



Otmar Issing

Stabiles Geld – eine Illusion? Alternative Währungssysteme – Hayeks Fundamentalkritik – Unabhängigkeit der Notenbanken

SAFE White Paper No. 52 | Juni 2018

SAFE | Sustainable Architecture for Finance in Europe

A cooperation of the Center for Financial Studies and Goethe University Frankfurt

House of Finance | Goethe University
Theodor-W.-Adorno-Platz 3 | 60323 Frankfurt

Tel. +49 69 798 33684 | Fax +49 69 798 33910
policy_center@safe.uni-frankfurt.de | www.safe-frankfurt.de

Stabiles Geld – eine Illusion?

Alternative Währungssysteme – Hayeks Fundamentalkritik – Unabhängigkeit der Notenbanken¹

Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Otmar Issing, CFS

Hayek Vorlesung 2017

Walter Eucken Institut

Juni 2018

Vorbemerkung *

Am 13. November 2017 habe ich auf Einladung des Walter Eucken Instituts die Hayek Vorlesung gehalten. Dies war für mich Anlass, über den Beitrag Hayeks hinaus die Voraussetzungen für stabiles Geld grundsätzlich zu analysieren. Friedrich August von Hayek hat wie wenige andere Autoren – dazu zählt in erster Linie Walter Eucken – nicht nur mein ökonomisches Denken beeinflusst. Die Bekanntschaft mit seinem Werk begann mit dem „Weg zur Knechtschaft“ und hat bis heute nicht geendet – zu umfangreich und vielschichtig ist das Oeuvre, um immer wieder neue Einsichten auszuschließen.

Als ich den Sammelband „Geldpolitik“ vorbereitete,² stieß ich auf den Beitrag „Choice in Currency“, der mich in seiner Radikalität faszinierte.³ Nach und nach stellten sich bei mir jedoch kritische Einwände gegen Hayeks Vorschlag ein. Diese wurden – man ist versucht zu sagen: zwangsläufig – nicht geringer, als ich von der Universität in die Notenbank wechselte. Als Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank habe ich dann zum 100. Geburtstag Hayeks einen Vortrag am Institute of Economic Affairs gehalten und diesen in der gleichen Reihe, wie vormals Hayek, veröffentlicht.⁴

Die dort publizierten Gedanken fließen in diesen Beitrag ein, spielen aber nur eine vergleichsweise bescheidene Rolle für die hier behandelte generelle Frage: Lassen sich Mittel und Wege finden, stabiles Geld zu realisieren oder bleibt dies eine Illusion?

¹ SAFE policy papers represent the authors' personal opinions and do not necessarily reflect the views of the Research Center SAFE or its staff.

² Badura, Jürgen und Issing, Otmar (1980), Geldpolitik, Gustav Fischer, Stuttgart.

³ Hayek, F. A. (1976), Choice in Currency: A Way to Stop Inflation, London: The Institute of Economic Affairs, Occasional Paper 48. Die Übersetzung ins Deutsche führte zu einer unvergesslichen Diskussion mit dem Autor.

⁴ Issing, Otmar (2000), Hayek, Currency Competition and European Monetary Union, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper 111.

- Olaf Sievert hat den gesamten Text kritisch kommentiert. Wertvolle Hinweise kamen von Ernst Baltensperger, Volker Brühl, Thomas Mayer und Victor Vanberg. Birgit Pässler hat den Text wie immer schnell und zuverlässig geschrieben, Eugenia Baal hat die zahlreichen Quellenangaben überprüft und ergänzt sowie den Text sorgfältig durchgesehen. Ihnen allen gilt mein herzlicher Dank.

Hayek – Etappen auf dem Weg zum „Wettbewerb der Währungen“

Geldtheoretische (und konjunkturtheoretische) Arbeiten stehen im Zentrum der frühen Veröffentlichungen Hayeks. Es wäre vermessen und in diesem Beitrag eher peripher, auch nur zu versuchen, diese Veröffentlichungen angemessen zu würdigen.⁵

Nur ein theoretisch bedeutender Aspekt sei hier hervorgehoben. Hayek kritisiert zwei ansonsten von ihm hochgeschätzte Autoren. Irving Fisher wegen seines Vorschlags einer Indexwährung bzw. generell wegen des Plädoyers für ein konstantes Preisniveau.⁶ Knut Wicksell wegen des Fehlers, den natürlichen Zins mit dem Zins gleichzusetzen, der das Preisniveau stabil hält.⁷

In seinen frühen Schriften beschäftigt sich Hayek intensiv mit den Problemen der Goldwährung nach dem Ende des Ersten Weltkrieges. In der Aufgabe des Goldstandards in England sieht er den endgültigen Bruch mit der einzigartigen, mehr als zweihundertjährigen Tradition.⁸ Im Gegensatz zu den verschiedenen Plänen nationaler Währungssysteme hatte die Goldwährung in seinen Augen drei bedeutende Vorzüge: „Sie bildete tatsächlich eine internationale Währung, ohne die nationale Geldpolitik einer internationalen Behörde zu unterwerfen; sie machte die Geldpolitik in hohem Maße automatisch und dadurch voraussehbar; und die Änderungen im Angebot von Basisgeld, die ihr Mechanismus sicherte, gingen im Großen und Ganzen in die erwünschte Richtung“⁹. Diese Vorteile sieht Hayek allerdings umso mehr schwinden, je mehr das Gold in den Varianten der Goldkernwährung

⁵ Die beiden Bände „Geld und Konjunktur“ enthalten diese Beiträge. Hayek, F.A. (2015), Geld und Konjunktur, Band I, und II (2016), Mohr Siebeck, Tübingen.

⁶ Hayek hat sich mehrfach kritisch geäußert. Wohl zum ersten Mal in Hayek, F. A. (1924), Das Stabilisierungsproblem der Goldwährungsländer, wiederabgedruckt in Band I, Geld und Konjunktur: Frühe und unveröffentlichte Schriften, 1924-1931, Klausinger, Hansjörg (Hrsg.), Mohr Siebeck, Tübingen, S. 1 ff.

⁷ Hayek, F. A. (1933), Über neutrales Geld, wiederabgedruckt in Hayek, F. A. (2016), Geld und Konjunktur, Band II: Schriften, 1929-1969, Klausinger, Hansjörg (Hrsg.), Mohr Siebeck, Tübingen, S. 217 ff. Es ist erstaunlich, dass diese Kontroverse in der Literatur nicht aufgegriffen wurde. Siehe: Issing, O. und Wieland, V. (2013), Monetary Theory and Monetary Policy: Reflections on the Development over the last 150 years, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Band 233, Heft 3, Mai, S. 424 f.

⁸ Hayek, F. A. (1932), Was der Goldwährung geschehen ist, wiederabgedruckt in, Hayek, Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011), Bosch, Veit und Veit-Bachmann, Verena (Hrsg.), Mohr Siebeck, S. 16.

⁹ Hayek (1943), A Commodity Reserve Currency, Economic Journal. Wiederabgedruckt als „Warenreservewährung“ in Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011), Bosch, Veit und Veit-Bachmann, Verena (Hrsg.), Mohr Siebeck, S. 119.

und der Golddevisenwährung aus dem Verkehr zurückgedrängt wird.¹⁰ Er sieht die Schwächen des Goldstandards, doch verursachen dessen Unvollkommenheiten weniger Störungen als eine zwar rationalere, aber weniger umfassende Politik.¹¹ Auch wenn Hayek an seiner Meinung festhält und die vielen betonten Mängel des Goldstandards für stark übertrieben ansieht, ist er überzeugt, dass die Wiedereinführung nicht praktikabel ist.¹²

Hayek betrachtet es als die Pflicht des akademischen Ökonomen, alle Alternativen zu prüfen, auch wenn sie im Augenblick als unrealistisch gelten müssen.¹³

Als nächstes stellt er den sog. Chicago Plan auf den Prüfstand.¹⁴ Dieser sieht eine 100%ige Reservehaltung gegenüber Bankdepositen vor und schließt damit eine Geldschöpfung durch das Geschäftsbankensystem aus. Damit wäre eine wichtige Störungsquelle im Währungssystem beseitigt. Hier liegt aber gleichzeitig auch die große Schwäche des Vorschlags, die ihn als impraktikabel erscheinen lässt. Es ist damit zu rechnen, dass unvermeidlich Geldsubstitute entstehen würden, so wie dies vergleichbar nach dem Erlass der Peelschen Bankakte von 1844 in England der Fall war.

Große Zustimmung findet bei ihm dagegen der Plan einer Warenreservewährung¹⁵. „Der Grundgedanke ist der, dass Geld nur im Austausch gegen eine festgelegte Kombination von Lagerscheinen für eine Anzahl lagerfähiger Rohwaren ausgegeben werden und in derselben Wareneinheit einlösbar sein soll.“¹⁶ Wie in der Goldwährung wird die Geldschöpfung damit der politischen Willkür entzogen, aber anders als beim Gold als einziger Basis auf eine breitere Grundlage gestellt.¹⁷

¹⁰ Siehe: Hayek, F. A. (1932), Was der Goldwährung geschehen ist, wiederbedruckt in Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011), S. 8 ff.

¹¹ Hayek (1943), Warenreservewährung, in Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011), S. 8 ff.

¹² Hayek (1971), Die Verfassung der Freiheit, Bosch, Veit, Reinhold (Hrsg.), Mohr Siebeck, Tübingen, S. 421.

¹³ Hayek (1937), Monetärer Nationalismus und internationale Stabilität, wiederabgedruckt in: Entnationalisierung des Geldes, S. 48.

¹⁴ Hayek (1973), Monetärer Nationalismus und internationale Stabilität, S. 107.

¹⁵ Hayek (1943), Warenreservewährung, in: Entnationalisierung des Geldes (2011), S. 119 ff.. Der Plan geht zurück auf Graham, Benjamin (1937), Storage and Stability, New York, McGraw-Hill; sowie: Graham, Frank D. (1942), Social Goods and Economic Institutions, Princeton University Press, Princeton.

¹⁶ Hayek (1943), Warenreservewährung, S. 122.

¹⁷ Friedman unterzieht diesen Vorschlag einer vernichtenden Kritik. „In seeking to gain the countercyclical advantages of a fiat standard while retaining the physical base of the gold standard, commodity-reserve currency seems to fall between the two stools and, like so many compromises to be worse than either extreme. It cannot match the non-rational, emotional approach of the gold standard, on the one hand, or the technical efficiency of the fiat currency, on the other.“ Friedman, Milton (1951), Commodity-Reserve Currency, Journal of Political Economy, 59 (3). In Reaktion auf die Kritik Friedmans rückt Hayek wegen der hohen Lagerhaltungskosten und der relativ kleinen Auswahl von Gütern später von der Waren-Reservewährung ab. Entnationalisierung des Geldes, S. 230. Allerdings ist sein Vorschlag bei der Grundlage der privaten Geldproduktion wiederum diesem Vorwurf ausgesetzt.

In der Folgezeit hat Hayek von monetären, ja von ökonomischen Fragen (im engeren Sinne) ganz allgemein Abschied genommen. Diese Entscheidung hat wesentlich mit der Erkenntnis zu tun, dass er die öffentliche Auseinandersetzung auf diesem Gebiet mit Keynes verloren hat, obgleich er fest von der Überlegenheit seiner Argumente überzeugt war. Diese „Niederlage“ hat er offenbar nie überwunden.¹⁸

Inwieweit der fast abrupt zu nennenden Abkehr von der Ökonomie (im engeren Sinne) sein folgendes monumentales Werk zu verdanken ist, sei dahingestellt. Als er sich dann aber dem monetären Gebiet wieder zuwendet, erregte seine bereits erwähnte Schrift „Choice in Currency“ in kurzer Zeit große Resonanz, eine Resonanz, die ihn selbst überraschte. Weniger überraschen kann dabei die Tatsache, dass der Blickwinkel, von dem aus er jetzt das Währungsproblem angeht, ganz wesentlich von seiner vorangegangenen Beschäftigung mit Fragen der Staatsverfassung und der Gesellschaft geprägt ist.

Geldpolitik – Praktizierte Wissenschaft?

Hayeks Skepsis gegenüber den bisher praktizierten Währungssystemen und der sie tragenden Institutionen hat aber noch eine andere Wurzel, die methodologisch sehr viel tiefer reicht.

Notenbanken, ausgestattet mit dem Status der Unabhängigkeit, unterliegen nicht dem Zwang, ihre Politik dem Votum der Wähler aussetzen zu müssen. Sie können ihre Entscheidungen nach rein sachlichen Kriterien treffen. Sie verfügen heute zudem über Scharen von exzellenten Ökonomen. Es scheint auf der Hand zu liegen, eine Geldpolitik einzufordern, die dem neuesten Stand der ökonomischen Theorie entspricht. Was läge dann näher, als die Spitze der Notenbank mit den besten Geldtheoretikern zu besetzen? Dieses Postulat wäre allerdings überzeugender, wenn das Urteil über diese Qualifikation sozusagen unanfechtbar wäre. Aber selbst wenn es darüber Einigkeit gäbe, – was sehr unwahrscheinlich ist –, wäre doch immer nur der Ausweis über die vergangene Arbeit die Basis. Aber ist es nicht geradezu der Zweck des Wissenschaftsbetriebs, die Erkenntnis immer weiter zu entwickeln? Wie Max Weber vom Wissenschaftler sagt: „Wissenschaftlich aber überholt zu werden, ist [...] nicht nur unser aller Schicksal, sondern unser aller Zweck“¹⁹.

Aus dieser Perspektive mag es riskant, wenn nicht sogar gefährlich erscheinen, einen Wissenschaftler allein in Anbetracht seines fachlichen Renommees an die Spitze der Notenbank zu berufen (ganz davon abgesehen, dass ein Notenbankpräsident auch Aufgaben wie die Kommunikation mit der

¹⁸ „Es war John Maynard Keynes, ein Mann mit scharfem Verstand, aber begrenzter Kenntnis der ökonomischen Theorie, der schließlich für einen Zeitabschnitt jenes Reservat für Schrullige, mit denen er offenbar sympathisierte, erfolgreich rehabilitierte.“ Hayek (1980), Freie Wahl der Währungen, ein Mittel gegen die Inflation, in: Badura und Issing, Geldpolitik, S. 136.

¹⁹ Weber, Max (1919), Wissenschaft als Beruf, in: Max Weber, Gesammelte Aufsätze zur Wissenschaftslehre (1988), Johannes Winckelmann (Hrsg.), Mohr Siebeck, Tübingen, 7. Auflage.

Öffentlichkeit zu erfüllen hat). Man stelle sich z.B. vor, man hätte Milton Friedman auf dem Höhepunkt seines Ansehens zum Notenbankchef ernannt und er hätte seinen Vorschlag verwirklicht. Friedman hatte nämlich gefordert, die Notenbank solle die Geldmenge stetig um einen konstanten Prozentsatz (4%) ausdehnen. Auf diesen Kurs sollte die Notenbank in der Verfassung (!) verpflichtet werden.²⁰ Dieser Vorschlag einer Geldmengenregel hat die wissenschaftliche Diskussion außerordentlich bereichert. Umgesetzt in die Praxis hätte er möglicherweise großes Unheil angerichtet. Friedman hat sich übrigens später selbst von seinem Vorschlag distanziert.

Mag dieses Gedankenexperiment auch einen extremen Fall betreffen, so liegt doch der Einwand auf der Hand, dass es gefährlich wäre, sich auf den jeweils dominanten „State of the Art“ zu verlassen. Nach wie vor oder wieder herrscht ein breiter Konsens, ein dominanter „Mainstream“, der kritische Einwände nicht beachtet. Dem Inflation Targeting widersprechende Studien und Warnungen, etwa der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, werden schlicht weg ignoriert. Waren es aber nicht diese von dort kommenden Berichte und Studien – und die von einigen anderen prominenten Ökonomen – ²¹, die vor dem Zusammenbruch des internationalen Finanzsystems 2008 deutlich gewarnt haben? Als Queen Elisabeth die London School of Economics besuchte, stellte sie den dort versammelten renommierten Ökonomen die einfache Frage: „Why didn't you see it coming?“ (gemeint war die Finanzmarktkrise). Eine Frage, auf die sie keine wirklich befriedigende Antwort bekam.

Es wirkt nicht gerade beruhigend, wenn zwischen Mainstream und Kritikern mittlerweile wieder eine vergleichbare Kluft wie vor 2008 zu beobachten ist.²² Und es sind im Kern dieselben Modelle, die damals versagt haben, die weiter als wissenschaftliche Grundlage für die Geldpolitik dienen. Die fortwährenden Verfeinerungen und Ergänzungen ändern nichts an dieser Einschätzung, bewirken möglicherweise sogar das Gegenteil, da sie die Illusion eines umfassenden Verständnisses befördern. Je länger die Finanzmarktkrise zeitlich zurückliegt, desto weniger werden offenbar kritische Beiträge zum Stand der Makroökonomie und den Konsequenzen für die Geldpolitik ernst genommen. Mittlerweile geht die Kritik aber tiefer und verstärkt die Zweifel, ob die bisherigen Modelle grundsätzlich geeignet sind, die komplexe Realität zu erfassen und als unbestrittene Basis für die Geldpolitik zu dienen.²³

²⁰ Friedman, Milton (1959), A Program for Monetary Stability, New York.

²¹ Rajan, G. Raghuram (2005), Has Financial Development Made the World Riskier?, in: The Greenspan Era: Lessons for the Future, Federal Reserve Bank of Kansas City.

White, William R. (2009), Should Monetary Policy 'Lean or Clean'?, Center for Financial Studies, Frankfurt. (Aktuellere Fassung früherer Warnungen).

²² Zur Immunisierung des Wissenschaftsbetriebs gegen Kritik siehe: Romer, Paul (2016), The Trouble with Macroeconomics, Stern School of Business, New York University, September 14th.

²³ Siehe z.B. White, William R. (forthcoming), Recognizing the Economy as a Complex, Adaptive System. Implications for Central Banks, in: Hartmann, P., Huang, H., and Schoenmaker, D. (eds.), The Changing Futures of Central Banks, Cambridge University Press, Cambridge.

Diese Kritik liegt auf Hayeks wissenschaftstheoretischer Linie. Hayek geht aber noch sehr viel weiter. In Übereinstimmung mit Mises ist für ihn die mikroökonomische Theorie die „einzige legitime ökonomische Theorie“²⁴. Hayek hält die Makroökonomie nicht für eine Wissenschaft. Er hebt einerseits die Bedeutung der Mathematik für die ökonomische Theorie hervor. Andererseits bezeichnet er das Bestreben, die Verfahren der exakten Naturwissenschaften auf die komplexe Welt der Wirtschaft anzuwenden, als „gänzlich unwissenschaftlich“²⁵. Hayek widerspricht der Auffassung, dass die „Geldtheorie von der Natur der Sache her Makrotheorie sein müsste“ und hält die immensen Anstrengungen der letzten dreißig oder vierzig Jahre für größtenteils verschwendet.²⁶ Gibt etwa die Geldpolitik vor, ihre Entscheidungen auf der Grundlage wissenschaftlicher Erkenntnisse zu treffen, dann ist dies seiner Ansicht nach schlichtweg irreführend, Ausdruck einer „Anmaßung von Wissen“²⁷.

