

Generaldirektion Wissenschaft

ARBEITSDOKUMENT

**DIE GELDPOLITIK
DER EZB
NACH ARTIKEL 105
DES UNIONSVERTRAGS**

*Reihe Wirtschaftsfragen
ECON 112 DE*

Diese Veröffentlichung erscheint in EN und DE

Eine Zusammenfassung erscheint in allen EU-Arbeitssprachen.

Am Ende dieses Dokuments finden Sie eine Liste der anderen Veröffentlichungen in der Serie ECONOMIC AFFAIRS.

HERAUSGEBER: Europäisches Parlament
L-2929 Luxemburg

AUTOR: Professor Dr. Peter Bofinger
Universität Würzburg

REDAKTION: Ben Patterson
Generaldirektion Wissenschaft
Abteilung für Wirtschaftsangelegenheiten
Tel.: (00352)4300-24114
Fax: (00352)4300-27721
E-Mail: GPATTERSON
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Bei den dargelegten Ansichten handelt es sich um die des Verfassers, die nicht unbedingt der Position des Europäischen Parlaments entsprechen.

Nachdruck und Übersetzung – außer zu kommerziellen Zwecken – mit Quellenangabe gestattet, sofern der Herausgeber vorab unterrichtet und ihm ein Exemplar übermittelt wird.

Manuskript abgeschlossen im April 1999.



Generaldirektion Wissenschaft

ARBEITSDOKUMENT

**DIE GELDPOLITIK
DER EZB
GEMÄSS ARTIKEL 105
DES UNIONSVERTRAGS**

Reihe Wirtschaftsfragen

ECON 112 DE

04-99

Zusammenfassung und Schlußfolgerungen

Die EZB hat bei der Vorbereitung der Euro-Einführung hervorragende Arbeit geleistet und auch die besonders schwierigen ersten Monate der gemeinsamen europäischen Geldpolitik mit Bravour gemeistert. Nachdem die Einführungsphase zwischenzeitlich fast vorüber ist, ist es an der Zeit für eine umfassendere Analyse der Strategiefragen in Zusammenhang mit der Geldpolitik der EZB. Mit ihrer „stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie“ hat sich die EZB sehr darum bemüht eine Strategie zu entwickeln, die zum einen transparent ist und zum anderen den spezifischen Besonderheiten der Einführungsphase Rechnung trägt. Die mit diesem Papier vorgelegte Analyse zeigt allerdings auf, daß hier in mehrfacher Hinsicht deutlicher Verbesserungs- oder zumindest Klärungsbedarf besteht.

Im Hinblick auf das Endziel muß die kategorische Ablehnung jeder Verantwortung für die kurzfristige Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Lage seitens der EZB eingehender erörtert werden, zumal die Erfolge des Federal Reserve Board und der Deutschen Bundesbank belegen, daß ungeachtet aller gegenteiligen Theorien durchaus eine gewisse Stabilisierung von Nachfrageschocks erreicht werden kann. Eine verstärkte Sensibilisierung für Nachfrageschocks würde letztlich auch zu einem besseren Verständnis der Zusammenhänge zwischen Preisstabilität und Beschäftigungslage beitragen. Der Öffentlichkeit würde klar werden, daß Preisstabilität vielfach auch stabile Produktionswerte und eine stabile Beschäftigungssituation mit sich bringt. Eine angemessene Reaktion auf derartige Schocks würde auch eine transparentere Definition des Inflationsziels der EZB, vorzugsweise in Form einer Spanne mit genau festgelegter Ober- und Untergrenze, erfordern. Ohne eine eingehende Untersuchung dieser Fragen besteht das Risiko, daß die mittelfristige Vorgehensweise der EZB unerwünschte Schwankungen bei Produktion und Beschäftigung hervorruft, da es sehr schwierig ist, Zinssätze neutral zu bestimmen. Ein eigener Beitrag der EZB zum Abbau der Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ist offensichtlich nicht vorgesehen. Die Einführung eines neuen geldpolitischen Rahmens für alle Staaten des Euro-Währungsgebiets hat bereits einen deutlichen Rückgang der langfristigen realen Zinssätze bewirkt, und dies ist der beste Beitrag, den eine Geldpolitik zu Wachstum und Beschäftigung leisten kann.

Das Navigationssystem der EZB, das sich auf die zwei Säulen eines „Referenzwertes“ für die Geldmenge und die „breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung“ stützt, bedarf einer umfangreichen Überarbeitung. In seiner derzeitigen Form

entspricht es weder der geforderten Transparenz noch der Forderung nach Rechenschaftspflicht. Zudem besteht die Gefahr, daß das System nicht in der Lage ist, Nachfrage- oder Angebotsschocks möglichst frühzeitig zu erkennen. Der „Referenzwert“ für die Geldmenge kann als rudimentäre Form einer Geldmengensteuerung gewertet werden. Unklar ist jedoch, welche Funktion einem derartigen „Referenzwert“ beizumessen ist, wenn er nicht von der EZB kontrolliert werden kann. Die „breit fundierte Beurteilung“ läßt an eine „Inflationsprognose“ denken, was die EZB allerdings von sich weist. Schwer zu verstehen ist, weshalb in die breit fundierte Beurteilung die Geldmengenaggregate und die kurzfristigen Zinssätze nicht einfließen. Wie die wechselseitigen Beziehungen zwischen den beiden Säulen aussehen, bleibt unklar. Im Vergleich mit diesen Unwägbarkeiten der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie ist die von der BoE und anderen Zentralbanken praktizierte Strategie der „Inflationszielsteuerung“ doch transparenter. Dies insbesondere dann, wenn die Zentralbank neben der Inflationsprognose eine Projektion des Realwachstums abgibt. Die Konkurrenz der zahlreichen nationalen und internationalen Prognosestellen untereinander gewährleistet ein hohes Maß an Nachprüfbarkeit.

Was die Indikatoren für ihre tatsächliche geldpolitische Haltung anbelangt, so hat die EZB keine expliziten Aussagen dahingehend getroffen, welcher Indikator oder welche Indikatoren für die Beurteilung ihrer geldpolitischen Haltung herangezogen werden sollten. In ihren Monatsberichten allerdings konzentriert sich die EZB verstärkt auf die kurzfristigen Realzinsen. In der Tat bietet dieser Indikator den Vorzug, daß er von der Zentralbank auf kurze Sicht vollständig kontrollierbar ist. Die kurzfristigen Realzinsen haben sehr starke Auswirkungen auf die Zinsen, die die Geschäftsbanken ihren Kunden berechnen. Sämtliche Rezessionen wurden bislang durch einen deutlichen Anstieg dieser Zinsen ausgelöst. Die Zinsstrukturkurve weist zahlreiche Ähnlichkeiten zum kurzfristigen Realzins auf, jedoch ist sie nicht so umfassend kontrollierbar und ihr fehlt die tragfähige theoretische Grundlage. Betrachtet man die kurzfristigen Realzinsen, so ist die derzeitige geldpolitische Haltung der EZB deutlich stärker auf Expansion angelegt als in den vergangenen 18 Jahren. Die Taylor-Regel und die Erfahrungen des Federal Reserve Board lassen allerdings noch auf ein gewisses Potential für eine weitere Senkung der kurzfristigen Zinsen schließen.

