass die Bürger den Euro als gemeinsame Währung akzeptieren. „Wer mit der Inflation flirtet, wird von ihr geheiratet“, zitiert Weidmann einen seiner Vorgänger zum Risiko beim Spiel mit Inflation.

Für Weidmann ist Geldwertstabilität nur möglich mit unabhängigen Notenbanken, deren Mandat auf die Wahrung der Preisstabilität konzentriert ist.

Schöne Worte, wie ich meine. Es bleibt eigentlich nur die Frage, warum Weidmann mit seiner Präsenz an der Spitze der Bundesbank und damit auch an verantwortlicher Position innerhalb der EZB die gegenwärtige Geldpolitik deckt. Welche Möglichkeiten hat er, seinem hier



dargelegten Kurs Geltung zu verschaffen? Welche Möglichkeiten hat er, zu vermeiden, dass er hierdurch selbst unglaublich wird?

Die Ausführungen Weidmanns sind dort inkonsequent, wo er die Grundlagen der Währungsunion berührt. Die politische Entscheidung, einen einheitlichen Währungsraum zu etablieren, hat die nachfolgenden Probleme erst herbeigeführt und verfestigt, weil es das Regulativ freier Wechselkurse zum Ausgleich der Ungleichgewichte zwischen den einzelnen Ländern nicht mehr gab. Das Primat der Währungspolitik blieb zwar formal bestehen, de facto jedoch war es unterhöhlt, weil sie gleiche Rahmenbedingungen für Ungleiche schaffte.

Was Weidmann als hinzukommende, willkürliche Schwächen eines ansonsten lebensfähigen, stabilen Systems beschreibt, ergibt sich aus meiner Sicht gerade zwangsläufig aus den Anfängen heraus – siehe [Eurozone: Von Anfang an daneben](#).