Hayek schießt hier wohl über das Ziel hinaus. So sehr seine Kritik an dem Versuch der Ökonomen, sich am Beispiel der Naturwissenschaften zu orientieren, berechtigt ist, so wenig ist damit ein Urteil über die Frage der Wissenschaftlichkeit der Ökonomie getroffen. War etwa Adam Smith kein Wissenschaftler? Sind Geschichte oder Philosophie keine Wissenschaften? Es ist hier nicht der Ort für eine eingehende Diskussion der Frage, ob die Ökonomie eine Wissenschaft²⁸ und inwieweit Geldpolitik auf rein wissenschaftlicher Basis möglich ist. Auf diese Frage wird später noch einmal kurz eingegangen.

Als Fazit seiner Analyse komplexer Phänomene formuliert Hayek eine deutliche Warnung:

„Vielleicht ist es nur natürlich, dass die Umstände, die unser Tatsachenwissen beschränken, und die daraus resultierenden Grenzen für die Anwendbarkeit unseres theoretischen Wissens in dem Überschwang, der durch die erfolgreichen Fortschritte der Wissenschaft erzeugt wurde, ziemlich

²⁴ Hayek (1978), Zur Bewältigung von Unwissenheit, wiederabgedruckt in: Hayek, *Wirtschaftstheorie und Wissen. Aufsätze zur Erkenntnis- und Wissenschaftstheorie* (2007), Vanberg, Viktor (Hrsg.), Mohr Siebeck, S. 104.

²⁵ Hayek (1974), Die Anmaßung von Wissen, Rede aus Anlass der Verleihung des Nobel-Gedächtnispreises in Wirtschaftswissenschaften, abgedruckt in: Hayek, *Wirtschaftstheorie und Wissen*, S. 87 f.

Sowie: Hayek (1942), *Scientism and the Study of Society*, *Economica* 9 (35).

²⁶ Hayek (1974), Die Anmaßung von Wissen, S. 107 f. Man kann ziemlich sicher sein, dass sein Urteil über die eher gesteigerten Anstrengungen nach 1974 nicht anders ausfallen würde. Dazu auch: Streit, Manfred E. (1992), *Wissen, Wettbewerb und Wirtschaftsordnung – Zum Gedenken an Friedrich August von Hayek*, *ORDO: Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, Vol. 43.

²⁷ Die Diskussion um die Frage, inwieweit die bisherigen ökonomischen Modelle überhaupt in der Lage sind, die Komplexität des Wirtschaftsgeschehens (und der Gesellschaft) zu erfassen, führt auch zum Zweifel, ob Geldpolitik eine Wissenschaft ist bzw. sein kann. Siehe White, William R. (2013), *Is monetary Policy a Science? The interaction of theory and practice over the last 50 years*, in: Balling, M., and Gnau, E. (eds.), *Larcier*, Vienna.

²⁸ Rodrick gibt darauf eine einfache Antwort: „Models make economics a science“. Rodrick, Dani (2015), *Economic Rules: The Rights and Wrongs of The Dismal Science*, W. W. Norton & Company. Rodrick, Dani (2017), *Economics Rules: Why Economics Works, When it Fails, and How to Tell the Difference*, Oxford University Press, Oxford. Die Frage nach der Möglichkeit, mit diesen Modellen die von Hayek analysierte Komplexität zu erfassen, wird dabei ignoriert.

unbeachtet geblieben sind. Es ist jedoch höchste Zeit, dass wir unsere Unwissenheit ernster nehmen.“²⁹

Nach einer umfassenden Analyse alternativer Währungssysteme und der fundamentalen Kritik an der Möglichkeit, Geldpolitik auf wissenschaftlicher Basis erfolgreich zu gestalten, findet Hayek eine im Kern einfache Lösung: Der Wettbewerb soll (auch hier) entscheiden. Die Frage ist: Hält sein Vorschlag der Kritik stand?

Entnationalisierung des Geldes – Wettbewerb der Währungen

Als sich Hayek nach langer Abstinenz wieder dem Währungsthema zuwendet, nimmt er einen neuen Standort ein. In einer kurzen, aber über einen langen Zeitraum hinweg angelegten Analyse stellt er einen „anhaltenden Mißbrauch der Prärogative der Regierung“ fest.³⁰ Die Ursache für diesen Missbrauch sieht er im staatlichen Monopol für die Geldschöpfung.

In einem Satz zusammengefasst lautet seine Botschaft: „Inflation is made by government and its agents. Nobody else can do anything about.“³¹ „Government“ schließt hier den ganzen staatlichen Apparat ein, die Notenbank ist letztlich wegen der nach seiner Ansicht unvermeidlichen Abhängigkeit von der Regierung eingeschlossen. Die Regierung unterliegt wiederum den Zwängen des demokratischen Prozesses, was Hayek zu dem vernichtenden Urteil veranlasst: „Gutes staatliches Geld kann es unter einer demokratischen Regierung nicht geben.“³² Er sieht die Gesellschaft in demokratischen Ländern also der unvermeidlichen Entwertung des Geldes ausgeliefert, mit all den negativen Folgen, die vom Inflationsprozess ausgehen.

Sein Urteil über Notenbanken hat Hayek in diesem Zusammenhang vollständig revidiert. Sprach er sich früher noch für die Unabhängigkeit der Notenbank aus³³, plädiert er jetzt für deren Abschaffung. Ein ganzes Kapitel trägt die Überschrift: „Geldpolitik weder wünschenswert noch möglich.“³⁴ Mit seinem

²⁹ Hayek (1961), Die Theorie komplexer Phänomene, in: Wirtschaftstheorie und Wissen, Aufsätze zur Erkenntnis- und Wissenschaftstheorie, Vanberg, Viktor (Hrsg.) (2007), Mohr Siebeck S. 208.

³⁰ Hayek (2011) Entnationalisierung des Geldes, Bosch, Veit und Veit-Bachmann, Verena (Hrsg.) Mohr Siebeck. S. 151 ff.

³¹ Freie Wahl der Währungen, ein Mittel gegen die Inflation, in: Badura und Issing, Geldpolitik, Gustav Fischer, Stuttgart S. 136.

³² Hayek, Entnationalisierung des Geldes, S. 237 (im Original kursiv). Es ist nicht zu vermuten, Hayek könnte damit meinen, in nicht-demokratischen Regimen stünde es damit besser.

³³ z.B. in Hayek (1971), Die Verfassung der Freiheit, S. 419 f.

³⁴ Entnationalisierung des Geldes, Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011), S. 219. In diesem Zusammenhang bezeichnet er neutrales Geld als eine „Fiktion“, ebd., S. 207.

Vorschlag der Entnationalisierung des Geldes bzw. des Währungswettbewerbs, den er eine „Erfindung“³⁵ nennt, glaubt er die Lösung zu haben.

Hayeks Publikation erregte sofort großes Aufsehen. Seine Arbeit hat die geldtheoretische Diskussion neu belebt und bereichert. Die Debatte etwa um die Frage, ob Geld ein öffentliches Gut ist, oder das Verhältnis „Innengeld versus Außengeld“ wurde in einer Vielzahl von Veröffentlichungen erneut heftig und kontrovers diskutiert.³⁶

Das Interesse hier richtet sich auf die konkrete Frage: Kann diese „Erfindung“ (in der Sprache Hayeks) einer kritischen Analyse standhalten und kann das Währungsproblem, die dauerhafte Stabilität des Geldwertes, mit der Umsetzung des Vorschlags als „gelöst“ gelten?

Zweifel sind angebracht. Das staatliche Geldmonopol wird beseitigt, die „Geldproduktion“ wird der Konkurrenz privater Banken überlassen. Damit wird ein Wettbewerb um „Stabilität“ ausgelöst. In diesem Wettbewerb setzt sich das stabile(re) Geld durch. Es wirkt also ein „Anti-Greshamsches Gesetz“: das gute Geld verdrängt das schlechte aus dem Verkehr.

Diese These wirft zwei Fragen auf. Zum einen: was bedeutet „stabiler Geldwert“? Hayek greift hier den Gedanken der Warenreservewährung auf, jetzt aber bezogen auf die Geldschaffung privater Banken.

Der Geldumlauf wird dabei automatisch so reguliert, dass der Wert des Geldes stabil bleibt.

„Um einen konstanten Wert ihres Geldes sicherzustellen, müßte das Hauptaugenmerk der Bank darauf gerichtet sein, die Menge nie über den Gesamtbetrag hinaus auszuweiten, den das Publikum bereit ist zu halten, ohne seine damit getätigten Ausgaben so weit auszudehnen, daß die Güterpreise, ausgedrückt in Einheiten dieses Geldes, in die Höhe getrieben werden; die Bank darf ihr Angebot auch nie unter den Gesamtbetrag senken, den das Publikum bereit ist zu halten, ohne seine damit getätigten Ausgaben zu verringern und die Preise zu drücken. In der Praxis würden viele oder sogar die meisten Güter, denen gegenüber der Wert des Geldes stabil gehalten werden soll, überwiegend in einigen anderen, konkurrierenden Umlaufmitteln gehandelt und die Preise in deren Einheiten notiert (besonders wenn, wie wir in Abschnitt XIII vorschlagen, es sich hauptsächlich um Rohstoffpreise oder

³⁵ Hayek hat dies als eine seiner beiden „Erfindungen“ bezeichnet. (Die andere betrifft den „Vorschlag für eine Rekonstruktion der Demokratie“.) Hayek, Dankadresse, in Hoppmann, Erich (1980), Friedrich A. von Hayek – Vorträge und Ansprachen auf der Festveranstaltung der Freiburger Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät zum 80. Geburtstag von Friedrich A. von Hayek, Baden-Baden, S. 37-42.

Dazu siehe auch: Streit, Wissen, Wettbewerb und Wirtschaftsordnung – Zum Gedenken an Friedrich August von Hayek, ORDO: Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft, Vol. 43.

Ein wenige Jahre vorher weitgehend analoger Vorschlag erregte dagegen kaum Aufmerksamkeit. Siehe Klein, Benjamin (1974), The Competitive Supply of Money, Journal of Money, Credit and Banking, 6 (4).

³⁶ Für einen Überblick über diese ersten Reaktionen siehe: Link, Franz Josef (1986), Monetäre Integration und Stabilität: Notenbankmonopol oder Konkurrenz der Währungen?, Dissertation Würzburg.

Zur Frage Geld als öffentliches Gut und Außen- Innengeld: Issing, Otmar (2000), Hayek, Currency Competition and European Monetary Union, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper 111, London. Siehe auch die Kritik dazu von Roland Vaubel und Lawrence H. White im gleichen Band.

Großhandelspreise von Nahrungsmitteln handelt). Die Bank müßte daher die Wirkung von Änderungen der umlaufenden Menge ihres Geldes nicht so sehr direkt an den Preisen jener anderen *Güter* ablesen, sondern an den Wechselkursen ihres Geldes zu den *Umlaufmitteln*, in denen jene Güter hauptsächlich gehandelt werden. Die Ermittlung der zweckdienlichen Wechselkurse (unter Berücksichtigung der bestehenden Wechselkurse zwischen den verschiedenen Umlaufmitteln) wäre zwar eine komplexe Aufgabe, doch würden Computer mit nahezu augenblicklichen Berechnungen helfen; so wüßte die Bank von Stunde zu Stunde, ob sie die Beträge, die sie von ihrem Geld ausleiht oder zum Verkauf anbietet, ausweiten oder verringern soll. Rasches und unmittelbares Eingreifen hätte durch An- oder Verkauf an der Umlaufmittelbörse zu erfolgen, eine anhaltende Wirkung ließe sich jedoch nur mit einer Änderung bei der Kreditvergabe erzielen.“³⁷

Es sei hier dahingestellt, ob dieser Prozess tatsächlich so reibungslos ablaufen könnte.³⁸ Problematisch erscheint jedenfalls die Bestimmung, was Hayek unter stabilem Geldwert versteht. Wie oben schon hervorgehoben, lehnt Hayek den Vorschlag der Indexwährung ab. Bei dieser Position bleibt er, definiert „Stabilität“ anhand seines relativ kleinen Bündels von Waren. Welches das geeignete „Sortiment“ darstellt, soll sich jedoch im Wettbewerb herausstellen.³⁹ Müsste diese Unbestimmtheit aber nicht zu einer mehr als nur vorübergehenden Verunsicherung der Geldnutzer führen? Nachdem er wieder auf seine Argumente gegen eine Stabilisierung des allgemeinen Preisniveaus verweist, erstaunt die folgende Aussage: „In der Tat kann es sehr wohl sein, daß eine Regulierung des Geldumlaufs, die unmittelbar auf eine Stabilisierung der Rohstoffpreise abzielte, eine größere Stabilität auch der Konsumgüterpreise zur Folge haben könnte, als eine direkt auf sie ausgerichtete Politik.“⁴⁰

Vertrauen in die anhaltende Stabilität des Wertes ist die Grundvoraussetzung für die behauptete Überlegenheit privat im Wettbewerb geschaffenen Geldes und dessen Akzeptanz. Für die Wahrnehmung der breiten Öffentlichkeit ist die Entwicklung der Rohstoffpreise so gut wie irrelevant. Im Mittelpunkt steht die Entwicklung der Kaufkraft, das allgemeine Preisniveau. Für seine Behauptung über den Zusammenhang der beiden Indizes bleibt Hayek jeden Beweis schuldig, muss ihn schuldig bleiben, zumal sich die ökonomische Relevanz einzelner Rohstoffe im Zeitablauf erheblich verschieben kann.

Der zweite Einwand bezieht sich auf den Wettbewerbsprozess selbst. Im Interesse des Wettbewerbs wäre eine größere Anzahl von Geldanbietern äußerst wichtig. Mit der Zahl konkurrierender privater

³⁷ Hayek, Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011), Bosch, Veit und Veit-Bachmann, Verena (Hrsg.) Mohr Siebeck, S. 179.

³⁸ Zur Gefahr, dass der Wettbewerb der Anbieter um das stabile(re) Geld zur Deflation führen könnte, siehe: Issing, Otmar (1997), in: Frowen, Stephan F. (ed.), Hayek: Economist and Social Philosopher, Mcmillan Press, Houndsmill.

³⁹ Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011), S. 166 f.; S. 195.

⁴⁰ Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011)

Währungen wachsen jedoch die Transaktions- und Informationskosten ganz erheblich und machen die Haltung privaten Geldes sehr viel weniger attraktiv – und das selbst bei stabilem Geldwert (was immer darunter verstanden wird).

Im Wettbewerb ist damit zu rechnen, dass Anbieter aus dem Markt verdrängt werden. Damit erhöht sich das Risiko der Bildung eines Oligopols und der Kartellabsprache.⁴¹ Auch kann die Vorhersage, dass schlechtere Geldproduzenten damit rechnen müssen, im Wettbewerb verdrängt zu werden und deshalb alles unternehmen werden, um stabiles Geld anzubieten, nur bedingt überzeugen. Wie hoch ist das Risiko, dass Anbieter mit dem Versprechen „besonders stabilen Geldes“ antreten in der Absicht, das Vertrauen der Geldnutzer auszubeuten und unter Mitnahme des vorübergehend hohen Gewinns ganz bewusst den späteren Bankrott in Kauf zu nehmen? Kritiker einer diskretionären Geldpolitik weisen zu Recht auf das Problem der Zeitinkonsistenz hin. Die Versuchung, vom ursprünglichen Stabilitätsversprechen abzuweichen, besteht aber auch im Falle privater Geldemittenten.⁴²

Um solche „hit and run“-Strategien auszuschließen, bedarf es rechtlicher Rahmenbedingungen, der Regulierung. Das heißt aber nichts anderes, als dass ein funktionierendes System privater Geldschöpfung ohne eine staatliche Rahmenordnung kaum denkbar ist. Hayek sieht jedoch die Hauptgefahr für ein System privater Geldschöpfung gerade im Eingreifen des Staates.⁴³ Dass auch das System der privaten Geldschöpfung der staatlichen Rechtsordnung bedarf, entbehrt daher nicht der Ironie, auch wenn man den Unterschied zwischen hoheitlicher Rahmensetzung und staatlicher Geldpolitik nicht übersehen darf.

Hayek spricht zwar selbst von „Übergangsproblemen“⁴⁴, hält diese aber für verkraftbar. Könnte es aber nicht sein, dass es sich eher um chaotische Vorgänge handeln könnte? Kann man sich Verhältnisse vorstellen, in denen unter diesen Umständen Regierungen Hayeks Gelassenheit im Erwarten der finalen guten Lösung aufbringen könnten?

Hayeks Urteil zur Überlegenheit seines Vorschlags muss man als durchaus ambivalent betrachten. Einerseits betont er, nur an der „Oberfläche des neuen Fragenkomplexes gekratzt“ zu haben und noch „sehr weit von einer Lösung aller Probleme entfernt“ zu sein.⁴⁵ Andererseits hat er „nun nicht mehr

⁴¹ Am Ende eines Wettbewerbsprozesses könnte sogar ein privater Monopolist stehen. Es ist zumindest irreführend, wenn Hayek behauptet, „das Publikum wählte aus einer Vielzahl konkurrierender privater Umlaufmittel ein besseres Geld aus, als die Regierungen zur Verfügung stellen ...“, Entnationalisierung, S. 185.

⁴² Baltensperger, Ernst (2014), Währungsstabilität als Ausdruck gesellschaftlicher Verantwortung – Zentralbankbindung über Verfassungs- und Gesetzesnormen, in: Bagus, Philipp und Schwarz, Gerhard, Hrsg. Die Entstaatlichung des Geldes, Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich. Baltensperger hat mich auf diesen Beitrag aufmerksam gemacht, indem er im Wesentlichen zu den gleichen Schlussfolgerungen kommt, wie sie in diesem Beitrag dargestellt werden.

⁴³ Entnationalisierung des Geldes, S. 243 ff.

⁴⁴ Entnationalisierung des Geldes (2011), S. 240 ff.

⁴⁵ Entnationalisierung des Geldes (2011), S. 135.

den geringsten Zweifel, dass privates Unternehmertum, wäre es von den Regierungen nicht daran gehindert worden, das Publikum schon vor langer Zeit mit einer Auswahl an Zahlungsmitteln hätte versorgen können und versorgt haben würde, von denen diejenigen, die sich im Wettbewerb durchgesetzt hätten, von Grund auf stabil gewesen wären und sowohl eine übermäßige Anregung der Investitionstätigkeit als auch die nachfolgenden Perioden der Kontraktion verhindert hätten“⁴⁶.

Das sind starke Behauptungen – vereinbar mit der Hayekschen allgemeinen These, dass nur im Wettbewerb als Entdeckungsverfahren das bessere bzw. beste Währungsregime herausgefunden werden kann.

Als historischen Nachweis verweist Hayek auf die Verdrängung des Sterling als der im „Handel allgemein benutzten Währung, seitdem er kontinuierlich an Wert zu verlieren begann“⁴⁷. Hier wie bei der Frage, welche Währungen sich international als Reservewährungen, Transaktions- oder Finanzierungswährungen durchsetzen, handelt es sich um eine spezifische Form des Wettbewerbs zwischen nationalen Monopolwährungen. Die Verdrängung staatlichen Geldes im nationalen Raum setzt nach aller Erfahrung erst bei sehr hohen Inflationsraten ein. Das zeigt z.B. die Entwicklung in Deutschland 1922/23 oder in Ländern wie (vorübergehend) Israel oder in Lateinamerika.

Es bedarf also außergewöhnlicher, pathologischer Zustände des Währungsgeschehens, bis eine solche Verdrängung einsetzt. Nur dann könnte man sich überhaupt eine Bereitschaft vorstellen, den Wettbewerb in der Geldproduktion freizugeben. Nach dem Urteil Hayeks über die Demokratie müsste wohl auch der Zusammenbruch der staatlichen Ordnung hinzukommen. Dass einem solchen Chaos der von Hayek beschriebene Währungswettbewerb entspringen könnte, ist schwer vorstellbar.