Nach dem derzeitigen Erkenntnisstand kann die zentrale Frage des Unterausschusses, ob die EZB den Artikel 105 des Unionsvertrags richtig interpretiert und korrekt in die Praxis umsetzt,

nicht eindeutig beantwortet werden, wobei sicherlich zwischen der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie und der konkreten Zinspolitik der EZB unterschieden werden muß.

Wenn man die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie der EZB wörtlich auslegt, könnte man zu der Schlußfolgerung gelangen, daß die EZB eine Geldpolitik verfolgen wird, die auf Nachfrageschocks nicht in gleichem Maße reagiert wie die Politik des Federal Reserve Board oder der Bundesbank. Eine derartige Vorgehensweise würde bedeuten, daß die EZB die ihr zur Verfügung stehenden Möglichkeiten zur Stabilisierung der realen Produktion und der Beschäftigungslage nicht voll ausschöpft, wenngleich eine solche Politik das Ziel der Preisstabilität nicht in Frage stellen würde. Implizit würde dies bedeuten, daß die EZB die Wirtschaftspolitiken der Mitgliedstaaten in der Gemeinschaft nicht in vollem Umfang unterstützt. Eine eindeutige Beurteilung dieser Fragen gestaltet sich allerdings äußerst schwierig, da die „zwei Säulen“ der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie extrem vage definiert sind. Die EZB sollte daher aufgefordert werden, ihre Strategie eingehender zu erläutern und ihren Standpunkt zur Strategie der „Inflationszielsteuerung“ zu überdenken.

In ihrer politischen Praxis beweist die EZB ein Maß an Flexibilität, das mit der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie und den Aussagen ihrer Vertreter nur schwerlich in Einklang zu bringen ist. Deutlich erkennbar wird dies an der Tatsache, daß der derzeitige Zinssatz lediglich um einen halben Prozentpunkt von der auf einem ausgesprochen aktiven geldpolitischen Ansatz basierenden Taylor-Regel abweicht. In der Praxis folgt die EZB mit ihrer Geldpolitik daher deutlich eher den Forderungen des Unionsvertrags als dies ihre konzeptionellen Rahmenvorgaben erwarten ließen. Damit steht die EZB sehr stark in der Tradition der Bundesbank, die feierlich eine monetaristische Doktrin verkündete, dabei jedoch zugleich eine durchaus pragmatische Politik verfolgte.

Inhalt

1. Einführung	1
2. Die Endziele der Geldpolitik	4
2.1. Die Definition der EZB.....	4
2.2. Das Verhältnis zwischen Preisstabilität und Realproduktion und Beschäftigung	4
2.2.1. <i>Nachfrageschocks</i>	6
2.2.2. <i>Angebotsschocks</i>	7
2.2.3. <i>Die makroökonomische Aufgabe der Politik</i>	9
2.3. Die quantitative Definition der Preisstabilität.....	11
2.4. Gibt es einen spezifischen Beitrag der Geldpolitik zum Problem der Arbeitslosigkeit?.....	14
3. Die „zwei Säulen“	15
3.1. „Eine herausragende Rolle der Geldmenge“	15
3.1.1. <i>Die Kontrollierbarkeit der Geldmenge M3</i>	16
3.1.2. <i>Bedeutung für die Politik der EZB</i>	18
3.2. „Eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung“	19
3.3. „Eine neue und klare Strategie“?	21
3.4. Weshalb kein Inflationsziel?.....	21
4. Operationsziele und Indikatoren der EZB	26
4.1. Der kurzfristige Realzinssatz	26
4.2. Die Zinsstrukturkurve	28
Literatur	30

Tabellen

Tabelle 1: Implizites Inflationsziel der Bundesbank.....	8
Tabelle 2: Optimale politische Aufgabenverteilung.....	9
Tabelle 3: Die Taylor-Regel und die verschiedenen Arten von Schocks.....	10
Tabelle 4: Inflationsziele anderer Zentralbanken.....	12

Diagramme.....32

Diagramm 1: Nachfrageschock	
Diagramm 2: Angebotsschock - kurzfristig	
Diagramm 3: Angebotsschock - langfristig	
Diagramm 4: Kurzfristige Nominalzinsen und Produktionslücke - Deutschland	
Diagramm 5: Kurzfristige Nominalzinsen und Produktionslücke – Vereinigte Staaten	
Diagramm 6: Taylor-Regel - Vereinigte Staaten	
Diagramm 7: Taylor-Regel - Deutschland	
Diagramm 8: IS/LM-Konzept	
Diagramm 9: Langfristige Realzinsen	
Diagramm 10: Geldmenge und kurzfristige Realzinsen	
Diagramm 11: Geldmengenziel der Bundesbank	
Diagramm 12: Geldmenge und Inflation	
Diagramm 13: Geldmarktsätze und Kreditzinsen der Geschäftsbanken, Deutschland	
Diagramm 14: Kurzfristige Realzinsen und reales BIP, Deutschland	
Diagramm 15: Kurzfristige Realzinsen und reales BIP, Vereinigte Staaten	
Diagramm 16: Kurzfristige Realzinsen	
Diagramm 17: Taylor-Regel für das Euro-Währungsgebiet	
Diagramm 18: Kurzfristige Realzinsen und Zinsstruktur, Deutschland	
Diagramm 19: Langfristige und kurzfristige Nominalzinsen, Euro-Währungsgebiet	

1. Einführung

Die Europäische Zentralbank und der Euro können zweifellos auf einen brillanten Start verweisen. Insbesondere der historische Zinstiefstand bei den langfristigen Anleihen läßt das enorme Vertrauen der internationalen Investoren in die neue Währung erkennen. Dieser Erfolg ist in erster Linie der im Vertrag von Maastricht festgelegten, sorgfältig ausgearbeiteten „geldpolitischen Verfassung“ zuzuschreiben, doch hat auch die kundige Vorbereitungsarbeit des Europäischen Währungsinstituts (EWI) und der Europäischen Zentralbank (EZB) durchaus ihren Teil dazu beigetragen. Nach der erfolgreichen Einführung des Euro ist nunmehr die Zeit für eine eingehendere Analyse und Diskussion des von der EZB in ihrer „stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie“ definierten Rahmens für ihre Geldpolitik gekommen.¹

In meinen Darlegungen werde ich diese Strategie in der nachstehenden Reihenfolge erörtern:

- Auf der Ebene der **Endziele** der Geldpolitik erörtere ich die theoretischen Auswirkungen der mittelfristigen Zielvorgabe der EZB für die Preisstabilität auf andere makroökonomische Zielvorgaben. Daraus wird ersichtlich, inwieweit die EZB in der Lage ist, das ihr in Artikel 105 des Unionsvertrags übertragene Mandat zu erfüllen.
- Um das Ziel der Preisstabilität auf einem Weg zu erreichen, der eine möglichst weitgehende Realisierung anderer makroökonomischer Ziele gestattet, benötigt die EZB ein „**Navigationssystem**“. Dieses System soll mit dazu dienen festzustellen, ob das Hauptziel und die übrigen Ziele mit einer bestimmten politischen Einstellung erreicht werden können oder ob in der Geldpolitik ein restriktiverer oder aber mehr auf Expansion ausgerichteter Kurs notwendig ist. Die EZB hat sich mit der Verwendung der Geldmenge M3 als „Referenzwert“ für ihrer Geldpolitik dafür entschieden, der Geldmenge eine „herausragende Rolle“ einzuräumen. Die zweite Säule ihrer Strategie ist die „breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung“. Ich werde mich mit der Frage befassen, ob die zwei Säulen der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie, insbesondere im Vergleich mit der Strategie der „Inflationszielsteuerung“, als ein transparentes „Navigationssystem“ betrachtet werden können.
- Auf der Ebene der **Operationsziele** müßte eine geldpolitische Strategie aufzeigen, ob die tatsächliche geldpolitische Haltung mit den durch das „Navigationssystem“ vorgegebenen Forderungen im Einklang steht. Daraus ergibt sich die schwierige Frage der Festlegung geeigneter geldpolitischer Indikatoren. In der gegenwärtigen Diskussion werden verschiedene Indikatoren angeführt (Zinsstruktur, Nominal- und Realzinsen, langfristige und kurzfristige Zinsen). Die EZB hat bislang noch nicht erklärt, welchen oder welche Indikatoren sie für diesen Zweck zu verwenden gedenkt.

¹ Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie wurde in den EZB-Pressemitteilungen vom 13. Oktober 1998 und 1. Dezember 1998 veröffentlicht. Eine eingehende Erörterung enthält EZB (1999a).

Dieser Gliederung folgend werde ich versuchen, einen einfachen Rahmen für die Analyse der europäischen Geldpolitik aufzustellen. Dabei können selbstverständlich nicht alle relevanten Fragen beantwortet werden, doch zumindest sollen diejenigen Bereiche ermittelt werden, die einer eingehenderen Untersuchung bedürfen.

2. Die Endziele der Geldpolitik

2.1. Die Definition der EZB

Artikel 105 (1) des Unionsvertrags legt fest: „Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen.“ In der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie hat die EZB ihr Ziel präziser formuliert:

„Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 %.“

Und:

„Preisstabilität muß mittelfristig beibehalten werden.“

Diese Definition des primären geldpolitischen Ziels der EZB ist deutlich expliziter als die bisherigen Formulierungen im Bundesbankgesetz oder im Federal Reserve Act. Ungeachtet dessen wirft sie gleich drei wichtige Fragen auf:

- Welche Konsequenzen hat der Primat der Preisstabilität für die Verfolgung anderer makroökonomischer Ziele?
- Vor allem: Steht die mittelfristig angelegte Perspektive der EZB mit den Forderungen von Artikel 105 des Unionsvertrags im Einklang und wie steht diese Perspektive im Vergleich mit der Praxis der übrigen Zentralbanken da?
- Ist die konkrete Definition der EZB für die „Preisstabilität“ ausreichend transparent und inwiefern trägt sie den schwierigen Problemen der Messung der „Inflation“ Rechnung?

2.2. Das Verhältnis zwischen Preisstabilität und Realproduktion und Beschäftigung

Für die Diskussion der Wechselbeziehungen zwischen Preisstabilität und anderen makroökonomischen Zielen ist es sinnvoll, mit einem grundlegenden makroökonomischen Rahmen zu arbeiten, der es ermöglicht, die Auswirkungen größerer Schocks auf das Preisniveau einerseits und auf Produktion (oder die Produktionslücke) und Beschäftigung andererseits zu untersuchen. Dabei handelt es sich um folgende Schocks:

- ein **Nachfrageschock**, z.B. ein durch eine reale Aufwertung (Abwertung) ausgelöster Rückgang (Anstieg) der Exportnachfrage oder ein durch nachlassendes (oder zunehmendes) Vertrauen der Industrie verursachter Rückgang (Anstieg) der privaten Investitionstätigkeit.
- ein **Angebotschock**, z.B. ein Rückgang (Anstieg) der Rohstoffpreise oder ein nicht parallel zu Produktivitätsveränderungen verlaufender Rückgang (Anstieg) der Nominallöhne.

Bei Eintreten eines **negativen Nachfrageschocks** verschiebt sich die aggregierte Nachfragekurve (AD) nach links (Diagramm 1). Damit sinkt das Preisniveau zusammen mit Realproduktion (es öffnet sich eine Produktionslücke Y^*-Y') und Beschäftigung. In dieser Situation muß eine Zentralbank, die das Preisniveau kontrolliert, eine expansive Geldpolitik betreiben. Bei unserem Modell verlagert sich hierdurch die aggregierte Nachfragekurve wieder zurück auf ihr Ausgangsniveau. Erkennbar besteht hier kein Konflikt zwischen Preisstabilität einerseits und Realproduktion und Beschäftigung andererseits.²

Im Falle eines **Angebotschocks** ist die Situation komplizierter. Wenn beispielsweise ein deutlicher Anstieg der Ölpreise eintritt, verschiebt sich die aggregierte Angebotskurve (AS) nach links (Diagramm 2). Die Zentralbank hat jetzt im wesentlichen drei Möglichkeiten:

- Sie kann versuchen das Realproduktionsniveau stabil zu halten; dies erfordert eine expansive Geldpolitik. In der Folge steigt das Preisniveau weiter an.
- Sie kann versuchen das Preisniveau zu stabilisieren; dies erfordert eine restriktive Geldpolitik. In dieser Situation verstärkt sich der Produktionsrückgang.
- Sie kann sich politisch passiv verhalten, d.h. die Geldmenge stabil halten. In diesem Fall wirkt sich der Schock auf beide Ziele mehr oder minder gleich stark aus.