Die Wissenschaft sollte, wie Hayek selbst betont hat, grundsätzlich nicht davor zurückschrecken, auch Vorschläge zu entwickeln, die aktuell nicht die geringste Chance auf Realisierung haben. Das macht aber die Prüfung nicht überflüssig, ob solche Vorschläge, ex ante dem Test kritischer Einwände standhalten. Kann man das von Hayeks Vorschlag behaupten? Könnte man verantworten, eine Gesellschaft den mit diesem Vorschlag verbundenen Risiken auszusetzen? Gibt es belastbare Argumente für die Überzeugung, im Entdeckungsverfahren würden die behaupteten Vorteile tatsächlich realisiert? Wäre dieses Vertrauen möglicherweise nicht als eine besondere Art der „Anmaßung von Wissen“ zu charakterisieren? Hayek stellt der „Entnationalisierung“ ein Zitat aus Hamlet voran: „...wenn die Krankheit verzweifelt ist, kann ein verzweifelt Mittel nur helfen, oder keins.“ Verzweiflung über das bestehende Geldsystem wäre also die Voraussetzung für die Anwendung

⁴⁶ Entnationalisierung des Geldes (2011), S. 136.

⁴⁷ Entnationalisierung des Geldes (2011), S. 204.

eines „verzweifelten Mittels“. Ansonsten sollte man das Monitum Fullartons nicht missachten: “The reality or the magnitude of an evil can be no justification for the adoption of an impracticable remedy.”⁴⁸

Exkurs: Digitales Geld – Ein Fall für Hayeks Währungskonkurrenz?

Das Aufkommen von Bitcoins hat eine lebhafte Debatte über die Vor- und Nachteile dieser „Krypto-Währung“ ausgelöst. Inzwischen entstehen fast täglich neue Formen digitaler Währungen. Besteht die Möglichkeit, dass diese neuen Formen Zentralbankgeld mehr und mehr verdrängen und damit die Geldpolitik unwirksam machen?⁴⁹ Lösen also möglicherweise technische Innovationen einen Prozess im Sinne des Hayekschen Währungswettbewerbs aus?

Die Meinungen zum Fortgang dieser Entwicklung gehen weit auseinander. Die Anhänger betonen technische Vorteile wie Schnelligkeit und Anonymität der Überweisungen. Auf der Jahrestagung des Vereins für Socialpolitik hat dagegen der Computerwissenschaftler und Kryptologe Adi Schamir große Zweifel an der Zukunft der Bitcoin geäußert.⁵⁰

Obgleich es inzwischen eine Vielzahl digitaler Währungen gibt, soll die nach wie vor bekannteste Form Bitcoin im Folgenden als Beispiel dienen. Zunächst einmal gilt es zu klären, was Bitcoins sind bzw. was sie nicht sind. Geld wird im Allgemeinen von seinen Funktionen her definiert. Geld ist also alles, was Geldfunktionen ausübt.⁵¹ Nach jetzigem Stand üben Bitcoins weder die Funktion des allgemeinen Tausch- bzw. Zahlungsmittels, noch des Wertaufbewahrungsmittels oder der Recheneinheit aus. „Bei Bitcoins handelt es sich nicht um Geld, sondern um Verrechnungseinheiten, die aufgrund privatrechtlicher Vereinbarung als Zahlungsmittel in multilateralen Verrechnungskreisen eingesetzt werden können“.⁵² Als Wertaufbewahrungsmittel sind Bitcoins wegen der extremen Wertschwankungen nicht geeignet. Als Spekulationsobjekt wird die Entwicklung teilweise mit der „Tulipmania“ des 17. Jahrhunderts verglichen.⁵³ Für die beiden anderen Funktionen scheiden sie schon aus diesem Grunde aus. Ob andere digitale Währungen dafür besser geeignet sind, muss sich erst herausstellen. Von dieser Frage zu trennen ist die mit der Entstehung digitaler Währung verbundene Innovation der Blockchain zu beurteilen, die erhebliche technische Vorteile verspricht – auf die hier nicht näher einzugehen ist.⁵⁴

⁴⁸ Fullarton, J. (1844), *On the Regulation of Currencies*, Oxford University Press, Oxford.

⁴⁹ Dazu z. B. Broadbent, Ben (2016), *Central Banks and Digital Currencies*, London School of Economics, 2 March.

⁵⁰ Siehe FAZ vom 7. September 2017, S. 29.

⁵¹ Siehe Issing, Otmar (2011), *Einführung in die Geldtheorie*, 15. Auflage, Vahlen Verlag, München, S.1ff.

⁵² Brühl, Volker (2017), *Bitcoins, Blockchain und Distributed Ledgers: Funktionsweise, Marktentwicklungen und Zukunftsperspektiven*, Wirtschaftsdienst, 2 – konsequente Regulierung und Aufsicht sind dringend geboten.

⁵³ Kindleberger, Charles P. (1996), *Manias, Panics, and Crashes*, third edition, John Wiley and Sons, New York.

⁵⁴ Brühl *ibid.*

Für die staatlichen Institutionen (Notenbanken bzw. Aufsichtsbehörden) werfen die mit dem Ausbreiten „digitalen Geldes“ (der Einfachheit halber sei dieser Terminus weiterverwendet) verbundenen Probleme wie starke Wertschwankungen und mehrfache betrügerische Manipulationen und damit zunehmende Unsicherheit die Frage auf, ob dieser neue Markt nicht reguliert werden soll.

Ungeachtet der oben genannten Einschränkungen reagieren Notenbanken bereits auf die vermeintliche oder tatsächliche Bedrohung ihrer Monopolstellung. Bordo und Levin charakterisieren Central Bank Digital Currency (CBDC) als ein „practical costless medium of exchange, secure store of value, and stable unit of account“⁵⁵. Wegen dieser Eigenschaften sollten Notenbanken CBDC in den Verkehr bringen, die Ausgabe aber nicht überstürzen.

Solche Überlegungen sind vor allem in einem Land wie Schweden, in dem das Bargeld weitgehend aus dem Verkehr verschwunden ist, weit fortgeschritten. Die Überlegungen richten sich in erster Linie darauf, selbst digital money auszugeben. Die Bank of England hat eine umfangreiche Studie zur Ausgabe von CBDC veröffentlicht.⁵⁶ Die Autoren betonen wesentliche Vorteile des digitalen Notenbankgeldes. Sie ermitteln einen Rückgang der Realzinsen wegen niedrigerer Transaktionskosten und entsprechend geringerer verzerrender Steuern, der zu einem Zuwachs des Sozialprodukts von fast 3% führe. Darüber hinaus trage das CBDC zur Stabilisierung der Konjunktur bei, da ein zweites Instrument zur Kontrolle des Geldumlaufs zur Verfügung stehe. Schließlich werde auch die Stabilität des Finanzsystems gefördert. Negativ könnte sich dagegen die Gestaltung des Übergangs zu einem neuen monetären und finanziellen System auswirken.⁵⁷

Es sei dahingestellt, wie tragfähig solche Ergebnisse sind, die aus einem umfassenden DSGE-Modell abgeleitet sind. Die Diskussion über die Vor- und Nachteile der Ausgabe von CBDC hat gerade erst begonnen, und Erfahrungen mit diesem Instrument stehen ohnehin aus⁵⁸ - für ein endgültiges Urteil ist es noch viel zu früh. Möglicherweise könnte erst die Umsetzung in die Praxis näheren Aufschluss über die Vor- und Nachteile geben. Vorerst scheint, wenn nicht Skepsis, so doch Vorsicht angebracht.

Die bisherigen Erfahrungen mit Bitcoin bzw. digitalem Geld im Allgemeinen und theoretischen Überlegungen sprechen nicht dafür, dass sich der Hayeksche Währungswettbewerb auf diese Weise

⁵⁵ Bordo, Michael D. and Levin, Andreas T. (2017), Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy, NBER Working Paper Series, Working Paper 23711, August.

⁵⁶ Barrdear, John and Kumhof, Michael (2016), The Macroeconomics of Central Bank Issued Digital Currencies, Staff Working Paper No. 605, July.

Die Bundesbank führt zusammen mit der Deutschen Börse ein Forschungsprojekt zum Einsatz der Blockchain-Technologie in der Zahlungs- und Wertpapierabwicklung zwischen Banken durch. Die Ausgabe von CBDC hält sie derzeit für eine unrealistische Option. Deutsche Bundesbank (2017), Distributed-Ledger-Technologien im Zahlungsverkehr und in der Wertpapierabwicklung: Potenziale und Risiken, Monatsbericht, September.

⁵⁷ Barrdear and Kumhof (2016), p. 3.

⁵⁸ Siehe Bech and Garratt (2017) Central Bank Cryptocurrencies, BIS Quarterly Review, September.

entfalten könnte. Für diese Einschätzung spricht auch, dass der Staat bzw. die Notenbanken, also der Monopolist, kaum eine freie Entwicklung zulassen werden. Sollte allerdings das staatliche Geldwesen in einer Hyperinflation enden, also die Situation eintreten, die Hayek unterstellt, dann stünden möglicherweise digitale Währungen als Substitut bereit.⁵⁹

Währungswettbewerb – keine überzeugende Lösung

Als bekannt scharfer Analytiker legt Hayek die Schwächen des bestehenden Papiergeldsystems bloß. Für die von ihm zunächst präferierte Warenreservewährung akzeptiert er die Einwände Milton Friedmans. Der von ihm grundsätzlich bevorzugte Goldstandard erweist sich als impraktikabel und scheidet deshalb aus dem Kreis aussichtsreicher Reformen aus.

Nachdem er alle bekannten Alternativen verworfen hat, ist er überzeugt, die fundamentale Ursache der dem Papierstandard immanenten Inflationsgefahr „entdeckt“ zu haben: Das staatliche Geldmonopol. Der Staat ist die Ursache aller Probleme. Diese Ursache gilt es zu beseitigen. Das führt zur Forderung, das staatliche Geldmonopol zu beenden und die Geldproduktion dem Wettbewerb auszusetzen. Betrachtet man jedoch aus den bereits dargelegten Gründen den Vorschlag Hayeks als theoretisch unbefriedigend und als politisch kaum zu verantwortendes Risiko, müsste man zu dem resignierenden Schluss kommen: Stabiles Geld lässt sich nicht gewährleisten, Geldwertstabilität muss (auf Dauer) eine Illusion bleiben.

Aber trifft Hayeks Befund überhaupt zu?

Deutschland, genauer gesagt die Bundesrepublik Deutschland hat aus der Vergangenheit mit der zweimaligen Zerstörung der Währung (1922/23 und 1948) innerhalb einer Generation gelernt und sich für eine Geldverfassung entschieden, die mit der D-Mark als stabilsten Währung neben dem Schweizer Franken der Inflation ein Ende gesetzt hat. Es trifft zwar zu, dass die gesetzliche Grundlage für die neue Währung und das Notenbanksystem auf die Alliierten, genauer gesagt die USA zurückgeht, doch wurde die Unabhängigkeit der Notenbank und der gesetzliche Auftrag, die Währung zu sichern danach in das Gesetz über die Deutsche Bundesbank übernommen. Es wird zu prüfen sein, ob aus diesem Sonderfall allgemeine Erkenntnisse für eine Ordnung stabilen Geldes gewonnen werden können.

Zunächst sei darauf verwiesen, dass in den neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts weltweit niedrige Inflationsraten (bei ansprechendem Wachstum und hoher Beschäftigung) zu verzeichnen waren. Seit der Finanzmarktkrise beklagen Notenbanken rund um den Globus sogar, dass es ihnen nicht gelingt, die Inflationsrate in Richtung des vorgegebenen Ziels von 2% zu erhöhen.⁶⁰ Die

⁵⁹ Mayer, Thomas (2017), Die Evolution des Geldes, ifo Schnelldienst, 23 November.

⁶⁰ Bezeichnenderweise sind in Ländern wie Simbabwe und Venezuela, die man kaum als Demokratien bezeichnen kann, extrem hohe Inflationsraten zu verzeichnen.

historische Erfahrung spricht dafür, dass es sich dabei nur um eine vorübergehende Episode handeln könnte und die Inflation danach wieder ihr „hässliches Gesicht“ zeigt. Noch ist von solchen Gefahren nichts zu sehen. Gleichwohl ist spätestens seit den Ereignissen, die zur Finanzkrise und den anschließenden Problemen geführt haben, eine grundlegende Debatte um das bestehende Geldsystem ausgebrochen. Neben den Dauerthemen wie Regelbindung versus diskretionäre Politik wird gegenwärtig der Vorschlag, das Bargeld abzuschaffen, heftig diskutiert.⁶¹

Im Mittelpunkt des Interesses stehen jedoch Probleme der Finanzstabilität und die Frage, welche Rolle dabei den Notenbanken zugewiesen werden soll. Soll den Notenbanken die Verantwortung für die Finanzstabilität übertragen, ihr Mandat entsprechend erweitert werden? Inwieweit soll die Geldpolitik (auch) die Entwicklung der Vermögenspreise in ihren Entscheidungen berücksichtigen oder soll diese Aufgabe der makroprudenziellen Politik überlassen bleiben? Gerät die Verantwortung für die Finanzstabilität in Konflikt mit der Unabhängigkeit? Schließlich sind diese Kontroversen eingebettet in die fundamentale Frage, inwieweit die geld- und finanzpolitischen Akteure mit neuen Formen der Unsicherheit konfrontiert sind.

Abschaffung des Bargelds?

Das Papierwährungssystem kennt im Prinzip zwei Geldproduzenten und zwei Geldarten: die Notenbank schafft Zentralbankgeld in Form von Guthaben bei der Notenbank sowie Bargeld in Form von Banknoten und Münzen. (Das Münzregal liegt in der Regel beim Staat. Für die Überlegungen hier spielt das jedoch keine Rolle.) Die Geschäftsbanken kreieren Buchgeld auf den Konten ihrer Kunden. Dieses Banken-Buchgeld ist in Bargeld, das die Notenbank geschaffen hat, einlösbar.

Der Vorschlag, das (durch die Notenbank ausgegebene) Bargeld abzuschaffen, hat zwei Wurzeln. Zum einen gilt das Bargeld als (zu) teuer in seiner Produktion und Verwendung im Zahlungsverkehr. Ferner erleichtert die Anonymität der Bargeldzahlungen die Finanzierung von illegalen Transaktionen wie Drogenhandel oder Steuerhinterziehung. Zum anderen begrenzt die Existenz des Bargeldes den Spielraum der Notenbank, die Zinsen allzu weit unter die Nullgrenze zu senken. Ab einer gewissen Schwelle, die nach den bisherigen Erfahrungen etwa bei -0,75% liegt, wird es vorteilhaft, Zentralbankgeld von Konten bei der Notenbank abzuziehen und Bargeld zu halten.⁶²

⁶¹ Das „Vollgeld“ erregt wohl nur vorübergehend Aufmerksamkeit. Die Einwände gegen den „Chicago-Plan“ (siehe oben) liegen auch hier auf der Hand.

⁶² Umfassend: Rogoff, Kenneth (2016), *The Curse of Cash*, Princeton University Press, Princeton. Teils als Alternative zur Abschaffung des Bargelds, teils als ein Schritt in diese Richtung werden eine Obergrenze für Bargeldzahlungen und die Abschaffung großer Geldscheine diskutiert und weithin auch schon praktiziert.

Die Meinungen gehen weit auseinander, ob von der Abschaffung des Bargelds tatsächlich nennenswerte Effekte auf die genannten illegalen Aktivitäten ausgehen.⁶³ Die Verwendung von Bargeld ist nicht per se ein Anzeichen für illegale Aktivitäten. Niemand käme etwa auf die Idee, Autos abzuschaffen, weil sie auch für illegale Zwecke verwendet werden können. Soweit es Vorteile der Abschaffung des Bargelds etwa bei der Steuerhinterziehung gibt, stünden diese jedoch in keinem Verhältnis zu den Kosten, die der Gesellschaft aus einem solchen Verbot erwüchsen. Im Übrigen werden inzwischen die neuen digitalen Zahlungssysteme gerade wegen ihrer Anonymität bereits für die Abwicklung illegaler Aktivitäten genutzt. Ein solcher Schritt wäre jedenfalls ein tiefer Eingriff in die Freiheit der Bürger, die Art der Zahlung selbst zu bestimmen. Dieser Eingriff wöge umso schwerer, als der entscheidende Grund für das staatliche Verbot die mit der Bargeldverwendung verbundene Anonymität ist.⁶⁴ In einer Zeit, in der einerseits viel von „informationeller Selbstbestimmung“ und der Sorge um das Ausbreiten des „Überwachungsstaats“ die Rede ist, muss erstaunen, dass solche Einwände nicht ernst genommen werden⁶⁵. Auch wenn es sich um ausländisches Bargeld handelt, war nicht von ungefähr im Dritten Reich der Besitz von Devisen (bei Todesstrafe!) verboten. Aufgrund seiner Erfahrungen in einem russischen Straflager bezeichnet Dostojewskij Geld als „geprägte Freiheit“ – damit hat er natürlich Bargeld gemeint.⁶⁶

Die Beseitigung der „Nullzinsgrenze“ würde es in der Tat der Notenbank ermöglichen, die Zinsen im Grunde beliebig weit ins Negative zu senken. Schon sehr niedrige (positive) Zinsen verursachen jedoch schwere Störungen im Finanz- und Wirtschaftssystem.⁶⁷ So gerät die Bestimmung des Fundamentalwertes festverzinslicher Anlagen schon bei sehr niedrigen (positiven) Nominalzinsen aus dem Lot. Die große Höhe und die Unsicherheit der Fundamentalwerte erzeugen eine gewisse Orientierungslosigkeit bei den Anlegern. Der Anreiz, hochriskante Finanzinvestitionen zu tätigen, nimmt mit sinkenden Zinssätzen zu. Das Geschäftsmodell vieler Banken wird obsolet, Versicherungen wie Pensionsfonds etc. werden in ihrer Existenz bedroht. Banken mit schwacher Eigenkapitalausstattung werden durch die Niedrigzinspolitik am Leben erhalten und tendieren dazu, gefährdete Kredite an wettbewerbsunfähige Unternehmen zu verlängern. „Zombiebanken“ halten „Zombieunternehmen“ am Leben – die Fehlallokation von Kapital wird hier offensichtlich. Diese

⁶³ Kritisch zu allen Argumenten für die Abschaffung des Bargeldes siehe: Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Gutachten (2017), Zur Diskussion um Bargeld und die Null-Zins-Politik der Zentralbank.

⁶⁴ Es kann nur als Ironie bezeichnet werden, wenn gerade die Anonymität des Zahlungsverkehrs mit Bitcoins mehr und mehr von Kriminellen genutzt wird. Brühl, Volker (2017), Frankfurter Forscher warnt vor Bitcoins als Spekulationsobjekt, Frankfurter Neue Presse, 5. Oktober.

⁶⁵ Issing, Otmar (2014), Das Bargeld – Erfahrungen eines Geldpolitikers, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), 2. Bargeldsymposium der Deutschen Bundesbank, Frankfurt.

⁶⁶ Dostojewskij, Fjodor (1999), Aufzeichnungen aus einem Totenhouse, Reclams Universal-Bibliothek, Stuttgart.

⁶⁷ Siehe: Wissenschaftlicher Beirat, a.a.O.

Störungen wären umso gravierender, je weiter die Zinsen ins Negative gedrückt werden. Der erweiterte Handlungsspielraum der Notenbank wäre damit teuer, zu teuer erkaufte.