Dieser Konflikt tritt allerdings nur sehr kurzzeitig auf, da die positiv geneigte aggregierte Angebotskurve lediglich für eine sehr kurzfristige Analyse zutrifft. Ihre entscheidende Voraussetzung ist die Annahme fixer **Nominallöhne**. Bei variablen Nominallöhnen verläuft die Angebotskurve **vertikal** (Diagramm 3). Bedingt durch den Angebotschock ist die Produktion bei Vollbeschäftigung zurückgegangen. In diesem Fall ist die Geldpolitik nicht mehr in der Lage, das vorherige Beschäftigungs- oder Produktionsniveau wiederherzustellen.

² Siehe auch Mishkin (1998, S. 21). „In der Tat können Inflationsziele die Flexibilität der Zentralbank bei der Reaktion auf einen Rückgang der Aggregatnachfrage erhöhen, da ein Rückgang der Aggregatnachfrage, der dazu führt, daß die Inflationsrate unter den Mindestwert des Zielbereichs fällt, die Zentralbank automatisch veranlaßt, ihre Geldpolitik zu lockern, ohne dabei befürchten zu müssen, daß ihr Handeln einen Anstieg der Inflationserwartungen auslöst.“

Dies läßt sich nur erreichen, wenn die Gewerkschaften bereit sind, eine Senkung der Reallöhne hinzunehmen, wodurch sich die Kurve AS wieder in die Ausgangslage verschieben würde. Nur in dem sehr speziellen Fall, daß die Gewerkschaften eine Senkung nicht der **Nominal-** sondern der **Reallöhne** akzeptieren würden, könnte eine expansive Geldpolitik dazu verhelfen, daß mittelfristig wieder das vorherige Beschäftigungsniveau erreicht würde.

2.2.1. Nachfrageschocks

Wie reagiert nun die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie in den beiden geschilderten theoretischen Fällen? Zum ersten könnten die Reden der EZB-Vorstandsmitglieder sowie einzelne Veröffentlichungen der EZB den Eindruck vermitteln, daß **Nachfrageschocks** in der Philosophie der EZB offenkundig keine besondere Rolle spielen. So macht die allgemeine Feststellung von Duisenberg (1999b)

„Eine geldpolitische Reaktion auf inflationären oder deflationären Druck kann auf kurze Sicht zu Schwankungen der Realproduktion führen.“

nur in der konkreten Situation eines Angebotsschocks Sinn. Wenn durch einen Nachfrageschock inflationärer oder deflationärer Druck entsteht, hilft die geldpolitische Reaktion - wie aus Diagramm 1 ersichtlich - dabei, Produktion und Beschäftigung zu stabilisieren. Zum zweiten scheint die EZB nicht gewillt zu sein, auf Nachfrageschocks zu reagieren. Duisenberg (1999a) formuliert dies folgendermaßen:

„Es wäre übertriebener Ehrgeiz und damit riskant, die Wirtschaft kurzfristig lenken zu wollen. Feinsteuerung würde eher Instabilität als Stabilität nach sich ziehen.“³

Und:

„Die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik des Eurosystems soll dazu beitragen, übermäßige Schwankungen in der realen Wirtschaftstätigkeit zu vermeiden.“ (Duisenberg 1999b).

Dies führt zu der Schlußfolgerung, daß sich anscheinend die EZB entweder der Nachfrageschocks nicht voll bewußt ist oder daß sie keine Möglichkeit sieht, mit derartigen Störungen angemessen umzugehen. Letzteres ließe sich durch umfangreiche theoretische Schriften begründen, die wieder und wieder das Friedmansche Problem „langer und

³ Siehe auch Duisenberg (1998a): „Eine geldpolitische Reaktion auf kurzfristige Schwankungen des Preisniveaus würde falsche Signale an den Markt aussenden und eine unnötige Zinsvolatilität auslösen.“

wechselnder Lags“ in der Geldpolitik betont. Zwar sind diese Probleme sicherlich durchaus ernstzunehmen, doch erscheint es problematisch, in der Ausübung der Geldpolitik kurzzeitige zyklische Schwankungen völlig außer acht zu lassen.

Erstens liegen überzeugende empirische Beweise dafür vor, daß sich alle bedeutenden Zentralbanken sehr stark von der konjunkturellen Lage leiten lassen. Wie die Diagramme 4 und 5 zeigen, wird die Zinspolitik der Bundesbank und des Federal Reserve Board in den vergangenen zehn Jahren wesentlich von den Produktionslücken in der jeweiligen Volkswirtschaft beeinflusst. Diese bedeutende Rolle der Produktionslücken wird auch dadurch bestätigt, daß die „Taylor-Regel“ auf die Verhältnisse in den Vereinigten Staaten und Deutschland ziemlich genau zutrifft⁴ (Diagramme 5 und 6). Nach dieser Regel wird der Realzins ($i-\pi$) bestimmt durch die Produktionslücke und durch die Abweichungen der Inflationsrate (π) von der Zielrate (π^*) plus einem „neutralen“ Realzins von 2 Prozent:

$$i-\pi = \frac{1}{2} (Y^*-Y)/Y^* + \frac{1}{2} (\pi - \pi^*) + 2$$

Zweitens besteht das Risiko, daß eine Zentralbank, die sich gegenüber kurzfristigen Nachfrageschocks „neutral“ verhalten will, dadurch eine zusätzliche Instabilität der Realproduktion verursacht. Das klassische IS/LM-Konzept zeigt (Diagramm 8), daß ein Nachfrageschock zu einem Rückgang von Realproduktion (Y') und Zinsen (i') führt. Der Zinsrückgang kann als „eingebauter Stabilisierungsfaktor“ betrachtet werden. Erforderlich ist hierbei allerdings eine Steuerung der Geldmenge durch die Zentralbank. Steuert sie den Zinssatz i^* an, würde der Stabilisierungsfaktor unwirksam und der Rückgang der Realproduktion würde verstärkt (Y''). Ohne konsequente Geldmengensteuerung ist es daher sehr schwierig, ein „neutrales“ Zinsniveau zu bestimmen. Die spezifischen Probleme der Geldmengensteuerung behandelt das nächste Kapitel.

2.2.2. *Angebotschocks*

Wie bereits erwähnt, sind die Rahmenvorgaben der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie perfekt auf das Handling von Angebotsschocks ausgerichtet. In dieser Situation ist eine rein mittelfristig angelegte Steuerung des Preisniveaus zwingend notwendig, denn ein

⁴ Siehe Clarida und Gertler (1996, S. 47): „(...) aufgrund eine Vielzahl formeller wie informeller Beweise gelangen wir zu dem Schluß, daß die Leistung der realen Wirtschaft auch deren Entscheidungen beeinflusst. (...) Insbesondere legt unsere formale Untersuchung nahe, daß die Bundesbank in den meisten Fällen Anpassungen der kurzfristigen Zinsen entsprechend einer Art modifizierter Taylor-Regel vorgenommen hat (...).“ Siehe auch Clarida, Gali und Gertler (1997).

kurzfristig ausgerichtetes Reagieren auf einen inflationären oder deflationären Druck hätte zwangsläufig eine ungute Instabilität von Realproduktion und Beschäftigung zur Folge. Dieser Teil der Strategie trägt den Erfahrungen der frühen 70er und 80er Jahre mit den damaligen starken Angebotsschocks Rechnung. Damals hatte selbst eine so ausgesprochen ehrgeizige Zentralbank wie die Deutsche Bundesbank zu keinem Zeitpunkt versucht, das Preisniveau stabil zu halten. Die impliziten Inflationsziele der Bundesbank (Tabelle 1) belegen, daß die Bundesbank immer bereit gewesen ist, die Auswirkungen von Angebotsschocks auf das Preisniveau in Kauf zu nehmen. Sie hat sogar ein vorübergehendes Anziehen der angesteuerten Inflationsrate hingenommen. Im Falle von Angebotsschocks ist die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie mit ihrer mittelfristigen Ausrichtung daher in der Lage, unnötige Konflikte zwischen Preisstabilität und Realproduktion (und Beschäftigung) zu vermeiden.

Tabelle 1: Implizites Inflationsziel der Bundesbank

(Abgeleitet von der Inflationsannahme der Bundesbank für ihre monetären Ziele)

Jahr	Implizites Ziel	Jahr	Implizites Ziel	Jahr	Implizites Ziel
1975	6,0	1983	3,5	1991	2,0
1976	4,5	1984	3,0	1992	2,0
1977	3,5	1985	2,0	1993	2,0
1978	3,25	1986	2,0	1994	2,0
1979	3,0	1987	2,0	1995	2,0
1980	4,0	1988	2,0	1996	2,0
1981	3,75	1989	2,0	1997	1,5-2,0
1982	3,5	1990	2,0	1998	1,5-2,0

Dies bedeutet nicht, daß derartige Konflikte völlig ausbleiben. Wenn beispielsweise die Gewerkschaften ständig versuchen, die Reallöhne über den Produktivitätszuwachs hinaus anzuheben, führt dies zu einem Produktionsrückgang und zu inflationärem Druck. In dieser Situation führen Versuche der Zentralbank, das Preisniveau mittelfristig stabil zu halten („Desinflation“) einen zusätzlichen Produktionsrückgang herbei. Hauptursache hierfür sind allerdings exzessive Lohnsteigerungen und nicht geldpolitische Mängel.

2.2.3. Die makroökonomische Aufgabe der Politik

Die Analyse zeigt, daß die optimale makroökonomische Aufgabenverteilung der Politik davon abhängt, welcher Art die Schocks sind, die das Euro-Währungsgebiet betreffen. Bei einem Nachfrageschock sollte die Geldpolitik umfassende Verantwortung für Preisstabilität, Vollbeschäftigung und volle Produktionsauslastung übernehmen. Da Nachfrageschocks

normalerweise kurzfristiger Natur sind, erfordert dies eine geldpolitische Reaktion bereits auf kurzzeitige Abweichungen des Preisniveaus. Im Fall eines Angebotsschocks kommt es darauf an, die Geldpolitik auf mittelfristige Preisstabilität auszurichten, während die Gewerkschaften die Verantwortung für Vollbeschäftigung und die Rückkehr zum ursprünglichen Produktionsniveau tragen. Solange keine Schocks auftreten, ist eine geldpolitisch „neutrale Haltung“ gefragt. Wenn die Zentralbank eine Zinssteuerung vornimmt, sollte ein „neutraler Realzinssatz“ (Blinder 1998, S. 31) angesteuert werden. Dies ist, selbstredend, ein schwieriger Auftrag:

„Man muß sich dies als Konzept vorstellen und nicht als Zahlenwert, als eine Art des geldpolitischen Denkens und nicht als Grundlage einer mechanischen Regel.“ (Blinder 1998, S. 32)

Tabelle 2: Optimale politische Aufgabenverteilung für das Euro-Währungsgebiet

	Nachfrageschock	Angebotsschock	kein Schock
Preisstabilität	<i>kurzfristig:</i> Geldpolitik	<i>mittelfristig:</i> Geldpolitik	Geldpolitik: „neutrale Haltung“
Vollbeschäftigung	Geldpolitik	Gewerkschaften: Nominallohnsteigerung unter/über Produktivitätssteigerung	Gewerkschaften: produktivitätsorientierte Lohnpolitik
Volle Produktionsauslastung	Geldpolitik	Regierung: angebotsorientierte Politik	Regierung: angebotsorientierte Politik

Diese politische Aufgabenverteilung stimmt weitgehend mit den allgemeinen Orientierungen überein, die sich aus der Taylor-Regel ableiten lassen. Bei einem Nachfrageschock verlaufen beide Determinanten der Realzinsen in dieselbe Richtung, was eine Zinsreaktion erforderlich macht. Wie aus Diagramm 2 hervorgeht, verringert sich bei einem Angebotsschock kurzfristig die Produktion, während die Inflation anzieht. Damit heben sich die beiden Determinanten der Regel gegenseitig auf. Die Zinsen können konstant gehalten werden. Bei dieser Situation nähert sich die Taylor-Regel weitgehend einer Nominal-BIP-Regel an.⁵ Auf längere Sicht verringert der Schock die potentielle Produktion, so daß sich die Produktionslücke schließt. Nach einem einmaligen Sprung bleibt das Preisniveau konstant, so daß auch inflationsbedingt keine Zinsreaktion erforderlich ist.

⁵ Es besteht jedoch keine volle Übereinstimmung mit der Nominal-BIP-Regel, die eine Zinssenkung erfordern würde.