Die Abschaffung des Bargelds wäre ein tiefgreifender staatlicher Eingriff in das bestehende Papiergeldsystem mit unübersehbaren Folgen. Die Zukunft wird zeigen, inwieweit technische Innovationen und/oder staatliche Maßnahmen wie die Ausgabe von CBDC zu einem neuen Geldsystem führen – und wie dann die Stabilität des Geldes gesichert werden kann.

Die neue Herausforderung: Finanzstabilität

Der Zusammenbruch des Weltfinanzsystems 2008 rückte neue Fragen in den Vordergrund:

- 1) Was müssen die Notenbanken unternehmen, um die weltweite Ausbreitung einer Depression zu verhindern?
- 2) Wie konnte es zur Krise kommen?
- 3) Wie kann eine Wiederholung verhindert werden?

1) Die Finanzmarktkrise von 2008 löste Erinnerungen an die dreißiger Jahre des letzten Jahrhunderts aus. Der Zusammenbruch des Finanzsektors erfasste damals die Realwirtschaft – in den wichtigsten Ländern kam es zu einer tiefen Deflation und Depression, einem massiven Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität verbunden mit Massenarbeitslosigkeit. In Deutschland blieb es nicht bei dem wirtschaftlichen Desaster, die politischen Folgen waren bekanntlich verheerend. Geld- und Finanzpolitik hatten versagt - daraus waren Lehren zu ziehen. Die Notenbanken haben nach 2008 entsprechend reagiert und mit ihrer extrem expansiven Politik dazu beigetragen, dass es bei einer tiefen Rezession blieb, aber eine Depression vermieden werden konnte. Das Problem lag dabei nicht so sehr in der Erkenntnis des gebotenen geldpolitischen Kurses, sondern darin, wie lange dieser fortgesetzt und wann und wie gegebenenfalls der Ausstieg daraus gestaltet werden sollte.

2) Über die Ursachen, die zum Zusammenbruch führten, herrscht im Großen und Ganzen Einigkeit.⁶⁸ Eine Erkenntnis ist in dem hier behandelten Zusammenhang hervorzuheben: der Zusammenbruch des Finanzsystems stand nicht im Kontext inflationärer Entwicklungen, ganz im Gegenteil. Die Preissteigerungsraten in den wichtigsten Ländern waren niedrig und stabil. „Preisstabilität ist nicht genug“, wenn es um Finanzstabilität geht, lautet inzwischen das Mantra.

⁶⁸ Um nur zwei herausragende Werke zu nennen:

Sinn, Hans-Werner (2010), *Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*, Ullstein, Berlin.

Rajan, Raghuram (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, Princeton.

Langanhaltende Stabilität der Preise kann sogar dazu führen, dass Investoren sich in (zu) großer Sicherheit wiegen und riskante Anlagen tätigen. Es bedarf dann nur eines Auslösers (wie z.B. politischer Ereignisse) – der sog. Minsky-Moment –, um das finanzielle Kartenhaus zum Einsturz zu bringen.

3) Damit stehen Notenbanken vor dem Problem, dass die Erfüllung ihrer zentralen Aufgabe, den Geldwert stabil zu halten, jedenfalls nicht ausreicht, um Finanzstabilität zu sichern. Es spricht freilich nichts dafür, dass es einen grundsätzlichen Trade-off zwischen Preisstabilität und Finanzstabilität gibt.⁶⁹ Die Fragen sind vielmehr die, ob und inwieweit die Geldpolitik Aspekte der Finanzstabilität berücksichtigen muss oder ob diese Aufgabe einem anderen Politikbereich übertragen und wie gegebenenfalls der entsprechende Instrumenteinsatz mit der Geldpolitik koordiniert werden sollte.

Die sog. Tinbergen-Regel, nach der für jedes Ziel ein eigenes Instrument zur Verfügung stehen soll, scheint eindeutig für die Zuweisung der Verantwortung für die Finanzstabilität an den Träger der makroprudenziellen Politik zu sprechen.⁷⁰ Doch so einfach liegen die Dinge nicht. Zum einen fehlt es an Erfahrungen mit diesem neuen Instrumentarium. Zum anderen ist der Einsatz von Maßnahmen wie etwa verringerte Beleihungsgrenzen für Hypothekenkredite erheblichem Druck von Seiten der Politik und bestimmten Interessengruppen ausgesetzt.⁷¹ Schließlich gilt: „Price stability and financial stability are inherently interlinked. They tend to be mutually reinforcing, and, in the long run, each is a necessary, albeit insufficient, condition for the other“⁷².

Damit sprechen gewichtige Einwände zumindest gegen eine strikte Anwendung des Separation Principle und damit für die Berücksichtigung der Gefahren für die Finanzstabilität in der Durchführung der Geldpolitik.⁷³ Die „Zwei-Säulen-Strategie“ der EZB verkörpert einen Ansatz, in dem sich Aspekte der Finanzstabilität mit der Verfolgung des Zieles der Preisstabilität verbinden.⁷⁴

Umstritten bleibt, inwieweit die Notenbanken direkt auf das Ziel der Finanzstabilität verpflichtet werden und inwieweit ihr Mandat entsprechend erweitert werden soll. Unabhängig von der Antwort auf diese Frage werden sich Notenbanken kaum aus der Verantwortung (auch) für die Stabilität des Finanzsystems heraushalten können. Ihr Verantwortungsbereich wird dadurch wesentlich erweitert. Ob dies ihrem Ansehen und dem Status der Unabhängigkeit zuträglich ist, hängt entscheidend von den

⁶⁹ Siehe Issing, Otmar (2003), Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?, BIS Working Paper No. 18, Basel, pp. 16-23.

⁷⁰ Siehe z.B. Smets, Frank (2013), Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?, Sveriges Riksbank Economic Review 3, Special Issue.

⁷¹ Mishkin, Fred S. (2017), Rethinking Monetary Policy After the Crisis, Journal of International Money and Finance, Vol. 73.

⁷² Draghi, Mario (2017), The Interaction Between Monetary Policy and Financial Stability in the Euro Area, Keynote speech at the First Conference on Financial Stability, Madrid, 24 May.

⁷³ Borio, Claudio (2017), Through the Looking Glass, BIS, 22 September.

⁷⁴ Issing, Otmar (2017), Financial Stability and the ECB's Monetary Policy Strategy, ECB (forthcoming).

erzielten Ergebnissen ab. Eine Wiederholung des Fiaskos von 2008 würde jedenfalls die Reputation der Notenbanken stark beschädigen.

Unabhängigkeit in der Kritik

Während Hayek die Notenbanken abschaffen wollte, sind diese heute offenbar wichtiger denn je. Im Laufe der sog. „Great Moderation“ in den neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts galten sie als Garanten niedriger Inflation und hoher Beschäftigung. Ihr Ansehen erreichte bis dahin unbekannte Höhen. Die Charakterisierung des Chairman der Fed Alan Greenspan als „Maestro“ kennzeichnet diese Einschätzung ebenso wie die allgemeine Rede von den „Masters of the Universe“⁷⁵.

Die Notenbanken standen weithin im Ruf, das Wirtschaftsgeschehen zu kontrollieren mit anhaltendem Wachstum bei stabilen Preisen. Als sie schließlich wesentlich dazu beitrugen, eine weltweite Depression als Folge der Finanzmarktkrise zu vermeiden, wuchs die Reputation in unbekannte Höhen. Die Notenbanken wurden schlechthin als Retter der Welt(-wirtschaft) gefeiert.

Ungeachtet aller Verdienste sind solche Erwartungen überzogen⁷⁶, Enttäuschungen können nicht ausbleiben. Das trifft umso mehr zu, als mit immer weiteren Aufgaben der Finanzstabilität, der mikro- und makroprudenziellen Überwachung, die Grenzen der Möglichkeiten immer sichtbarer werden. So ist seit einigen Jahren eine breite Diskussion um den Status der Unabhängigkeit der Notenbanken in Gang gekommen.

Dazu haben die Notenbanken selbst beigetragen, indem sie im Zuge ihrer „unorthodoxen Maßnahmen“ zur Überwindung der Krise die Grenze zur Fiskalpolitik überschritten haben. Es ist eine Mischung aus Überforderung durch nicht zu erfüllende Erwartungen und Überfrachtung mit Aufgaben und Kompetenzen, die Fragen danach aufwerfen, ob diese Entwicklung mit dem Status der Unabhängigkeit der Notenbank vereinbar ist. Damit gerät ein Konsens in Gefahr, der sich als Erfahrung aus der „großen Inflation“ der 1970er Jahre herausgebildet hatte: Notenbanken müssen unabhängig vom politischen Einfluss sein, um auf Dauer eine (geldwert-)stabilitätsorientierte Geldpolitik durchführen zu können. Unabhängigkeit und ein klares Mandat der Preisstabilität bzw. niedrige Inflation – in einigen Fällen wie der Fed verbunden mit einem Beschäftigungsziel – waren die Prinzipien, die in den 90er Jahren weltweit zum Maßstab einer optimalen Notenbankverfassung

⁷⁵ Woodward, Bob (2000), *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom*, Simon & Schuster, New York.

⁷⁶ “The extraordinary burdens placed on central banking since the crisis is generating growing strains. During the Great Moderation, markets and the public at large came to see central banks as all-powerful. Post-crisis, they have come to expect the central bank to manage the economy, restore full employment, ensure strong growth, preserve price stability and foolproof the financial system. But in fact, this is a tall order on which the central bank alone cannot deliver. The extraordinary measures taken to stimulate the global economy have sometimes tested the boundaries of the institution. As a consequence, risks to its reputation, perceived legitimacy and independence have been rising”, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2016), 86. Jahresbericht, Basel, p. 22.

wurden.⁷⁷ Die EZB stellt in diesem Zusammenhang einen besonderen Fall dar. Mit dem Ankauf von Titeln von Staaten, die von einem starken Anstieg der langfristigen Zinsen bedroht waren (erstmals im Mai 2010), hat sie eine Aufgabe übernommen, die der Sache nach in der Verantwortung der staatlichen Instanzen liegt. Zumal mit der Ankündigung des bekannten „whatever it takes“ ist die EZB zum Garanten des Zusammenhalts der Europäischen Währungsunion geworden. Diese Übernahme einer eindeutig politischen Verantwortung wirft die Frage nach den Grenzen ihres Mandats und damit nach der Unabhängigkeit der Notenbank auf.

In der Interaktion mit der Fiskalpolitik stehen die Notenbanken weltweit in Gefahr, ihre Unabhängigkeit de facto zu unterminieren. Geldpolitische Entscheidungen haben zudem so gut wie immer auch Verteilungswirkungen.⁷⁸ Von solchen immanenten, unbeabsichtigten Wirkungen auf die Verteilung zu unterscheiden sind aber solche Maßnahmen wie Kredite an bestimmte Gruppen zu Sonderkonditionen oder der selektive Ankauf von Staatsanleihen durch die EZB, die bewusst mit dem Ziel der Bevorzugung getroffen werden. Solche Maßnahmen müssen der Politik vorbehalten bleiben, die sich vor dem Parlament und am Ende vor dem Wähler zu rechtfertigen hat. Mit dem Status der Unabhängigkeit sind sie nicht vereinbar.⁷⁹

Inwieweit der legale Status der Unabhängigkeit in Gefahr ist und entsprechende Schritte des Gesetzgebers zu erwarten sind, lässt sich nicht generell beantworten; dafür sind die Bedingungen von Land zu Land zu verschieden. Im Falle der EZB wäre jedenfalls ein einstimmiger Beschluss aller Mitgliedstaaten für die Änderung des Vertrags erforderlich, ratifiziert durch alle nationalen Parlamente und in einigen Ländern bestätigt durch ein Referendum. De jure ist der Status der Unabhängigkeit der EZB daher kaum gefährdet. Inwieweit das de facto gilt, darf bezweifelt werden. Damit sind jedenfalls Spannungen mit der Politik und immer neue Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht und dem Europäischen Gerichtshof programmiert. Das Ansehen der EZB und die Akzeptanz ihrer Politik in der Öffentlichkeit werden damit nicht gerade gefördert.

Wegen der weltweit zu beobachtenden Interaktion der Notenbanken mit der Fiskalpolitik und den mit der Regulierung, Aufsicht und Abwicklung von Banken verbundenen Konflikten kommt Charles Goodhart zu dem Schluss: „The idea of the central bank as an independent institution will be put

⁷⁷ Siehe Issing, Otmar (2017), Central Banks – Are Their Reputations and Independence Under Threat From Overburdening?, *International Finance*, Vol. 20 (1), pp. 92-99.

⁷⁸ Siehe Brunnermeier, Markus K. and Sannikov, Yuliy (2012), Redistributive Monetary Policy, in: Federal Reserve Bank of Kansas City, *The Changing Policy Landscape*, Kansas City.

⁷⁹ Jordan verweist auf die teilweise starken Verteilungswirkungen der makroprudenziellen Politik, die dagegen sprechen, der Notenbank die vollständige Verantwortung auf dieses Gebiet zu übertragen. Jordan, Thomas (2017), Unabhängigkeit von Zentralbanken nach der Finanzkrise: Die Schweizer Perspektive, CFS Presidential Lecture, Frankfurt 9. November.

aside“⁸⁰. Es spricht einiges dafür, dass diese Prognose zumindest de facto in manchen Fällen schon eingetreten ist.

Dieser Befund muss alarmieren, bedeutet das doch nicht weniger als dass die Geldpolitik in der Gefahr ist, erneut den Präferenzen der Politik ausgesetzt zu werden. Der damalige britische Schatzkanzler Gordon Brown hat das Problem in aller Klarheit benannt. In seinem Statement, mit dem er am 20. Mai 1997 die Bank of England in die Unabhängigkeit entließ, begründete er diesen Schritt wie folgt:

„The previous arrangements for monetary policy were too short-termist, encouraging short but unsustainable booms and higher inflation, followed inevitably by recession. This is why we promised in our election manifest to ... reform the Bank of England to ensure that decision-making on monetary policy is more effective, open, accountable and free from short-term political manipulation.“

Die Regierung hat hier auf eine äußerst wichtige Kompetenz verzichtet. Die letzte Entscheidung über die Geldpolitik lag bis dahin in den Händen des Schatzkanzlers. In Deutschland war es der Gesetzgeber, der in einem bewussten Akt der „Selbstentmachtung“ der Bundesbank den Status der Unabhängigkeit verliehen hat.⁸¹ In Kenntnis des politisch bedingten Verführungspotentials schützt sich das Parlament quasi vor sich selbst.⁸²

Diese Erkenntnis hat sich in Deutschland nach dem Untergang zweier Währungen in nicht mehr als 25 Jahren sehr früh durchgesetzt. Weltweit spielte das Thema Unabhängigkeit der Notenbank jedoch kaum eine Rolle. Das änderte sich erst nach der sog. großen Inflation in den 1970er Jahren. Danach führte eine wachsende Anzahl von empirischen Studien zu dem Ergebnis: Der Grad der Unabhängigkeit der Notenbank und die erreichte Preisstabilität bzw. niedrige Inflation sind eindeutig positiv korreliert.⁸³

Diese Erkenntnis und das Vorbild der D-Mark bzw. der Bundesbank waren die Grundlage für die Entscheidung in Maastricht, der künftigen Europäischen Zentralbank den Status der Unabhängigkeit

⁸⁰ Goodhart, Charles (2010), The Changing Roles of Central Banks, BIS Working Paper No. 326, November.

⁸¹ Schmidt, Reiner (1973), Grundlagen und Grenzen der Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank, in: Xenion, Festschrift für Pan. J. Zepos, Hrsg. Von E. von Caemmerer, II. Band, Köln, S. 679.

⁸² Forsthoff, Ernst (1964), Rechtsstaat im Wandel: , Stuttgart, S. 211.

⁸³ Für eine Übersicht siehe z.B. Eijffinger, Sylvester C. W. and De Haan, Jakob (1996), The Political Economy of Central-Bank Independence, Special Papers in International Economics No. 19, Princeton.

Bis 2011 registrieren Masciandaro und Romelli rund 9.000 Arbeiten zum Thema Unabhängigkeit und Inflation. In ihrer neuesten Studie setzen sie sich mit abweichenden Auffassungen auseinander und finden die negative Korrelation zwischen Notenbankunabhängigkeit und Inflation bestätigt. Masciandaro, Donato and Romelli, Davide (2017), The Evolution of Central Bank Independence and Inflation: Causal Evidence from Dynamic Indices, Bocconi University, March 26.

zu verleihen. Mehr oder weniger gleichzeitig war eine globale Entwicklung zu beobachten, die Notenbank vom politischen Einfluss zu befreien (siehe Abb.).⁸⁴

Abbildung

Dieser Konsensus ist aus den beschriebenen Gründen in Gefahr. Die größte Bedrohung kommt von innen, von den Notenbanken selbst. Hier steht vor allem die strikte Beachtung des begrenzten Mandats im Vordergrund. Der mit der Einräumung der Unabhängigkeit der Notenbank verbundene Kompetenzverzicht der Politik, die „Selbstentmachtung“ von Regierung und Parlament gilt nur und kann nur gelten für die Verantwortung für ein eingegrenztes Mandat. Das spricht für ein singuläres Ziel, Preisstabilität bzw. niedrige Inflation.⁸⁵ Die Überschreitung des Mandats mag der Notenbank vorübergehend mehr Einfluss und Ansehen verleihen, sogar oder gerade bei der Politik wegen der Entlastung der eigenen Verantwortung auf mehr als Zustimmung stoßen. Prinzipiell und auf längere Sicht gesehen unterminieren Notenbanken mit solchen Aktivitäten jedoch selbst den Status der Unabhängigkeit und provozieren geradezu Initiativen, die Kompetenz für zentrale geldpolitische Entscheidungen wieder auf die politisch Verantwortlichen, d.h. Regierung und Parlament zurück zu übertragen.

Sieht man mit Hayek die entscheidende Bedrohung für die Geldwertstabilität in dem staatlichen Geldmonopol, dann kann man die Verleihung der Unabhängigkeit an die Notenbank als Versuch interpretieren, das „staatliche“ als das politisch relevante Element von der Kompetenz zur Geldschöpfung zu trennen. Hayek betrachtet – wie schon erwähnt – diesen Versuch als wenig aussichtsreich. Am Ende wird es darauf ankommen, wie breit und fest der Wunsch nach stabilem Geld und die Bedeutung der Unabhängigkeit für das entsprechende Gelingen in der Gesellschaft verankert

⁸⁴ Masciandaro, Donato and Romelli, Davide (2015), Ups and Downs of Central Bank Independence from the Great Inflation to the Great Recession: Theory, Institutions and Empirics, *Financial History Review*, Cambridge University Press 22 (3). Die Autoren unterscheiden nach „operational“ als Unabhängigkeit, den Instrumenteneinsatz zu wählen, und „political“ bezogen auf das Inflationsziel. GMT ist die Abkürzung für Grilli, Masciandaro, Tabellini, die Autoren eines früheren Artikels.

⁸⁵ Ein duales Mandat wie das für die US Federal Reserve, das die Verantwortung für einen hohen Beschäftigungsstand einschließt, bringt die Notenbank unvermeidlich unter politischen Druck. In seiner großen Geschichte der US Notenbank legt Allan Meltzer dar, wie im Zweifel die Preisstabilität droht, auf der Strecke zu bleiben. Meltzer, Allan (2009), *A History of the Federal Reserve*, Vol. 2, Book 2, 1970-1986, University of Chicago. Auch bei einem eindimensionalen Mandat „Preisstabilität“ kann sich die Notenbank der Verantwortung für beschäftigungspolitische Konsequenzen nicht entziehen. In der Erklärung und Durchführung der Geldpolitik macht es jedoch einen erheblichen Unterschied, ob diese Verantwortung auch de jure kodifiziert ist oder nicht.

sind.⁸⁶ Es wäre jedenfalls voreilig, die eindeutigen Präferenzen im Deutschland der D-Mark-Zeit zu verallgemeinern.⁸⁷

Geldpolitik unter Unsicherheit

Der Status der Unabhängigkeit eröffnet der Notenbank die Möglichkeit, geldpolitische Entscheidungen frei von Einflüssen der allgemeinen Politik zu treffen. Die im Papierstandard liegende „Freiheit“ war liberalen Denkern schon immer ein Dorn im Auge. Bagehot hat diese Besorgnis wie folgt beschrieben: „A central bank which is not required to redeem its notes against cash has a wonderful life: it can lend what it likes and spend what it wants without having to fear harm to itself and without any significant limitations except its own inclination.“⁸⁸

Friedman warnt vor der „konzentrierten Macht der Notenbanker“ und fordert „governmental law instead of men“⁸⁹, ganz im Sinne des wegweisenden Beitrags von Simons „rules instead of authorities“.⁹⁰

„Jedes System, das so viel Macht und so viele Entscheidungen in die Hände weniger Männer legt, dass Fehler – entschuldbar oder nicht – solche weitreichenden Folgen haben können, ist ein schlechtes System. Für den, der an die Freiheit glaubt, ist es ein schlechtes System, gerade weil es einigen wenigen Männern solche Macht gibt ohne wirksame Kontrollmöglichkeiten durch die Gesamtheit der Politik: Das ist das politische Schlüsselargument gegen eine „unabhängige“ Zentralbank. Es ist jedoch auch ein schlechtes System für die Leute, bei denen die Sicherheit über die Freiheit geht. Fehler, entschuldbar oder nicht, können in einem System, das die Verantwortung generell verteilt, jedoch dann wenigen Männern große Macht gibt und dadurch wichtige politische Aktionen von personellen Zufälligkeiten abhängig macht, nicht vermieden werden. Das ist das technische Schlüsselargument gegen die

⁸⁶ Issing, Otmar (1993), Unabhängigkeit der Notenbank und Geldwertstabilität, Akademie der Wissenschaften und der Literatur, Abhandlungen der Geistes- und Sozialwissenschaftlichen Klasse, Jahrgang 1993, Nr. 1, Franz Steiner Verlag, Stuttgart.

⁸⁷ Das Bundesbankgesetz hätte jederzeit mit einer Stimme Mehrheit geändert werden können. Entsprechende politische Initiativen blieben jedoch aus; sie wären ohne Aussicht gewesen und hätten der betreffenden Person nur schaden können. Ganz anders dagegen in den USA. Dort sind z.B. für die Jahre 1979-1990 nicht weniger als 200 Kongressvorlagen zu verzeichnen, die 307 Vorschläge enthielten zu 56 Problembereichen, die den Bereich der Geldpolitik betrafen. Auch wenn die Initiativen nicht erfolgreich waren, sind sie doch bezeichnend für die politische Grundstimmung (die sich keineswegs geändert hat).

Akhtar, M. A. and Howe, H. K. (1991), The Political and Institutional Independence of US Monetary Policy, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, September.

⁸⁸ Bagehot, Walter (1873/1999), Lombard Street: A Description of the Money Market, John Wiley and Sons, New York, p. 111.

⁸⁹ Friedman, Milton (1962), Should there be an Independent Monetary Authority?, in: Yeager, Leland B. (ed.), in Search of a Monetary Constitution, Cambridge, Mass., p. 219 and p. 239.

⁹⁰ Simons, Herbert C. (1936), Rules versus Authority in Monetary Policy, Journal of Political Economy, February.

„unabhängige“ Zentralbank. Um frei mit Clemenceau zu sprechen: Geld ist eine zu ernste Angelegenheit, als dass man es den Herren von der Zentralbank anvertrauen könnte.“⁹¹

Eucken betont den Zusammenhang mit der allgemeinen Wirtschaftsverfassung – ganz im Sinne der Interdependenz der Ordnungen. „Eine gute Währungsverfassung sollte jedoch nicht nur so konstruiert sein, daß sie den Geldwert möglichst stabil hält. Sie sollte darüber hinaus noch eine weitere Bedingung erfüllen. Wie die Wettbewerbsordnung selber sollte sie möglichst automatisch funktionieren; nicht einfach nur deshalb, weil die „Systemgerechtigkeit“ erfordert, Währungsverfassung und allgemeine Wirtschaftsverfassung auf demselben Prinzip aufzubauen, sondern auch vor allem, weil die Erfahrung zeigt, daß eine Währungsverfassung, die den Leitern der Geldpolitik freie Hand läßt, diesen mehr zutraut, als ihnen im allgemeinen zugetraut werden kann. Unkenntnis, Schwäche gegenüber Interessengruppen und der öffentlichen Meinung, falsche Theorien, alles das beeinflußt diese Leiter sehr zum Schaden der ihnen anvertrauten Aufgabe.“⁹²

Im Standard nicht-einlösbaren Papiergeldes soll die strikte Bindung an eine Regel den Spielraum der Geldpolitik einschränken bzw. ganz beseitigen. Der bekannteste Vorschlag stammt von Friedman.⁹³ Die sog. k-percent rule verlangt von der Notenbank, die Geldmenge stetig um einen bestimmten Prozentsatz (4%) auszuweiten. Um sozusagen jede Hintertür für politischen Opportunismus auszuschließen, forderte Friedman, diese Regelbindung in der Verfassung zu verankern.

Dieser Vorschlag wurde zunächst geradezu als eine Art Stein der Weisen begrüßt. Es ist hier nicht der Ort, auf die folgende umfangreiche Diskussion einzugehen. Es sei daher nur ein entscheidender Aspekt hervorgehoben. Die Regel für die Ausdehnung der Geldmenge muss sich auf ein konkretes Geldmengenaggregat beziehen. Die Auswahl reicht dabei vom Basisgeld über engere zu weiten Geldmengenabgrenzungen (M_0, M_1, \dots, M_x). Nach der Methode des „best fit“, d.h. der Enge der Korrelation zwischen der Entwicklung der Geldmenge und dem Preisniveau, lässt sich das am besten geeignete Aggregat herausfinden. Das kann aber immer nur für einen bestimmten Zeitraum gelten. Strukturbrüche bei der Umlaufgeschwindigkeit des gewählten Aggregates können aus verschiedenen Gründen auftreten, beispielsweise dadurch, dass Innovationen im Zahlungsverkehr den ökonomischen Inhalt der gewählten Geldmenge verändern und die Beziehung zum Endziel Preisniveaustabilität stören oder sogar obsolet machen. Im Übrigen hat Friedman später selbst von seinem Vorschlag Abstand genommen.

In der Folge wurde eine Vielzahl von Regeln entwickelt. Im Mittelpunkt steht seit längerem die Taylor-Rule.⁹⁴ Diese ist insbesondere in den USA auch Gegenstand politischer Auseinandersetzungen. Es gibt

⁹¹ Friedman, Milton (2002), Kapitalismus und Freiheit, Eichborn Verlag, Frankfurt am Main.

⁹² Eucken, Walter (1955), Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 2. Auflage, Mohr/Siebeck, S. 257.

⁹³ Friedman, Milton (1959), A Program for Monetary Stability, Fordham University Press, New York.

⁹⁴ Taylor, John B., ed. (1999), Monetary Policy Rules, The University of Chicago Press, Chicago.

ernst zu nehmende Initiativen im Kongress, die Fed auf diese Regel zu verpflichten (Financial Choice Act of 2017).

Die Diskussion um Regeln für die Geldpolitik füllt inzwischen ganze Bibliotheken.⁹⁵ Diese Debatte hat zahlreiche Anstöße für neue Entwicklungen in der Geldtheorie gegeben und auch die Notenbankpolitik inspiriert. In diesem Kontext wäre der Versuch eines umfassenden Überblicks von vornherein zum Scheitern verurteilt. Das Hauptinteresse aus der Sicht der praktischen Geldpolitik richtet sich auf die Frage, welche Konsequenzen sich aus dem Stand der Diskussion ergeben.⁹⁶

Bei allen Meinungsverschiedenheiten kann man wohl die Erkenntnis festhalten: Es existiert – jedenfalls bisher – keine Regel, die kritischen Einwänden standhält und als strikte Bindung für die Geldpolitik dienen könnte. Das liberale Dilemma, den dem Papierstandard immanenten Ermessungsspielraum der Notenbanken zu beseitigen, kann auf dem Weg der strikten Regelbindung nicht befriedigend gelöst werden.⁹⁷ Gleichzeitig gelten die Einwände gegen Regeln erst recht für eine völlig diskretionäre Geldpolitik.

Versuche, etwa Lernprozesse in das Modell einzubeziehen, haben zu immer komplizierteren Ansätzen geführt, ohne dem Ziel einer robusten Regel wirklich näher zu kommen. Kein Ökonom kann mit hinreichender Begründung behaupten, sein Modell könne erklären, wie die Welt der Wirtschaft in Wirklichkeit abläuft.⁹⁸ Die Neue Keynesianische Makrotheorie unterliegt der Illusion, dass die Unsicherheit durch die mathematische Abbildung von Wahrscheinlichkeiten erfasst werden kann. Das trifft allenfalls - und auch nur mit Einschränkungen - auf die Kategorie des Risikos zu, die man seit Frank Knight von der Unsicherheit unterscheidet. Der Knightschen Unsicherheit, die die ökonomische Welt weithin auszeichnet, kann kein existierendes Modell gerecht werden. Hinzu kommt, dass diese Modelle Geld, Kredit und das Finanzsystem weitgehend ignorieren. Auf der Basis solcher Modelle

⁹⁵ Zum aktuellen Stand siehe z.B. Walsh, Carl E. (2017), The Challenges with Rules-Based Policy Implementation, Department of Economics, University of California, Santa Cruz, September.

⁹⁶ Vor dieser Frage stand nicht zuletzt die EZB vor dem Start der einheitlichen Geldpolitik für den Euroraum. Siehe: ECB (2001), Issues related to monetary policy rules, Monthly Bulletin, October.

⁹⁷ Ein Ansatz, den diskretionären Spielraum des an der Spitze stehenden Notenbankers einzugrenzen, liegt in einem entsprechenden anreizkompatiblen Kontrakt. Gemäß dem principal-agent Verhältnis betraut die Regierung (Prinzipal) den Notenbanker (Agent) mit einem bestimmten Auftrag (Inflationsziel). Verfehlt dieser das Ziel, kann die Regierung den Gouverneur z.B. entlassen (oder sein Gehalt kürzen). Diese Vereinbarung wurde in Neuseeland geschlossen. Der Gouverneur der Bank of England ist verpflichtet, im Falle der Zielverfehlung einen erklärenden Brief an die Regierung zu schreiben.

Zu diesem Problem: Walsh, Carl E. (1995), Optimal Contracts for Central Bankers, American Economic Review, Vol. 85 (1), March.

So bestechend dieser Vorschlag zunächst erscheinen mag, ist das Problem so komplex, dass sich das Konzept schon deshalb nicht durchgesetzt hat.

⁹⁸ King, Mervyn (2005), Monetary Policy: Practice Ahead of Theory, Mais Lecture, Cass Business School, London, 17 May.

geldpolitische Entscheidungen zu treffen, kann zu gravierenden Fehlern führen, stellt jedenfalls ein hohes Risiko dar. „The problem is not just complexity but also pretence of knowledge.“⁹⁹

Die Diskussion um Regelbindung hat nicht zuletzt gezeigt, dass eine Geldpolitik, die sich ad hoc von Entscheidung zu Entscheidung bewegt, immer in der Absicht, alle neuen Informationen zu berücksichtigen, die Erwartungen der Märkte wie der breiten Öffentlichkeit nicht angemessen steuern kann. Damit werden Notenbanken zu einer zusätzlichen Quelle der Unsicherheit, das Gegenteil dessen, was Geldpolitik zu leisten hat.

Die Befolgung einer strikten Regel kann diese Erwartung (ebenfalls) nicht erfüllen. Notenbanken können ein Nebeneinander von verschiedenen Regeln als einen internen Prozess der Meinungsbildung, als Orientierung für die Geldpolitik benutzen¹⁰⁰ und gleichzeitig versuchen, Veränderungen des Umfeldes in ihren Entscheidungen zu berücksichtigen, ohne in einen hektischen Aktivismus zu verfallen. „Regelgebundene Diskretion“ ist zwar nur ein Schlagwort, gibt aber doch das angemessene Fazit einer intensiven (und anhaltenden) Diskussion wieder.

Ein höheres Inflationsziel?

Seit der Finanzmarktkrise hat die Diskussion um das angemessene Inflationsziel eine neue „Richtung“ eingeschlagen. Im Gefolge der weltweit niedrigen Preissteigerungsraten haben viele Notenbanken ihr Inflationsziel von (rund) 2% sozusagen „von unten“ verfehlt. Die Sorge um die Inflation wurde durch die Furcht vor Deflation abgelöst. Trotz einer extrem expansiven Geldpolitik mit einer Mischung aus sehr niedrigen Zinsen und unorthodoxen Maßnahmen haben die Notenbanken es nicht vermocht, die Inflation in Richtung 2% zu beschleunigen (die USA und das Vereinigte Königreich bilden inzwischen eine Ausnahme). Als Ursache für den niedrigen Inflationsdruck gilt in erster Linie der schwache Anstieg der Löhne. Dieser ist zurückzuführen auf den von der Globalisierung ausgehenden Wettbewerbsdruck, der wiederum die Sorge um Arbeitsplatzverluste im Falle zu starker Lohnerhöhungen widerspiegelt.¹⁰¹ Alles in allem fehlt es aber an überzeugenden Analysen für das Phänomen eines globalen schwachen Preisdrucks in einem Umfeld anziehenden Wachstums und – jedenfalls in einigen Ländern – niedriger Arbeitslosigkeit.

Man kann zwei konträre Reaktionen auf diese Entwicklung registrieren. Die eine, dominante Position fordert eine Erhöhung des Inflationsziels, vorzugsweise auf 4%.¹⁰² Zum einen sollen auf diese Weise

⁹⁹ King, Mervyn (2016), *The End of Alchemy*, Little, Brown Book Group, London, p. 311.

¹⁰⁰ So auch: Orphanides, Athanasios and Wieland, Volker (2012), *Complexity and Monetary Policy*, Board of Governors Conference, Washington, D.C., March 23-24.

¹⁰¹ Bank for International Settlements (2017), *87th Annual Report*, Basel, 25 June, p. 62ff.

¹⁰² Blanchard, Olivier, Dell’Ariccia, Giovanni and Mauro, Paolo (2010), *Rethinking Macroeconomic Policy*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 42, No. 6, Suppl.

die ebenfalls beharrlich niedrigen Inflationserwartungen "nach oben" bewegt werden. Zum anderen soll damit ein größerer Spielraum für Zinssenkungen geschaffen werden, wenn es gilt, einem Konjunkturabschwung entgegenzuwirken. Das setzt indes voraus, dass es vorher zu einem deutlichen Zinsanstieg gekommen ist. In gewisser Weise handelt es sich um eine Alternative (oder Ergänzung) zur Beseitigung der Null-Grenze für die nominalen Notenbankzinsen durch die Abschaffung des Bargelds. Eine Reihe von Studien kommt zum Ergebnis, dass der reale Gleichgewichtszins (bzw. natürliche Zins) tendenziell stark gesunken ist und in einigen Ländern sogar unter Null liegt.¹⁰³ Für die Geldpolitik hat dies zur Folge, dass das Problem der Nullzinsgrenze („zero bound“) ein nicht nur vorübergehendes, sondern ein strukturelles Problem ist, das für eine Erweiterung des geldpolitischen Spielraums durch ein höheres Inflationsziel spricht.¹⁰⁴

Andere Arbeiten kommen zu anderen Ergebnissen.¹⁰⁵ Es zeigt sich, dass die Resultate solcher Schätzungen sehr stark von den verwendeten Verfahren abhängig sind. Die hohe Bandbreite der Unsicherheit spricht dagegen, geldpolitische Entscheidungen vorwiegend oder gar ausschließlich auf der Basis solcher Studien zu treffen.¹⁰⁶

Die völlig entgegengesetzte Position geht davon aus, dass es sich bei den niedrigen Inflationsraten um ein dauerhaftes Problem handelt. Die Gründe werden in dem schon angesprochenen Einfluss der Globalisierung und/oder dem Sparüberschuss (savings glut) gesehen. Hinzu kommen zunehmende Probleme bei der adäquaten Messung der Preisentwicklung als Folge der Digitalisierung der Wirtschaft und Innovationen, etwa im Gesundheitssektor. Diese machen es fast unmöglich, die Preisentwicklung mit den üblichen Verfahren der Erfassung von Qualitätsänderungen adäquat zu messen.

Sehr niedrige Preissteigerungsraten implizieren jedoch die Gefahr, in den Bereich der Deflation abzugleiten. Einigkeit herrscht sicher darin, dass ein sich selbst beschleunigender Deflationsprozess, wie er in den 1930er Jahren zu beobachten war, die makroökonomisch größte anzunehmende Katastrophe darstellt. Wie aber viele Untersuchungen belegen, ist die große Depression der historische Ausnahmefall.

In einer umfassenden Studie kommen Bordo und Filardo zu dem Ergebnis:

¹⁰³ Siehe Laubach, Thomas und Williams, John C. (2003), Measuring the natural rate of interest, Review of Economics and Statistics, 85 (4), pp. 1063-1070.

¹⁰⁴ Die gleiche Argumentation folgt aus der These der säkularen Stagnation. Darauf sei hier nicht näher eingegangen, schon deshalb nicht, weil sich die Wirtschaft auch bzw. gerade in solchen Ländern wie den USA, für die dieser Befund ermittelt wurde, schon seit Jahren anhaltendes Wachstum aufweist.

¹⁰⁵ Siehe z.B. Wieland, Volker und Beyer, R. C. M. (2016), Schätzung des mittelfristigen Gleichgewichtszinses in den Vereinigten Staaten, Deutschland und dem Euroraum mit der Laubach-Williams-Methode, IMFS Working Paper Series Nr. 10.

¹⁰⁶ Für eine Übersicht siehe: Deutsche Bundesbank (2017), Zur Entwicklung des natürlichen Zinses, Monatsbericht Oktober.

„To an observer looking at the long history, current concerns about deflation may seem to be somewhat overblown. It is abundantly clear that deflation need not be associated with recessions, depressions, crises and other unpleasant conditions. The historical record is replete with good deflations. There are, of course, plenty of bad deflations too. But, it is unclear to us that the bad deflations within the context of stable nominal anchor (i.e. price stability) regimes were any worse than a similarly sized disinflation in an inflationary environment. The empirical tests, both on past and on more recent data, suggest that the asymmetries were not particularly daunting and might be regime-dependent.“¹⁰⁷

Geldpolitik – eine Kunst?

Neben der Auseinandersetzung darüber, inwieweit geldpolitische Entscheidungen auf rein wissenschaftlicher Basis getroffen werden können, gab es schon immer die Auffassung: Geldpolitik ist eine Kunst.¹⁰⁸ Nicht wenige Notenbanker haben zu diesem Eindruck beigetragen. Brunner beklagt die besondere und schützende „Mystik“, mit der sich Notenbanker umgeben.