Tabelle 3: Die Taylor-Regel und die verschiedenen Arten von Schocks
(Plus- und Minuszeichen signalisieren die erforderliche Änderung der Nominalzinsen)

	Inflationärer Nachfrageschock	Angebotschock (Anstieg der Ölpreise) kurzfristig	Angebotschock (Anstieg der Ölpreise) langfristig
$\pi - \pi^*$	+	+	0
$(Y - Y^*)/Y^*$	+	-	0
Zinsen	Anstieg	Konstant	Konstant

Natürlich könnte die Aufgabe der Bewältigung von Nachfrageschocks auch der Fiskalpolitik der einzelnen Staaten übertragen werden. Bei Schocks allerdings, die das gesamte Euro-Währungsgebiet betreffen, bietet die Geldpolitik der EZB gegenüber nationalen Fiskalpolitiken aber offensichtlich eindeutige Vorteile:

- Die Entscheidungsprozesse der EZB sind deutlich schneller als die der nationalen Regierungen. Insbesondere können geldpolitische Maßnahmen nach Wegfall eines Schocks wesentlich einfacher zurückgenommen werden.
- Die EZB kann eine einheitliche politische Reaktion für das gesamte Euro-Währungsgebiet gewährleisten, während einzelne nationale Regierungen immer versucht sein könnten, sich als Trittbrettfahrer zu versuchen.
- Der Wachstums- und Stabilitätspakt läßt den Mitgliedstaaten wenig Spielraum für eine expansive Fiskalpolitik.

Ein Vergleich dieser Aufgaben mit der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie und den Aussagen der EZB-Vertreter belegt die offenkundige Notwendigkeit einer eingehenden Diskussion über die Rolle der EZB bei der kurzfristigen makroökonomischen Stabilisierung:

- In Anbetracht der nachweislichen Erfolge, insbesondere des Federal Reserve Board, muß das Standardargument, daß die Geldpolitik nicht in der Lage sei, auf kurzfristige wirtschaftlichen Schwankungen zu reagieren, genauer untersucht werden. Außerdem sollte die EZB ihre Definition der Begriffe „kurzfristig“ und „langfristig“ genauer erläutern. Anderenfalls besteht die Gefahr, daß die EZB mit ihrer Geldpolitik das ihr zu Gebote stehende Potential für eine makroökonomische Stabilisierung nicht voll ausschöpft oder daß sie durch ihre Zinspolitik Produktions- und Beschäftigungsschwankungen gar noch verstärkt.
- Daher sollte zumindest der Frage mehr Aufmerksamkeit gewidmet werden, wie eine Zentralbank eine „neutrale politische Haltung“ finden kann, die bei Nachfrageschocks eine stabilisierende Wirkung der Zinsen zuläßt.

2.3. Die quantitative Definition der Preisstabilität

Ein Thema, das mit der Reaktion der EZB auf Nachfrageschocks in Zusammenhang steht, ist die quantitative Definition der Preisstabilität. Es besteht weithin Einigkeit darüber, daß, aufgrund von Messungsproblemen, ein stabiles Preisniveau mit einem gewissen Anstieg des Preisindex vereinbar ist. Für die geldpolitische Praxis ist daher die akademische Diskussion des Zusammenhangs zwischen Stabilität des Preisniveaus und niedriger Inflation (Svensson 1999) von zweitrangiger Bedeutung.⁶ Wie bereits erwähnt, hat selbst die Bundesbank nie versucht, das Preisniveau stabil zu halten (Tabelle 1).

Daraus ergibt sich das schwierige Problem der Definition einer nicht-inflationären Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet. In der ersten Veröffentlichung ihrer stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie nannte die EZB als Ziel „unter 2 %“. Da sich diese Angabe als nicht eindeutig genug erwies, äußerte sich die EZB (1999a, S. 46) ausführlicher zu ihren Absichten. Die nicht-inflationäre Inflationsrate liegt in dem Bereich zwischen einer Obergrenze „unter 2 %“ und einer Untergrenze größer Null.⁷ Aus der von der EZB vorgenommenen Ableitung des „Referenzwerts“ für die Geldmenge läßt sich eine nicht-inflationäre Inflationsrate von 1,5 % errechnen.⁸ Hier wäre offenkundig eine transparentere Definition des Preisstabilitätsziels (entweder ein klar definierter Mittelwert oder ein präziser Zielbereich) möglich gewesen.

Im Vergleich zu den Inflationszielen anderer Zentralbanken hat sich die EZB ein recht ehrgeiziges Ziel gesteckt (Tabelle 4).

Tabelle 4: Inflationsziele anderer Zentralbanken

Zentralbank	Ziel
-------------	------

⁶ Selbst Svensson (1999, S. 6) gesteht zu: „Auch ich bin der Überzeugung, daß eine niedrige und stabile Inflation derzeit als Ziel für die Zentralbanken ehrgeizig genug ist.“

⁷ EZB (1999a, S. 47): „Deshalb wurde bei der Definition vermieden, ausdrücklich bestimmte Schätzwerte für den HVPI-Meßfehler zu berücksichtigen, während diesem Meßfehler gleichzeitig dadurch Rechnung getragen wurde, daß die untere Grenze für den Anstieg des Preisniveaus nicht mit Null angesetzt wurde.“

⁸ Die EZB geht von einem Trendwachstum des realen BIP im Bereich von 2-2 ½% pro Jahr aus, der Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit wird auf ca. ½ % -1% jährlich veranschlagt. Anhand der Mittelpunkte der beiden Bereiche und des Referenzwerts von 4 ½ % für M3 läßt sich eine nicht-inflationäre Inflationsrate von 1 ½ % errechnen.

Bank of England (BoE)	2,5 % (± 1 %)
Bank of Canada	1 - 3 %
Bundesbank	1985-1996: 2 % 1997-1998: 1,5-2,0 %
Reserve Bank of Australia	2-3 %
Reserve Bank of New Zealand	0-3%
Riksbank Schweden	2 % (± 1 %)

Für die EZB würde somit eine Inflationsrate im Bereich von 2 % bis 3 % bereits „Inflation“ bedeuten und eine entsprechende restriktive geldpolitische Reaktion erfordern, während alle anderen Zentralbanken dieses Ergebnis noch unter „Preisstabilität“ oder dieser Vorgabe sehr nahe kommend einstufen würden.⁹ Andererseits würde die derzeitige HVPI-Inflationsrate von 0,8 % für alle Zentralbanken außer der Reserve Bank of New Zealand bereits an Deflation grenzen. Die meisten Zentralbanken würde dies zu einer expansiveren politischen Haltung veranlassen, wohingegen dieser Zustand für die EZB offensichtlich noch unter „Preisstabilität“ einzuordnen wäre. Die EZB begründet ihren ehrgeizigen Ansatz wie folgt:

„Eurostat hat mit erheblichem Aufwand versucht, die Meßfehler im HVPI zu verringern oder zu beseitigen. Infolgedessen ist der Meßfehler beim HVPI wahrscheinlich geringer als bei den nationalen VPIs der das Euro-Währungsgebiet umfassenden Länder.“ EZB (1999a, S. 46)

Gleichzeitig gesteht sie allerdings ein:

„Inwieweit diese Versuche zur Minimierung des Meßfehlers beim HVPI erfolgreich waren, ist noch nicht bekannt.“ EZB (1999a, S. 46).