„The relevant knowledge seems automatically obtained with the appointment and could only be manifested to holders of the appropriate position. The mystique thrives on a pervasive impression that Central Banking is an esoteric art. Access to this art and its proper execution is confined to the initiated elite. The esoteric nature of the art is moreover revealed by an inherent impossibility to articulate its insights in explicit and intelligible words and sentences. ... It also offered a useful veil covering the actually prevailing incompetence and ignorance.“¹⁰⁹

Aber selbst ein scharfer Analytiker wie Niehans kommt am Ende eines durchweg theoretischen Werkes zu folgendem Schluss:

„Die Wirtschaftswissenschaft darf jedoch nicht der Illusion verfallen, daß die Zentralbankpolitik je zu einer Wissenschaft wird. Professorale Kritiker gehen gern mit den Zentralbankiers ins Gericht, weil ihnen eine voll ausgearbeitete Lehre der Geldpolitik, gestützt auf nachprüfbar – und vielleicht sogar nachgeprüfte – Hypothesen fehle. Diese Kritiker betrachten die Zentralbankiers fälschlicherweise als das, was sie selbst sind, nämlich Lehrer und Intellektuelle. In Tat und Wahrheit ist ein guter Zentralbankier ein Mann der Tat und ein Politiker, für den sogar Zweideutigkeit und Inkonsistenz hin und wieder zweckdienlich sein können. Sein Tätigkeitsfeld ist der ewig sich wandelnde Strom der

¹⁰⁷ Bordo, Michael and Filardo, Andrew (2005), Deflation in a Historical Perspective, BIS Working Papers No. 186, November.

Dazu auch: Borio, Claudio and Filardo, Andrew (2004), Back to the future? Assessing the deflation record, BIS Working Papers No. 152, March.

¹⁰⁸ So der Titel des Buches: Hawtrey, Ralph (1962), The Art of Central Banking, second edition, London.

¹⁰⁹ Brunner, Karl (1981), The Art of Central Banking, in: Göppl, H. und Henn, R. (Hrsg.), Geld, Banken und Versicherungen, Band 1, Athenäum, Königstein.

Wirtschaftsgeschichte, in dem jeder Tag neue Probleme stellen kann, die neue Lösungen erfordern. Er wird die Wirtschaftswissenschaft einsetzen wie ein Heerführer die Militärwissenschaften gebraucht, nämlich als eine Sammlung von Informationen und Erkenntnissen, die, obgleich oft nützlich und mitunter unentbehrlich, niemals ein Rezept für den Sieg liefern können. In der Tat wäre ein solches Rezept eine *contradictio in adjecto*, denn wenn seine Anwendung einmal von jedermann erwartet wird, hört es auf, wirksam zu sein. In der Geldpolitik wie auf dem Gefechtsfeld zählt das Unerwartete am meisten. Diese Abhandlung mag deshalb auf einer Note der Bescheidenheit enden: Wie weit die Geldtheorie auch fortschreiten mag, die Zentralbankpolitik wird wahrscheinlich eine Kunst bleiben."¹¹⁰

In der Realität findet sich zwar kaum der Terminus „Künstler“ als Kennzeichen von Notenbankern, aber der Ruf nach dem „Praktiker“ kommt dem inhaltlich doch sehr nahe. Wenn damit gemeint ist, bei der Geldpolitik seien theoretische Kenntnisse nicht von zentraler Bedeutung oder gar überflüssig – was Niehans nicht postuliert –, der sei an die berühmte Passage in Keynes' Hauptwerk erinnert. Danach sind Praktiker, die sich frei von intellektuellen Einflüssen fühlen, im Allgemeinen die Sklaven eines verstorbenen Ökonomen: „Madmen in authority, who hear voices in the air, are distilling their frenzy from some academic scribbler of a few years back.“¹¹¹

Ohne auf die Frage einzugehen, ob solche Phänomene der Vergangenheit angehören, machen diese Übertreibungen eines deutlich: Wenn Geldpolitik nicht auf strikten Regeln basiert, bleibt ein je nach Strategie mehr oder weniger großer Spielraum – mit der Folge, dass Personen in der Notenbank insbesondere an deren Spitze eine Rolle spielen.

Damit verbunden sind folgende Aspekte:

Notenbanker fallen nicht vom Himmel; sie müssen nach einem bestimmten *Procedere* ernannt werden. In den Demokratien von heute ist dies die Regierung oder das Parlament – einzeln oder im Zusammenwirken. Damit behält „die Politik“ immer über die Ernennung einen entscheidenden Einfluss auf die Geldpolitik. Die Reichweite dieses Einflusses hängt wesentlich von der Gestaltung des Kontraktes mit den Notenbankern ab. Lange Amtsdauer und Sicherung der persönlichen Unabhängigkeit durch Schutz vor Abberufung führen dazu, dass keine (direkten) politischen Abhängigkeiten nach der Ernennung bestehen.

Genießt die Notenbank eine hohe Reputation in der Öffentlichkeit und herrscht im Gremium eine Stabilitätskultur, kann sich das Verhalten ganz anders entwickeln, als sich der „politische Entsender“ das vorgestellt hat. Man kann in Anlehnung an Thomas Becket, der als Erzbischof von Canterbury –

¹¹⁰ Niehans, Jörg (1980), *Theorie des Geldes: Synthese der monetären Mikro- und Makroökonomik*, Bern, Stuttgart, Haupt Verlag.

¹¹¹ Keynes, John M. (1953), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, A Harvest/HBJ Book, London.

von ihm vorgewarnt – sich zum Gegner König Heinrichs II. entwickelt hat, vom Becket Effekt sprechen.¹¹²

Rogoff legt dar, wie die Ernennung eines „konservativen“ Notenbankers geeignet ist, die Erwartungen zu stabilisieren und die Falle der Zeitinkonsistenz zu überwinden.¹¹³ Generell hängt das Verhalten von Notenbankern von den Charaktereigenschaften der betreffenden Personen ab. Vertrauen spielt in Fragen des Geldes und der Notenbankpolitik eine große Rolle. Dieses Vertrauen kann die Notenbank nur in einem langen Prozess erwerben, in dem sie die Hoffnungen der Öffentlichkeit auf stabiles Geld erfüllt.¹¹⁴ Gute Geldpolitik entsteht im Zusammenwirken des Status der Notenbank mit den geeigneten Personen. „Es ist nicht nur so, dass die Konstruktion von Institutionen wichtige persönliche Entscheidungen nötig macht: das Funktionieren auch der besten Institutionen [...] hängt stets in beträchtlichem Ausmaß von den Personen ab, die im Rahmen dieser Institutionen arbeiten. Institutionen sind wie Festungen; sie müssen wohl geplant und wohlbesetzt sein.“¹¹⁵

Die Konzentration auf die Person an der Spitze der Notenbank – wie sie etwa mit „die Greenspan-Fed“ zum Ausdruck kommt –, vernachlässigt die Tatsache, dass inzwischen geldpolitische Entscheidungen überwiegend nicht von einer Person, sondern von Komitees getroffen werden. Diese Struktur wirft wiederum neue Fragen auf, die kurz angeschnitten werden sollen.

Eine umfangreiche Literatur kommt überwiegend zum Ergebnis, dass die Komitee-Struktur der Ein-Personen-Situation überlegen ist. Der wichtigste Grund für dieses Ergebnis liegt in der Breite des Spektrums der Meinungen und des Diskussionsprozesses in Gremien, die am Ende zu besseren Ergebnissen führen als im Falle eines einzelnen Entscheidungsträgers.¹¹⁶ Es liegt auf der Hand, dass es wesentlich an der Struktur und der Organisation liegt, inwieweit diese Vorteile eines Gremiums im Vergleich zur „Ein-Personen-Entscheidung“ auch realisiert werden können. Nur in einem offenen Diskussionsprozess kommen verschiedene Ansichten zum Tragen, haben die besseren Argumente eine Chance sich durchzusetzen.¹¹⁷ Die inhaltliche Qualität der Diskussion hängt zudem von der Güte der Vorbereitung der Sitzungen und ihrer Organisation ab; dabei fällt dem Vorsitzenden eine besonders

¹¹² Siehe: Issing, Otmar (1993), Central Bank Independence and Monetary Stability, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper 89, London.

¹¹³ Rogoff, Kenneth (1985), The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, November.

¹¹⁴ Issing, Otmar (2002), Should We Have Faith in Central Banks?, Institute of Economic Affairs, London.

¹¹⁵ Popper, Karl R. (1957), Der Zauber Platons, A. Francke, Bern.

¹¹⁶ Siehe z. B. Mihov, I, Sibert, Anne (2006), Credibility and Flexibility with Independent Monetary Policy Committees, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 38, No. 1, February.

¹¹⁷ Über zwei „Labor-Experimente“, die im Wesentlichen die theoretischen Überlegungen bestätigen, berichten: Blinder, A. S., and Morgan, J. (2000), Are Two Heads Better Than One: An Experimental Analysis of Group vs. Individual Decision Making, NBER Working Paper, No. 7909, September.

Siehe auch: King, Mervyn (2002).

wichtige Rolle zu. Das Gremium sollte ferner nicht zu klein sein, um ein breites Spektrum von Meinungen abzudecken, aber auch nicht zu groß, da sonst der Diskussionsprozess nicht mehr effizient verlaufen kann.¹¹⁸ Schließlich verbinden zahlreiche Arbeiten die Diskussion und Entscheidung im Komitee mit der Transparenz gegenüber der Öffentlichkeit.

Der Nachteil der Komitee-Struktur wird häufig in der mit dem Diskussionsprozess verbundenen „Trägheit“ beim Entscheiden gesehen. Dieses Argument ist aber nur auf den ersten Blick eindeutig, scheint doch eine Einzelperson grundsätzlich rascher entscheiden zu können als ein Gremium. Bei näherer Betrachtung fällt das Urteil jedoch allenfalls ambivalent aus. Zum einen ist keineswegs ausgemacht, dass die eine Person – nicht zuletzt wegen der großen Verantwortung – gerade in schwierigen Situationen nicht sogar länger zaudert zu entscheiden. Zum anderen bezieht sich die Kritik am „zögerlichen“ Entscheiden von Komitees häufig gerade auf unübersichtliche Situationen, in denen die Beurteilung der Situation und der notwendigen Entscheidung alles andere als klar und einfach ist. „Zögern“, wenn dies sorgfältiges Abwägen aller Argumente bedeutet, kann dann durchaus von Vorteil sein, während „Schnelligkeit“ eher das Risiko einer Fehlentscheidung befördert.

Ein wichtiger Aspekt scheint in der Diskussion „Einzelperson versus Komitee“ zu kurz zu kommen. Notenbankler werden im Allgemeinen in einem politischen Prozess ernannt. Rein politisch motivierte, aus der Sicht der Gesellschaft im Ganzen und einer guten Geldpolitik also problematische Ernennungen, sind logischerweise im Falle einer Einzelperson von größerer Tragweite als bei der Ernennung eines von mehreren Komitee-Mitgliedern. Ein Mitglied im Komitee ist zudem einem Gruppendruck, Teamgeist ausgesetzt, oder wie immer man das Selbstverständnis des Gremiums nennen mag. Man kann normalerweise davon ausgehen, dass dieses Selbstverständnis mit dem Mandat der Notenbank übereinstimmt. Ein Mitglied, das neu zum Gremium stößt, mag unter dem Einfluss der Diskussion sogar seine ursprünglich abweisende Position ändern und im Sinne des Becket Effekts auf die „Notenbanklinie“ einschwenken.

In der wissenschaftlichen Debatte wird ein wichtiger Aspekt kaum beachtet, nämlich der Zusammenhang zwischen Komitee-Struktur und Vertraulichkeit. Die Vorteile des Komitees liegen vor allem in der Möglichkeit, unterschiedliche Auffassungen zu diskutieren, die eigene Meinung dem Test der Kritik durch die Anderen auszusetzen. Dieser Vorteil kommt freilich nur zum Tragen, wenn der Rat – oder eine andere Bezeichnung der Gruppe –, auch einen offenen Meinungs austausch führt. Dazu gehört auch die Möglichkeit der Provokation durch ungewöhnliche Meinungen.

Zu diesem offenen Diskurs wird es jedoch nur kommen, wenn die Mitglieder sich auf die Vertraulichkeit verlassen können. Werden etwa später Aufzeichnungen der Sitzungen veröffentlicht, ist mit

¹¹⁸ Siehe etwa Sibert, Anne (2006), Central Banking by Committee, CEPR Discussion Paper Series, No. 5626, April.

weitgehend vorgefertigten Statements zu rechnen. Es kann daher nicht überraschen, wenn der frühere Gouverneur Larry Meyer in seinem Buch „A Term at the Fed“ beklagt, dass im Federal Open Market Committee (FOMC) der Fed vorwiegend präparierte Texte vorgetragen werden und es kaum zu einer spontanen Diskussion kommt.

Kann man einfach unterstellen, das Abstimmungsverhalten einer Person sei völlig unabhängig vom Wissen um die nachfolgende Veröffentlichung? Könnte es nicht sogar sein, dass eine Person gerade deshalb so und nicht anders abstimmt, weil sie weiß, dass dies anschließend bekannt wird? Dabei mögen ganz unterschiedliche Motive eine Rolle spielen (Notenbanker sind auch nur Menschen). Profilierungssucht, um aus der „Masse“ hervorstechen; Konformität, weil man nicht als Außenseiter dastehen will? Besondere Konstellationen können die Komplexität dieser möglichen Rückkoppelung weiter erhöhen. Nur ein Beispiel: Könnte nicht der Vorsitzende der Gefahr, überstimmt zu werden, dadurch begegnen, dass er sich (gegen seine eigentliche Überzeugung) auf die Seite der absehbaren Mehrheit schlägt? Wird er aber überstimmt, stehen spätere Sitzungen in der Öffentlichkeit nicht zuletzt auch im Banne der Erwartung, ob sich diese Konstellation wiederholt oder nicht. Könnte es im Extremfall nicht Motive geben, einen unliebsamen Vorsitzenden auf diese Weise aus dem Amte zu drängen?

Transparenz, Kommunikation, Rechenschaftspflicht

Es versteht sich in einer demokratischen Gesellschaft heute von selbst, dass gerade eine unabhängige Notenbank ihre Entscheidungen vor der Öffentlichkeit und gegebenenfalls vor den zuständigen parlamentarischen Gremien begründen muss. Die Zeiten sind glücklicherweise längst vorbei, wo der führende Repräsentant einer Notenbank, nämlich der Deputy Governor der Bank von England Sir Ernst Harvey, im Jahre 1928 auf eine entsprechende Frage von J. M. Keynes vor dem McMillan Committee erklären konnte: „Soweit es um Kritik geht, fürchte ich, obgleich das Komitee nicht zustimmen mag, gestehen wir nicht zu, es gäbe eine Notwendigkeit der Verteidigung. Uns zu verteidigen wäre in etwa so, als ob es eine Lady notwendig hätte, ihre Tugend zu verteidigen.“¹¹⁹

Heutzutage sind Unabhängigkeit, Rechenschaftspflicht und Transparenz untrennbar miteinander verbunden. Was aber ist mit Transparenz konkret gemeint? Wer allein schon die Frage stellt, setzt sich heutzutage dem Verdacht aus, er plädiere für Geheimnistuerei, hinter der sich dunkle Machenschaften verbergen könnten. Ein, allerdings eindrucksvolles Beispiel für den heute geforderten Standard der Transparenz möge genügen. So erfuhr die amerikanische Öffentlichkeit durch die New York Times, dass sich ihr Präsident im Regelfall von 9.00 – 17.00 Uhr im Büro aufhält, mit 2 Stunden Pause dazwischen um zu joggen, und durchschnittlich 15 Minuten benötigt, um ein Todesurteil zu überprüfen (FAZ vom

¹¹⁹ Quelle: Committee on Finance and Industry; London 1931, p. 31.

30-12-05 – Titelseite). Für diese Information benötigte die Zeitung nicht nach Watergate anmutende Recherchen, es genügte eine simple Anfrage nach dem Freedom of Information Act.

Transparenz wird mehr und mehr verstanden als die Pflicht zur vollständigen, grenzenlosen Offenlegung jeglicher Information. Nicht von ungefähr werden zunehmend Rankings aufgestellt, in denen eine Notenbank umso mehr an die Spitze der Tabelle rückt, je mehr Informationen sie über ihre Analysen, den Entscheidungsprozess etc. bekannt gibt.¹²⁰

Jede Selektion von Informationen, jedwedes Zurückhalten von Wissen – oder auch Nicht-Wissen – welcher Art auch immer wäre in dieser Sicht eine Verletzung des Prinzips der Transparenz und damit letztlich ein Verstoß gegen die Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit.

Versteht man die Verpflichtung zu Kommunikation und Transparenz in diesem rechtlich-politischen Sinne, ist das Ausmaß der Informationsvermittlung im Extrem ausschließlich „nachfragedeterminiert“. Die Öffentlichkeit bestimmt den Umfang der Auskunftspflicht, die Notenbank hat kein Recht, die „Angebotsseite“ zu beschränken. Schon jeder Versuch in diese Richtung verletzt eine gegenüber der Gesellschaft am Ende einklagbare Verpflichtung und wäre damit sogar strafbar.

Konsequent weiter gedacht muss dieses Verständnis einer „gläsernen Notenbank“ in regelmäßigen Fernsehübertragungen von Sitzungen der Entscheidungsgremien enden. Man verfallt hier nicht auf das naheliegende Argument, dann fänden eben Absprachen und Vorabstimmungen außerhalb der öffentlichen Sitzungen statt. Bleibt das Postulat vollständiger Transparenz unangetastet, dann geht es hier nur um die Frage der Durchsetzbarkeit, und nicht um das Hinnehmen eines ausweichenden Verhaltens, das auf einen Verstoß gegen eine rechtliche Verpflichtung hinausläuft und daher keinesfalls toleriert werden könnte.

Je weiter man das Postulat nach schrankenloser Informationspflicht bis an sein logisches Ende verfolgt, desto fragwürdiger wird seine Grundlage, desto gravierender werden die Einwände. Kann die Fernsehkamera alleine alle relevanten Informationen über den Entscheidungsprozess liefern? Müsste man nicht auch wissen, warum das eine Mitglied so, das andere anders abgestimmt hat? Liegt es etwa an der unterschiedlichen wissenschaftlichen Ausrichtung, „keynesianische versus monetaristische Orientierung“, oder vielleicht nur an unterschiedlich intensiver Vorbereitung auf die Sitzung? Müssten dann nicht auch vorbereitende Sitzungen der Entscheidungsträger mit ihrem Stab öffentlich übertragen werden? Und ebenso die Vorbereitungen dieser vorbereitenden Sitzungen? Wo soll dieser Rekurs enden? Das Bemühen um vollständige Offenlegung des geldpolitischen Entscheidungsprozesses stößt damit rasch an die Grenze der Praktikabilität.

¹²⁰ Siehe z.B. Eijffinger, Sylvester C. W. and Geraats, Petra M. (2005), How Transparent Are Central Banks?, European Journal of Political Economy, Vol. 22, pp. 1-21.

Einfach, jedenfalls auf den ersten Blick, scheint dagegen der Fall bei der Veröffentlichung von Fakten und Daten zu liegen. Aber selbst hier kann mit Transparenz kaum die Anforderung gemeint sein, alles und jedes sofort zu veröffentlichen. Dem steht einmal die Flut an Informationen entgegen, die den Kanal der Kommunikation zu verstopfen und den Empfänger zu überfordern droht. In strikter Auslegung des umfassenden Prinzips der informativen Rechenschaftspflicht könnte ein Akteur – gewiss keine rein hypothetische Überlegung – die Kommunikation als Mittel zur gezielten Informationsüberflutung einsetzen, um hinter einem Schleier geplanter Verwirrung im Grunde unbeobachtet und diskretionär agieren zu können. Wohlgemerkt, hier ist die Rede nur von Überflutung mit korrekten Informationen.