Es wird deutlich, daß das Problem der exakten Definition der nicht-inflationären Inflationsrate insbesondere in Zeiten sehr geringer Inflation von Bedeutung ist. Wird die nicht-inflationäre Inflationsrate zu niedrig angesetzt, verhindert dies eine geldpolitische Reaktion auf deflationäre Tendenzen. Klar ist allerdings auch, daß die Messung enorme Probleme bereitet.¹⁰

⁹ Im Vereinigten Königreich muß bei Abweichungen der Inflationsrate vom vorgegebenen Ziel um 1 % oder mehr in beiden Richtungen der Direktor der BoE in einem offenen Brief an den Finanzminister eine Erklärung für das Auftreten dieser Diskrepanz geben. (Allen 1999)

¹⁰ Hoffmann (1998, S. 195) im Schlußwort zu einer sehr detaillierten Studie zur Problematik der Messung des VPI in Deutschland: „Es handelt sich also um eine mehr oder weniger begründete Spekulation, für die der Anspruch auf Wissenschaftlichkeit nur sehr eingeschränkt erhoben werden kann.“

Es sollte daher von einem sehr vorsichtigen Ansatz ausgegangen werden. Eine relativ einfache Lösung läßt sich für den Fall eines negativen Nachfrageschocks entwickeln. In diesem Fall hat die EZB die Möglichkeit, die Produktionslücke als zusätzlichen Indikator für deflationäre Tendenzen zu verwenden. Dies gestattet die Ableitung einer zusätzlichen theoretischen Begründung der Taylor-Regel. Die Zentralbank muß demzufolge für ein und denselben Schock zwei unterschiedliche Indikatoren verwenden:

- die Produktionslücke und
- die Abweichung der Inflationsrate von der nicht-inflationären Inflationsrate.

Aufgrund von Problemen bei der Messung beider Indikatoren kann die EZB die Taylor-Regel als Indikator für Nachfrageschocks verwenden, somit ergibt sich ein einfaches arithmetisches Mittel aus zwei zusammenhängenden Variablen. Auch dies wieder verweist auf die Notwendigkeit der Beobachtung kurzfristiger Schwankungen der Realproduktion bei der Durchführung der Geldpolitik der EZB.

2.4. Gibt es einen spezifischen Beitrag der Geldpolitik zum Problem der Arbeitslosigkeit?

Die bislang in diesem Kapitel verwendeten einfachen makroökonomischen Konzepte haben den Nachteil, daß sie völlig statisch angelegt sind. Sie können also nicht dazu herangezogen werden, die Auswirkungen der Geldpolitik auf das Wirtschaftswachstum und die Konsequenzen einer höheren Wachstumsrate auf die Beschäftigungslage zu beurteilen. Diese Zusammenhänge sind naturgemäß äußerst komplex. Die EZB geht davon aus, daß Preisstabilität mit zu einem Anziehen der Investitionstätigkeit beiträgt:

„Ein besonderer Nutzen eines stabilen Preisumfelds besteht darin, daß Kreditnehmer nicht zusätzlich zur Kasse gebeten werden, um das Risiko eines unerwarteten Anstiegs des allgemeinen Preisniveaus aufzufangen. In der Folge werden die Realzinsen, d.h. die Zinsen für die erwartete Inflation, niedriger sein, was die Menschen ermutigen wird, mehr Mittel in Produktionsaktivitäten zu investieren.“ (Duisenberg 1998b)

Tatsächlich zeigt Diagramm 9, daß die langfristigen Realzinsen im Euro-Währungsgebiet derzeit - verglichen mit den 90er und den 80er Jahren und auch im Vergleich mit den Vereinigten Staaten und dem zweiten Ölpreisschock - auf einem sehr niedrigen Stand sind.

3. Die „zwei Säulen“

Wenn eine Zentralbank ihr Endziel oder ihre Endziele erreichen will, benötigt sie ein „Navigationssystem“, das idealerweise mithilft bei der Erkennung

- gegenwärtiger oder künftiger Schocks, die die Realisierung des Endziels bzw. der Endziele gefährden könnten
- einer „neutralen“ politischen Haltung für eine mittelfristig ausgerichtete Politik.

Mit der stabilitätorientierten geldpolitischen Strategie hat sich die EZB dafür entschieden, hierfür auf „zwei Säulen“ zu setzen: einen „Referenzwert“ für die Geldmenge M3 und eine „breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung“.

3.1. „Eine herausragende Rolle der Geldmenge“

Die Geldmengensteuerung folgt einer einfachen Logik. Grundsätzlich sollte sie die Ableitung eines mittelfristigen Wegs für die Geldmenge ermöglichen, der mit einem stabilen Preisniveau und einem kontinuierlichen Wachstum der Realproduktion vereinbar ist. Unter idealen Voraussetzungen würde somit die Geldmengensteuerung zu einer „neutralen“ geldpolitischen Haltung führen. Weicht die Geldmenge von diesem Ziel ab, erfordert dies die Anhebung oder Senkung der kurzfristigen Zinsen. Ein derartiger Rahmen ist naturgemäß nicht in der Lage

- Schocks zu identifizieren, die durch andere Faktoren als die Geldpolitik ausgelöst werden,
- eine geldpolitische Reaktion auf derartige Schocks vorzugeben.

Wie bereits erwähnt, ließe sich eine derartige neutrale Rolle der Geldpolitik mit den Schwierigkeiten bei der Prognose von Nachfrage- und Angebotsschocks und durch die „lang anhaltenden und wechselnden Lags“ der Geldpolitik begründen. Für diesen Ansatz, der davon ausgeht, daß die Geldmenge als geldpolitisches „Zwischenziel“ genutzt wird, müssen zwei wichtige Voraussetzungen gegeben sein (Issing 1993, S. 167):

- Die Zentralbank muß in der Lage sein, mit ihren Operationszielen die Geldmenge zu steuern.

- Die Geldmenge muß die Hauptdeterminante für die künftige Inflationsrate sein, d.h. sie muß als Vorlaufindikator für die Inflationsrate dienen.

Durch Steuerung des Geldmengenwachstums mit Hilfe kurzfristiger Zinsen kann eine Zentralbank also die Inflationsrate (ihr Endziel) indirekt steuern.