Bei den Daten selbst bietet sich ein breites Spektrum zwischen kurzfristiger Verfügbarkeit und Anfälligkeit für Revisionen sowie zwischen Häufigkeit und Zuverlässigkeit usw. Im Kern sprechen Daten oft nicht für sich selbst, sie verändern ihren Informationsgehalt für den Empfänger mit der Art der Kommunikation durch den Sender. Selbst wenn eine Notenbank wollte, könnte sie sich daher dem Zwang zur Auswahl von Informationen, deren Relativierung und Kommentierung nicht entziehen. Diese Konsequenz befreit sie freilich nicht von der Pflicht, diesen Prozess so transparent wie möglich zu gestalten.

Es geht nicht darum, das Gebot der Transparenz in einer Karikatur enden zu lassen – etwa gar mit der erkennbaren Absicht, Willkür bei der Beschränkung von Informationen zu rechtfertigen. Öffentliche Institutionen sind in einer Demokratie nicht nur zur Rechenschaft über ihr Tun verpflichtet, sie schulden zu diesem Zweck auch Transparenz über ihr Handeln. Dies gilt nicht zuletzt für eine Notenbank, der der Gesetzgeber umfassende Unabhängigkeit verliehen hat, und die damit nicht einmal indirekt in Wahlen zur Verantwortung gezogen werden kann. Gleichwohl kann ein Diskurs über das Transparenzgebot nicht der Frage ausweichen, was darunter konkret zu verstehen ist.

Das Verlangen nach vollständiger, uneingeschränkter Transparenz stößt zunächst instinktiv auf Zustimmung, jeder Zweifel auf emotionalen Widerstand. Deshalb ist zu begründen, warum das Gebot unbegrenzter, quasi automatischer Transparenz in Theorie und Praxis auf unüberwindbare Schranken stößt. Aus Einigkeit über diesen Schluss folgt Übereinstimmung in der Folgerung: Das Prinzip der Transparenz bedarf der Interpretation.

Kommunikation, Effizienz und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik

Transparenz der Notenbank äußert sich in entsprechender Kommunikation. Für die Geldpolitik hat die Kommunikation drei Aufgaben zu erfüllen:

1. Glaubwürdigkeit
2. Effizienz

3. Rechenschaftspflicht¹²¹

Die Notenbank kann nur den kurzfristigen Zins kontrollieren. Die langfristigen Zinsen werden (im Wesentlichen) bestimmt durch die Erwartungen über Inflation und Geldpolitik. Die Steuerung der Erwartungen ist daher die wichtigste Aufgabe der geldpolitischen Kommunikation.¹²² Erfolgreiche Kommunikation beeinflusst die Zinsentwicklung am Markt im Sinne der Notenbank und erhöht damit die Effizienz der Geldpolitik.

Dabei sind zwei Dimensionen zu unterscheiden.¹²³ Zum einen geht es um mögliche „Signale“ über geldpolitische Absichten auf der nächsten Sitzung des Entscheidungsgremiums. Zum anderen geht es um die strategische Ausrichtung der Geldpolitik.

Da Geldpolitik mit großer Zeitverzögerung wirkt, kann die strategische Ausrichtung nur in einem längeren Zeithorizont gelten. Die Geldpolitik muss daher einerseits kurzfristig möglichst vorhersehbar und gleichzeitig mittel- und langfristig glaubwürdig und berechenbar sein. Die Kunst der Kommunikation liegt darin, aktuelle Hinweise mit der strategischen Ausrichtung der Geldpolitik überzeugend zu verbinden.

Einer Notenbank muss daran gelegen sein, den ohnehin vorhandenen Grad an Unsicherheit nicht noch zu erhöhen. In diesem Bestreben trifft sie auf den immer stärker werdenden Wunsch nach eindeutiger Vorankündigung der Geldpolitik. Das Interesse fixiert sich geradezu auf die Suche nach Codewörtern. Solche „Schlüsselwörter“ lassen sich rasch identifizieren und bei den Aktivitäten am Markt entsprechend berücksichtigen. Sie können helfen, Fehldispositionen zu vermeiden und damit die Volatilität der Zinsen zu verringern. Eine Fehleinschätzung der bevorstehenden geldpolitischen Entscheidung kann den Akteuren teuer zu stehen kommen. Was liegt dann näher, als die Notenbank und ihre mangelhafte Kommunikation verantwortlich zu machen? Die schärfste, mit größter Lautstärke vorgetragene Kritik kommt in solchen Fällen folglich nicht von ungefähr von den Akteuren auf den Finanzmärkten. Notenbanken sind daher der Versuchung ausgesetzt, ihre Kommunikation vorrangig an deren Interessen auszurichten – und setzen sich damit der Gefahr aus, in das Schlepptau der Finanzmärkte zu geraten.¹²⁴ Diese Gefahr ist umso größer, als in einem entsprechenden Umfeld die

¹²¹ Blinder, Alan, Ehrmann, Michael, Fratzscher, Marcel, de Haan, Jakob, Jansen, D.-J. (2008), Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence, *Journal of Economic Literature*, Vol. 46 (4).

¹²² Woodford, Michael (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton.

¹²³ Issing, Otmar (2005), Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First-Century, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 87 (2), March/April, pp. 65-83.

¹²⁴ „Following the markets too closely ... may lead the central bank to inherit precisely the short term horizon that central bank independence is meant to prevent. There is no more reason for central bankers to take their marching orders from bank traders than to take their orders from politicians.“ Blinder, Alan S. (1998), *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press, Cambridge Mass.

Marktteilnehmer selbst Erwartungen schaffen können, die von der Notenbank dann quasi zu erfüllen wären.

Die Notenbank wappnet sich gegen diese Gefahr am besten durch die Konsistenz zwischen der eher auf kurze Sicht angelegten Vorbereitung der Märkte im Vorfeld geldpolitischer Entscheidungen und der Einbettung der gesamten Kommunikation sowie einzelner Entscheidungen in die strategische Ausrichtung der Geldpolitik.

Forward Guidance – Revolution der Kommunikation?

Mit dem Erreichen der Null-Zins-Grenze (von „oben“) ist der Spielraum der Zinspolitik prinzipiell erschöpft. Für die Einschätzung der Geldpolitik spielt es daher eine große Rolle, wie lange die Notenbank an den Null-Zinsen festhalten wird. In diesem Zusammenhang haben die Notenbanken „Forward Guidance“ als Instrument entwickelt, um zu kommunizieren, dass und gegebenenfalls wie lange die Notenbanken auch nach der konjunkturellen Erholung an den niedrigen Zinsen festhalten werden.¹²⁵

Die amerikanische Notenbankpräsidentin Yellen hat in diesem Zusammenhang von einer „Revolution“ im langen Prozess der stetigen Entwicklung der Kommunikation der Notenbanken gesprochen.¹²⁶ Längst bedienen sich die wichtigsten Notenbanken dieses Instruments. Dabei existieren Unterschiede in dessen Ausgestaltung.¹²⁷

1. *Rein qualitatives Forward Guidance.* Dieser Ansatz bleibt rein qualitativ in seiner Kommunikation, gibt also weder einen genauen Zeitpunkt für das Ende der Niedrigzinspolitik noch quantitative Voraussetzungen für die wirtschaftliche Entwicklung an. Ein typisches Beispiel ist die Ankündigung der Fed von 2003: „That policy accommodation can be maintained for a considerable period of time“.
2. *Qualitatives Forward Guidance mit einer Erklärung („narrative“),* unter welchen Bedingungen die gegenwärtige Politik weitergeführt wird. Dies ist die von der EZB bevorzugte Variante.
3. *Kalender-basierte Forward Guidance.* Diese Form wählte z.B. die Fed am 9. August 2011, als sie die Worte „for some time“ und „an extended period of time“ ersetzte durch „at least through mid-2013“.

¹²⁵ Für einen Überblick: Issing, Otmar (2014), Forward Guidance: A New Challenge for Central Banks, SAFE, White Paper Series No. 16, CFS, Frankfurt.

¹²⁶ Yellen, Janet L. (2012), Revolution and Evolution in Central Bank Communication, Speech at the Haas School of Business, University of California, Berkeley, November 13.

¹²⁷ ECB (2014), The ECB's forward guidance, Monthly Bulletin, April.

4. *Numerische Bedingungen für künftige Änderungen in der Geldpolitik.* Ein Beispiel liefert die Erklärung der Fed vom Dezember 2011: „...at least as long as the unemployment rate remains above 6½ per cent, inflation between one and two years ahead is projected to be no more than a half point above the Committee’s 2 per cent longer run goal, and longer-term inflation expectations continue to be well anchored“. Einen ähnlichen Ansatz verfolgte die Bank of England.

Im Gefolge der großen Rezession im Anschluss an die Finanzmarktkrise waren die Märkte und die Öffentlichkeit mit erhöhter Unsicherheit konfrontiert, nicht zuletzt über die künftige Geldpolitik. Der Forward Guidance als neues Instrument der Kommunikation war die Aufgabe zugeordnet, diese Unsicherheit zu verringern. Mit der Ankündigung, die Zinsen länger als (sonst) erwartet niedrig zu halten, sollten Anleger motiviert werden, ihr Portfolio längerfristig auszurichten. Der davon ausgehende Druck auf die langfristigen Zinsen soll eine expansive Wirkung auf die Wirtschaft auslösen. Ob dieser Effekt tatsächlich eintritt, hängt von verschiedenen Faktoren ab.

Die Ankündigung eines Enddatums oder einer quantitativen Bedingung – etwa der Arbeitslosenquote – basiert auf einem Modell, auf das die Notenbank ihre Politik stützt. Auf die damit verbundenen Unsicherheiten wurde bereits hingewiesen, ebenso auf die Schwierigkeiten, den realen Gleichgewichtszins empirisch zu bestimmen. Unter diesen Umständen erscheint die Ankündigung eines Pfades für die künftigen Notenbankzinsen problematisch.

Als schlichtweg unpraktisch hat sich die Bindung an eine bestimmte Arbeitslosenquote erwiesen. Die entsprechenden Daten weisen nicht nur einen erheblichen „time lag“ zur allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung auf und werden häufig revidiert, sie sind auch von Faktoren wie der Partizipationsrate beeinflusst, die den Informationsgehalt der Quote erheblich verzerren könne.

Die Hauptproblematik des Forward Guidance liegt aber darin begründet, dass die Notenbank selbst in ihrer Analyse und Politik großer Unsicherheit ausgesetzt ist. Damit unterliegt die Notenbank demselben Problem der Zinsinkonsistenz, das sie mit Hilfe der Forward Guidance überwinden will. Wenn die Notenbank ankündigt, die Zinsen auf sehr lange Sicht niedrig zu halten, sich die Situation aber unter dem Einfluss neuer Schocks unerwartet ändert, dann ist sie mit dem Dilemma konfrontiert, an ihrer Ankündigung festzuhalten oder die Erwartungen der Märkte zu enttäuschen. Dies gilt vor allem dann, wenn sie sich quantitativer Methoden der Forward Guidance bedient. Diese haben sich nicht zuletzt deshalb diskreditiert. In rein qualitativer Form lassen sich die Bedingungen wesentlich vorsichtiger formulieren.

Forward Guidance in Zeiten von Null-Zinsen ist zunächst umso erfolgreicher, je stärker sie Investoren zum Umschichten in längerfristige Anlagen bewegt. Damit steigt aber für die Anleger das Risiko von Vermögensverlusten im Falle des Zinsanstiegs. Beurteilt die Notenbank den Finanzsektor als nicht

robust genug, um solche Kursverluste zu verkraften, liegt die Versuchung nahe, den Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik zu verzögern. Es ist höchst fraglich, ob damit die Probleme nicht nur aufgeschoben, sondern am Ende noch größer werden. Nicht auszuschließen, dass es dann auch schwieriger wird, einen möglichen Inflationsprozess rechtzeitig zu bremsen.

Kommunikation – Instrument und Empfänger

Die Notenbanken bedienen sich heute einer Vielzahl von Instrumenten der Kommunikation.¹²⁸ Diese reichen von Pressekonferenzen, Protokollen, Veröffentlichung von Prognosen, Reden und Interviews, Forschungspapieren, Berichten und Statistiken aller Art bis zu Konferenzen. Spezielle Programme, etwa für Besucher, sind an die breite Öffentlichkeit gerichtet. Immer stärker versuchen Notenbanken auch die jüngeren Generationen mit der Institution und ihrer Politik vertraut zu machen. Kommunikation über das Fernsehen, soweit überhaupt möglich, erreicht kaum ein breiteres Publikum. Inwieweit sich die Notenbanken erfolgreich der digitalen Instrumente bedienen können, muss sich noch herausstellen.

Notenbanken sind im besonderen Maße mit dem Problem einer äußerst differenzierten „Empfängerseite“ konfrontiert. Diese umfasst die Wissenschaft, Spezialisten im Finanzsektor, die allgemeine Politik, die Medien in ihrer Vielfalt und schließlich die breite Öffentlichkeit. Verhaltenswissenschaftler wie Kahnemann haben dargelegt, wie begrenzt und anfällig für Missverständnisse die Aufnahmefähigkeit für übermittelte Kommunikation ist.¹²⁹ Das erfordert nicht nur Klarheit in der Kommunikation, sondern auch sozusagen „maßgeschneiderte Botschaften“ für jedes Segment im Spektrum der Empfänger. Am Ende bleibt entscheidend die erfolgreiche Konzentration auf das Mandat. Vertrauen in die Stabilität des Geldes und in die Politik der Notenbank sind und bleiben die Basis für erfolgreiche Kommunikation.

Stabiles Geld – ein hoffnungsloser Fall?

Wollte man eine Geschichte der Währungspolitik schreiben, müsste man letztlich bis Aristoteles zurückgehen und ganze Bibliotheken durchforsten. Ausgangspunkt in dieser im Anspruch sehr viel bescheideneren Arbeit war Hayeks Abrechnung mit den Vorstellungen anderer Autoren und Systemen sowie sein radikaler Vorschlag des Währungswettbewerbs. Kann dieser nicht den Kriterien genügen, die er selbst bei der Analyse anderer Beiträge anlegt, scheint ein ernüchterndes Fazit unausweichlich: Um die Stabilität des Geldes ist es in dieser Welt schlecht bestellt. Dies gilt – alles andere als

¹²⁸ Siehe Issing (2005), Communication Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First-Century, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, March/April.

¹²⁹ Kahnemann, Daniel (2003), Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics, American Economic Review 93 (5), December.

überraschend – in erster Linie für den Papiergeldstandard, in dem eine „natürliche Bremse“ für die Geldproduktion fehlt und die Herstellungskosten vernachlässigbar niedrig sind.

So kann es auch nicht verwundern, dass schon das erste größere Experiment mit Papiergeld in China im Sumpf der Inflation endete.¹³⁰ Die Diskussion um die Vorteile und Gefahren des Papiergeldes während der Song-Dynastie weist erstaunlich moderne Züge auf, oder anders formuliert, belegt die intrinsische Problematik stoffwertlosen Geldes.¹³¹ So gab es eine Phase, in der das schlechte (Papier-) Geld das Gute (Münzen) aus dem Verkehr drängte, eine frühe Erkenntnis von Gresham's Law aus dem 16. Jahrhundert. Auch der quantitätstheoretische Zusammenhang zwischen der Geldmenge und der Preisentwicklung blieb den Beobachtern nicht verborgen. Immerhin plagte die Hauptverantwortlichen ein schlechtes Gewissen. Vom Kaiser Xiaozong wird gesagt, er habe nach der Ausgabe von „huizi“, eine neue Variante des Papiergeldes, zehn schlaflose Jahre verbracht. Im Jahre 1166 praktizierte er eine überzeugende Form der Geldvernichtung indem er Papiergeld zurückkaufte und verbrennen ließ. Das blieb aber eine Episode. Die Versuchung, mehr und mehr Geld zu drucken, blieb übermächtig. Und was soll man zu dieser Beobachtung sagen? „The ruinous effects on the Song national economy could no longer be ignored. But it was easier to print more money notes than to reform the monetary system.“¹³² 1264 war der Spuk zu Ende, das ganze Papiergeldsystem kollabierte.

In seiner Nostalgie für den Goldstandard verkennt Hayek, dass weder die Abwesenheit der Schwäche demokratischer Systeme noch der ausschließlich auf Metall begründete Geldumlauf hinreichenden Schutz vor der Verschlechterung des Geldwerts garantierte.¹³³

Noch anfälliger für staatliche Manipulierung ist die Goldkernwährung, in der das Verhältnis Gold zur Geldeinheit prinzipiell jederzeit geändert werden kann. Insoweit hat sich die Goldwährung als

¹³⁰ Siehe: H. Schmidt-Glintzer (2012), Die Geschichte vom „Fliegenden Geld“. Von der Festigkeit der Währung in China, in: Braunschweigische Wissenschaftliche Gesellschaft, Jahrbuch 2011, Braunschweig, S. 73ff. Der Autor weist die Vorstellung zurück, man hätte in China schon vor 2500 Jahren Geld gedruckt. Das erste wirkliche Papiergeld wurde vor rund 1000 Jahren in der Hauptstadt der Provinz Sichuan ausgegeben.

¹³¹ Zum Folgenden siehe: Kuhn, Dieter (2009), The Age of Confucian Rule, Cambridge, Mass., S. 238 ff.

¹³² Kuhn, a.a.O., S. 241.

¹³³ Es lohnt sich, den Verweis bei Adam Smith im Ganzen zu lesen. Smith, Adam (1776), Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, Vol. I, p. 33.

“For in every country of the world, I believe, the avarice and injustice of princes and sovereign states, abusing the confidence of their subjects, have by degrees diminished the real quantity of metal, which had been originally contained in their coins. The Roman As, in the latter ages of the Republic, was reduced to the twenty fourth part of its original value, and, instead of weighing a pound, came to weigh only half an ounce. The English pound and penny contain at present about a third only; the Scots pound and penny about a thirty-sixth; and the French pound and penny about a sixty-sixth part of their original value. By means of those operations the princes and sovereign states which performed them were enabled, in appearance, to pay their debts and to fulfil their engagements with a smaller quantity of silver than would otherwise have been requisite. It was indeed in appearance only; for their creditors were really defrauded of a part of what was due to them. All other debtors in the state were allowed the same privilege, and might pay with the same nominal sum of the new and debased coin whatever they had borrowed in the old. Such operations, therefore, have always proved favorable to the debtor, and ruinous to the creditor, and have sometimes produced a greater and more universal revolution in the fortunes of private persons, than could have been occasioned by a very great public calamity.”

„Schönwetterstandard“ erwiesen – im „Notfall“ hat der Staat eingegriffen und die Bedingungen zu Lasten der Stabilität des Goldwertes geändert.

Als Fazit bleibt: Das Schicksal des Geldes liegt in jedem Währungssystem letztlich in der Hand des Staates. Dies gilt auch für Hayeks Vorschlag des Währungswettbewerbs. Die Währungssysteme – nicht zuletzt im internationalen Zusammenhang – unterscheiden sich am Ende „lediglich“ in der Leichtigkeit bzw. Schwierigkeit, den politischen Willen zur Verschlechterung des Geldwertes durchzusetzen. Aus dieser Perspektive bildet die Unabhängigkeit der Notenbank zwar eine Schranke für laufende politische Eingriffe in die Geldpolitik. Es liegt in der Hand der Notenbank, diese de jure Freiheit de facto zu praktizieren. Ein einfaches Gesetz, das der Notenbank die Unabhängigkeit verleiht, kann vergleichsweise leicht, eine Verfassungsgarantie entsprechend schwerer geändert werden.

Die Währungsgeschichte ist von einem Auf und Ab im Ringen um gutes Geld gekennzeichnet. Ein solcher Zyklus dürfte auch der Einstellung zur Unabhängigkeit der Notenbank beschieden sein. Wie könnte es auch anders sein? Die öffentlichen Finanzen (und damit verbunden die Herrschaft über die Geldproduktion) stehen immer im Mittelpunkt der Politik. Das kann kein Anlass zur Resignation sein. Jede Generation muss sich immer wieder neu mit dem Bemühen um stabiles Geld und den Versuchen zur Verschlechterung auseinandersetzen. Camus beschließt sein Buch „Die Pest“ mit dem Dialog der beiden Freunde im Kampf gegen die tödliche Krankheit¹³⁴:

„Oui, approuva Tarrou, je peux comprendre. Mais vos victoires seront toujours provisoires, voilà tout” – Rieux parut s’assombrir. “Toujours, je le sais. Ce n’est pas une raison pour cesser de lutter.”

¹³⁴ Camus, Albert (1947), La Peste, Paris, S. 147.

Literaturverzeichnis

- Akhtar, M. A. and Howe, H. K. (1991), The Political and Institutional Independence of US Monetary Policy, Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review, September.
- Badura., Jürgen und Issing, Otmar, Hrsg. (1980), Geldpolitik, Gustav Fischer, Stuttgart.
- Bagehot, Walter (1873/1999), Lombard Street: A Description of the Money Market, John Wiley and Sons, New York.
- Baltensperger, Ernst (2014), Währungsstabilität als Ausdruck gesellschaftlicher Verantwortung – Zentralbankbildung über Verfassungs- und Gesetzesnormen, in: Bagus, Philipp und Schwarz, Gerhard (Hrsg.),Verlag Neue Zürcher Zeitung, Zürich. Die Entstaatlichung des Geldes.
- Bank for International Settlements (2017), 87th Annual Report, Basel.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2016), 86. Jahresbericht, Basel.
- Barrdear, John and Kumhof, Michael (2016), The Macroeconomics of Central Bank Issued Digital Currencies, Bank of England, Staff Working Paper No 605, July.
- Bech, Marten, and Garratt, Rodney (2017), Central Bank Cryptocurrencies, BIS Quarterly Review, September.
- Blanchard, Olivier, Dell’Ariccia, Giovanni and Mauro, Paolo (2010), Rethinking Macroeconomic Policy, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 42, No. 6, Suppl.
- Blinder, A. S., and Morgan, J. (2000), Are Two Heads Better Than One: An Experimental Analysis of Group vs. Individual Decision Making, NBER Working Paper, No. 7909, September.
- Blinder, Alan S. (1998), Central Banking in Theory and Practice, MIT Press, Cambridge Mass.
- Blinder, Alan, Ehrmann, Michael, Fratzscher, Marcel, de Haan, Jakob, Jansen, D.-J. (2008), Central Bank Communication and Monetary Policy: A Survey of Theory and Evidence, Journal of Economic Literature, Vol. 46 (4).
- Bordo, Michael and Filardo, Andrew (2005), Deflation in a Historical Perspective, BIS Working Papers No. 186, November.
- Bordo, Michael D. and Levin, Andreas T. (2017), Central Bank Digital Currency and the Future of Monetary Policy, NBER Working Paper Series, Working Paper 23711, August.
- Borio, Claudio (2017), Through the Looking Glass, BIS, 22 September.
- Borio, Claudio and Filardo, Andrew (2004), Back to the future? Assessing the deflation record, BIS Working Papers No. 152, March.
- Broadbent, Ben (2016), Central Banks and Digital Currencies, London School of Economics, 2 March.
- Brühl, Volker (2017), Bitcoins, Blockchain und Distributed Ledgers: Funktionsweise, Marktentwicklungen und Zukunftsperspektiven, Wirtschaftsdienst, 2.

Brühl, Volker (2017), Frankfurter Forscher warnt vor Bitcoins als Spekulationsobjekt, Frankfurter Neue Presse, 5. Oktober.

Brunner, Karl (1981), The Art of Central Banking, in: Göppl, H. und Henn, R. (Hrsg.), Geld, Banken und Versicherungen, Band 1, Athenäum, Königstein.

Brunnermeier, Markus K. and Sannikov, Yuliy (2012), Redistributive Monetary Policy, in: Federal Reserve Bank of Kansas City, The Changing Policy Landscape, Kansas City.

Camus, Albert (1947), La Peste, Paris.

Committee on Finance and Industry; London 1931.

Deutsche Bundesbank (2017), Distributed-Ledger-Technologien im Zahlungsverkehr und in der Wertpapierabwicklung: Potenziale und Risiken, Monatsbericht, September.

Deutsche Bundesbank (2017), Zur Entwicklung des natürlichen Zinses, Monatsbericht Oktober.

Dostojewskij, Fjodor (1999), Aufzeichnungen aus einem Totenhouse, Reclams Universal-Bibliothek, Stuttgart.

Draghi, Mario (2017), The Interaction between Monetary Policy and Financial Stability in the Euro Area, Keynote speech at the First Conference on Financial Stability, Madrid, 24 May.

ECB (2001), Issues related to monetary policy rules, Monthly Bulletin, October.

ECB (2014), The ECB's Forward Guidance, Monthly Bulletin, April.

Eijffinger, Sylvester C. W. and De Haan, Jakob (1996), The Political Economy of Central-Bank Independence, Special Papers in International Economics No. 19, Princeton.

Eijffinger, Sylvester C. W. and Geraats, Petra M. (2005), How Transparent Are Central Banks?, European Journal of Political Economy, Vol. 22, pp. 1-21.

Eucken, Walter (1955), Grundsätze der Wirtschaftspolitik, 2. Auflage, Mohr/Siebeck.

ForsthoFF, Ernst (1964), Rechtsstaat im Wandel: Verfassungsrechtliche Abhandlungen 1950-1964, Stuttgart.

Friedman, Milton (1951), Commodity-Reserve Currency, Journal of Political Economy, 59 (3).

Friedman, Milton (1959), A Program for Monetary Stability, Fordham University Press, New York.

Friedman, Milton (1962), Should There Be an Independent Monetary Authority?, in: Yeager, Leland B. (ed.), In Search of a Monetary Constitution, Cambridge, Mass.

Friedman, Milton (2002), Kapitalismus und Freiheit, Eichborn Verlag, Frankfurt am Main.

Fullarton, J. (1844), On the Regulation of Currencies, Oxford University Press, Oxford.

Goodhart, Charles (2010), The Changing Roles of Central Banks, BIS Working Paper No. 326, November.

Graham, Benjamin (1937), Storage and Stability, New York, McGraw-Hill.

- Graham, Frank D. (1942), *Social Goods and Economic Institutions*, Princeton University Press, Princeton.
- H. Schmidt-Glintzer (2012), Die Geschichte vom „Fliegenden Geld“. Von der Festigkeit der Währung in China, in: Braunschweigische Wissenschaftliche Gesellschaft, Jahrbuch 2011, Braunschweig.
- Hawtrey, Ralph (1962), *The Art of Central Banking*, Second Edition, London.
- Hayek, F. A. (1924), Das Stabilisierungsproblem der Goldwährungsländer, wiederabgedruckt in Hayek, F.A. (2015), *Geld und Konjunktur, Band I: Frühe und unveröffentlichte Schriften, 1924-1931*, Klausinger, Hansjörg (Hrsg.), Mohr Siebeck, Tübingen.
- Hayek, F. A. (1932), Was der Goldwährung geschehen ist, wiederabgedruckt in, *Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011)*, Bosch, Veit und Veit-Bachmann, Verena (Hrsg.) Mohr Siebeck.
- Hayek, F. A. (1933), Über neutrales Geld, wiederabgedruckt in Hayek, F.A. (2016), *Geld und Konjunktur, Band II: Schriften, 1929-1969*, Klausinger, Hansjörg (Hrsg.), Mohr Siebeck, Tübingen.
- Hayek, F. A. (1937), Monetärer Nationalismus und internationale Stabilität, wiederabgedruckt in: *Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011)*, Bosch, Veit und Veit-Bachmann, Verena (Hrsg.) Mohr Siebeck.
- Hayek, F. A. (1942), *Scientism and the Study of Society*, *Economica* 9 (35).
- Hayek, F. A. (1943), A Commodity Reserve Currency, *Economic Journal*. Wiederabgedruckt als „Warenreservewährung“ in *Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011)*, Bosch, Veit und Veit-Bachmann, Verena (Hrsg.) Mohr Siebeck.
- Hayek, F. A. (1943), Warenreservewährung, in: *Entnationalisierung des Geldes. Schriften zur Währungspolitik und Währungsordnung (2011)*, Bosch, Veit und Veit-Bachmann, Verena (Hrsg.) Mohr Siebeck.
- Hayek, F. A. (1961), Die Theorie komplexer Phänomene, in: F.A. Hayek, *Wirtschaftstheorie und Wissen, Aufsätze zur Erkenntnis- und Wissenschaftstheorie*, Vanberg, Viktor (Hrsg.) (2007), Mohr Siebeck.
- Hayek, F. A. (1971), *Die Verfassung der Freiheit*, Bosch, Veit, Reinhold (Hrsg.), Mohr Siebeck, Tübingen.
- Hayek, F. A. (1974), Die Anmaßung von Wissen, Rede aus Anlass der Verleihung des Nobel-Gedächtnispreises in Wirtschaftswissenschaften, abgedruckt in: F.A. Hayek, *Wirtschaftstheorie und Wissen, Aufsätze zur Erkenntnis- und Wissenschaftstheorie (2007)*, Vanberg, Viktor (Hrsg.), Mohr Siebeck.
- Hayek, F. A. (1976), *Choice in Currency: A Way to Stop Inflation*, London: The Institute of Economic Affairs, Occasional Paper 48.
- Hayek (1978), Zur Bewältigung von Unwissenheit, wiederabgedruckt in: F.A. Hayek, *Wirtschaftstheorie und Wissen, Aufsätze zur Erkenntnis- und Wissenschaftstheorie (2007)*, Vanberg, Viktor (Hrsg.), Mohr Siebeck.

- Hayek, F. A., Dankadresse, in Hoppmann, Erich (1980), Friedrich A. von Hayek – Vorträge und Ansprachen auf der Festveranstaltung der Freiburger Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät zum 80. Geburtstag von Friedrich A. von Hayek, Baden-Baden.
- (1980), Freie Wahl der Währungen, ein Mittel gegen die Inflation, in: Badura und Issing, Geldpolitik, Gustav Fischer, Stuttgart.
- Hayek, F.A. (2015), Geld und Konjunktur, Band I, und II (2016), Mohr Siebeck, Tübingen.
- Issing, O. und Wieland, V. (2013), Monetary Theory and Monetary Policy: Reflections on the Development over the last 150 years, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Band 233, Heft 3, Mai.
- Issing, Otmar (1993), Central Bank Independence and Monetary Stability, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper 89, London.
- Issing, Otmar (1993), Unabhängigkeit der Notenbank und Geldwertstabilität, Akademie der Wissenschaften und der Literatur, Abhandlungen der Geistes- und Sozialwissenschaftlichen Klasse, Jahrgang 1993, Nr. 1, Franz Steiner Verlag, Stuttgart.
- Issing, Otmar (1997), in: Frowen, Stephan F. (ed.), Hayek: Economist and Social Philosopher, Mcmillan Press, Houndsmill.
- Issing, Otmar (2000), Hayek, Currency Competition and European Monetary Union, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper 111, London.
- Issing, Otmar (2002), Should we have Faith in Central Banks?, Institute of Economic Affairs, London.
- Issing, Otmar (2003), Monetary and Financial Stability: Is there a Trade-off?, BIS Working Paper No. 18, Basel, pp. 16-23.
- Issing, Otmar (2005), Communication, Transparency, Accountability: Monetary Policy in the Twenty-First-Century, Federal Reserve Bank of St. Louis Review 87 (2), March/April, pp. 65-83.
- Issing, Otmar (2011), Einführung in die Geldtheorie, 15. Auflage, Vahlen Verlag, München.
- Issing, Otmar (2014), Das Bargeld – Erfahrungen eines Geldpolitikers, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), 2. Bargeldsymposium der Deutschen Bundesbank, Frankfurt.
- Issing, Otmar (2014), Forward Guidance: A New Challenge for Central Banks, SAFE, White Paper Series No. 16, CFS, Frankfurt.
- Issing, Otmar (2017), Central Banks – Are Their Reputations and Independence Under Threat from Overburdening?, International Finance, Vol. 20 (1), pp. 92-99.
- Issing, Otmar (2017), Financial Stability and the ECB's Monetary Policy Strategy, ECB (forthcoming).
- Jordan, Thomas (2017), Unabhängigkeit von Notenbanken nach der Finanzkrise: Die Schweizer Perspektive, CFS Presidential Lecture, Frankfurt, 9. November.
- Kahnemann, Daniel (2003), Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics, American Economic Review 93 (5), December.

- Keynes, John M. (1953), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, A Harvest/HBJ Book, London.
- Kindleberger, Charles P. (1996), *Manias, Panics, and Crashes*, third edition, John Wiley and Sons, New York.
- King, Mervyn (2002), *The Monetary Policy Committee Five Years On*, Bank of England Quarterly Bulletin, Summer, London
- King, Mervyn (2005), *Monetary Policy: Practice Ahead of Theory*, Mais Lecture, Cass Business School, London, 17 May.
- King, Mervyn (2016), *The End of Alchemy*, Little, Brown Book Group, London.
- Klein, Benjamin (1974), *The Competitive Supply of Money*, *Journal of Money, Credit and Banking*, 6 (4).
- Kuhn, Dieter (2009), *The Age of Confucian Rule*, Cambridge, Mass.
- Laubach, Thomas und Williams, John C. (2003), *Measuring the Natural Rate of Interest*, *Review of Economics and Statistics*, 85 (4), pp. 1063-1070.
- Link, Franz Josef (1986), *Monetäre Integration und Stabilität: Notenbankmonopol oder Konkurrenz der Währungen?*, Dissertation Würzburg.
- Masciandaro, Donato and Romelli, Davide (2015), *Ups and Downs of Central Bank Independence from the Great Inflation to the Great Recession: Theory, Institutions and Empirics*, *Financial History Review*, Cambridge University Press 22 (3).
- Masciandaro, Donato and Romelli, Davide (2017), *The Evolution of Central Bank Independence and Inflation: Causal Evidence from Dynamic Indices*, Bocconi University, March 26.
- Mayer, Thomas (2017), *Die Evolution des Geldes*, ifo Schnelldienst, 23. November.
- Meltzer, Allan (2009), *A History of the Federal Reserve, Vol. 2, Book 2, 1970-1986*, University of Chicago.
- Mihov, I, Sibert, Anne. (2006), *Credibility and Flexibility with Independent Monetary Policy Committees*, *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, No. 1, February.
- Mishkin, Fred S. (2017), *Rethinking Monetary Policy after the Crisis*, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 73.
- Niehans, Jörg (1980), *Theorie des Geldes: Synthese der monetären Mikro- und Makroökonomik*, Bern, Stuttgart, Haupt Verlag.
- Orphanides, Athanasios and Wieland, Volker (2012), *Complexity and Monetary Policy*, Board of Governors Conference, Washington, D.C., March 23-24.
- Popper, Karl R. (1957), *Der Zauber Platons*, A. Francke, Bern.
- Rajan, G. Raghuram (2005), *Has Financial Development Made the World Riskier?*, in: *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Federal Reserve Bank of Kansas City.

- Rajan, Raghuram (2010), *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy*, Princeton University Press, Princeton.
- Rodrick, Dani (2015), *Economics Rules: The Rights and Wrongs of the Dismal Science*, W. W. Norton & Company. Oxford University Press 2016, Oxford.
- Rodrick, Dani (2017), *Economics Rules: Why Economics Works, When It Fails, and How to Tell the Difference*, W. W. Norton & Company. Oxford University Press 2017, Oxford.
- Rogoff, Kenneth (1985), *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 100, November.
- Rogoff, Kenneth (2016), *The Curse of Cash*, Princeton University Press, Princeton.
- Roland Vaubel und Lawrence H. White in Issing, Otmar (2000), *Hayek, Currency Competition and European Monetary Union*, Institute of Economic Affairs, Occasional Paper 111, London.
- Romer, Paul (2016), *The Trouble with Macroeconomics*, Stern School of Business, New York University, September 14th.
- Schmidt, Reiner (1973), *Grundlagen und Grenzen der Unabhängigkeit der Deutschen Bundesbank*, in: Xenion, Festschrift für Pan. J. Zepos, Hrsg. Von E. von Caemmerer, II. Band, Köln.
- Sibert, Anne (2006), *Central Banking by Committee*, CEPR Discussion Paper Series, No. 5626, April.
- Simons, Herbert C. (1936), *Rules versus Authority in Monetary Policy*, *Journal of Political Economy*, February.
- Sinn, Hans-Werner (2010), *Kasino-Kapitalismus: Wie es zur Finanzkrise kam, und was jetzt zu tun ist*, Ullstein, Berlin.
- Smets, Frank (2013), *Financial Stability and Monetary Policy: How Closely Interlinked?*, *Sveriges Riksbank Economic Review* 3, Special Issue.
- Smith, Adam (1776), *Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Vol. I.
- Streit, Manfred E. (1992), *Wissen, Wettbewerb und Wirtschaftsordnung – Zum Gedenken an Friedrich August von Hayek*, *ORDO: Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft*, Vol. 43.
- Taylor, John B., ed. (1999), *Monetary Policy Rules*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Walsh, Carl E. (1995), *Optimal Contracts for Central Bankers*, *American Economic Review*, Vol. 85 (1), March.
- Walsh, Carl E. (2017), *The Challenges with Rules-Based Policy Implementation*, Department of Economics, University of California, Santa Cruz, September.
- Weber, Max (1919), *Wissenschaft als Beruf*, in: Max Weber, *Gesammelte Aufsätze zur Wissenschaftslehre* (1988), Johannes Winckelmann (Hrsg.), Mohr Siebeck, Tübingen, 7. Auflage.
- White, William R. (2009), *Should Monetary Policy ‘Lean or Clean’?*, Center for Financial Studies, Frankfurt.

- White, William R. (2013), Is Monetary Policy a Science? The interaction of theory and practice over the last 50 years, in: Balling, M., and Gnau, E. (eds.), Larcier, Vienna.
- White, William R. (forthcoming), Recognizing the Economy as a Complex, Adaptive System. Implications for Central Banks, in: Hartmann, P., Huang, H., and Schoenmaker, D. (eds.), The Changing Futures of Central Banks, Cambridge University Press, Cambridge.
- Wieland, Volker und Beyer, R. C. M. (2016), Schätzung des mittelfristigen Gleichgewichtszinses in den Vereinigten Staaten, Deutschland und dem Euroraum mit der Laubach-Williams-Methode, IMFS Working Paper Series Nr. 10.
- Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, Gutachten (2017), Zur Diskussion um Bargeld und die Null-Zins-Politik der Zentralbank.
- Woodford, Michael (2003), Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton University Press, Princeton.
- Woodward, Bob (2000), Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom, Simon & Schuster, New York.
- Yellen, Janet L. (2012), Revolution and Evolution in Central Bank Communication, Speech at the Haas School of Business, University of California, Berkeley, November 13.