3.1.1. Die Kontrollierbarkeit der Geldmenge M3

Wenngleich die EZB der Geldmenge eine „herausragende Rolle“ zuweist, nimmt sie nicht für sich in Anspruch, die Geldmenge M3 steuern zu können:

„Daher muß das monetäre Aggregat für das Euro-Währungsgebiet, für das der Referenzwert angekündigt wird, nicht auf kurze Sicht anhand eines kurzfristigen nominalen Zinssatzes, der vom Eurosystem sehr genau beeinflußt wird, kontrollierbar sein.“ EZB (1999a, S. 48)

Für diese mangelnde Kontrollierbarkeit kann es zwei Ursachen geben:

- Die Nachfrage nach der Geldmenge M3 ist langfristig stabil, kurzfristig jedoch instabil.
- Die Nachfrage nach der Geldmenge M3 hängt von Zinsvariablen ab, die von der EZB nicht direkt gesteuert werden können.

Das erstgenannte Problem ist ein typisches Kennzeichen aller Geldmengennachfragefunktionen.¹¹ Unregelmäßige kurzzeitige Schwankungen der Geldnachfrage machen es sehr schwierig, Divergenzen zwischen der tatsächlichen Geldmenge und dem Geldmengenziel als Grundlage für die Zinspolitik heranzuziehen. Der „Referenzwert“ für die Geldmengenwachstumsrate dürfte somit im allgemeinen für die Festlegung einer „neutralen“ geldpolitischen Haltung der EZB auf Tagesbasis wenig hilfreich sein.

Das zweite Problem ist ernsterer Natur. Wenn die Operationsziele der EZB keinen systematischen Einfluß auf die M3-Wachstumsraten haben, ist der gesamte Ansatz hinfällig. In diesem Kontext muß darauf hingewiesen werden, daß die Stabilität der Geldnachfrage eine notwendige, jedoch allein nicht ausreichende Voraussetzung für die Geldmengensteuerung ist. Wenn der in derartigen Regressionen verwendete Zinssatz von der Zentralbank nicht gesteuert werden kann (z.B. bei einem langfristiger Zinssatz oder einer

¹¹ Eine Übersicht findet sich bei Schächter (1999).

Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen) ist die zweite Voraussetzung für eine Zwischenvariable nicht gegeben. Tatsächlich zeigte in der Vergangenheit die Euro-Geldmenge M3 wenig Reaktion auf Veränderungen der kurzfristigen Nominalzinsen im Euro-Währungsgebiet.¹² Falls hier überhaupt ein Zusammenhang besteht, dann ist dies eine positive Zinselastizität der Geldnachfrage nach Euro M3 (Diagramm 10).

Die EZB ist sich dieses Steuerungsproblems bewußt. Sie vermeidet daher die Bezeichnung „Zwischenziel“ und spricht statt dessen von einem „Referenzwert“. Dies wirft allerdings die Frage der Funktion dieses Referenzwerts im Unterschied zu der Rolle eines Zwischenziels auf.

Mangelnde Kontrollierbarkeit ist anscheinend ein generelles Problem der Geldmengensteuerung. Dies gilt sogar für die Bundesbank, neben der Schweizerischen Nationalbank, bislang eine der überzeugtesten Verfechterinnen dieses Ansatzes. Die Erfahrung der Bundesbank zeigt, daß das Steuerungsproblem nicht rein kurzfristiger Art ist, sondern auch mittel- und langfristig auftritt. Diagramm 11 zeigt die Entwicklung der Geldmenge M3 in Deutschland nach der Wiedervereinigung und einen auf die Jahresziele der Bundesbank gestützten mittelfristigen Zielpfad von 5 %. Selbst über einen derart langen Zeitraum hinweg ist es der Bundesbank nicht gelungen oder aber war sie nicht gewillt, das Ziel zu erreichen. Noch erstaunlicher ist, daß die Bundesbank, trotz eines über die meiste Zeit hinweg zu starken Geldmengenwachstums, nach dem September 1992 die Zinssätze kontinuierlich gesenkt hat. Dieses Ergebnis belegen auch ausführlichere Untersuchungen, die sich auf Reaktionsfunktionen für die Zinssätze der Bundesbank stützen (Clarida und Gertler 1996, Schächter 1999). Übereinstimmend gelangen sie zu der Schlußfolgerung, daß die monetären Ziele bei den Entscheidungen der Bundesbank lediglich eine untergeordnete Rolle spielten.

Die in Deutschland gemachten Erfahrungen lassen auch gewisse Zweifel an der Eignung der Geldmenge als Indikator aufkommen. Die EZB stellt fest:

¹² Anders bei der Geldmenge M1; sie ist laut EZB „über die kurzfristigen Nominalzinsen (...) zu steuern (...)“ (EZB 1999a, S. 48). Dieses Aggregat hat allerdings den Nachteil, daß die zweite Voraussetzung für ein Zwischenziel nicht gegeben ist. Der EZB zufolge (1999a, S. 48) zeichnete sich die enge WWU-weite Geldmenge dadurch aus, daß sie „weder eine stabile Beziehung zum Preisniveau noch wesentliche Indikatoreigenschaften aufwies.“

„(...) erhebliche und anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert [würden] unter normalen Bedingungen Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht signalisieren.“ (EZB 1999a, S. 48).

Der Fall Deutschlands belegt jedoch, daß trotz eines „exzessiven“ Geldmengenwachstums nach 1991 die Inflation deutlich zurückging. Dies bestätigt auch Svensson (1999, S. 34):

„Es ist leicht zu erkennen (...), daß ein derartiger Indikator für das Geldmengenwachstum als Indikator für die Gefährdung der Preisstabilität relativ nutzlos ist und auch für die Abweichung der aktuellen Inflation vom Inflationsziel ist er allenfalls ein unzuverlässiger Indikator.“

Tatsächlich ist aus Diagramm 12 ersichtlich, daß die Geldmengenwachstumsrate im Euro-Währungsgebiet mehr oder minder parallel zur Inflationsrate verläuft. Seit 1995 signalisiert die Wachstumsrate ein Anziehen der Inflation, eingetreten ist jedoch der gegenteilige Fall.

3.1.2. Bedeutung für die Politik der EZB

Die Analyse der „ersten Säule“ der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB führt zu einem einigermaßen erschreckenden Ergebnis. Die EZB vertritt den Standpunkt, das Geldmengenwachstum sei eine Hauptdeterminante künftiger Preistrends:

„Inflation ist letztendlich ein monetäres Phänomen“ (EZB 1999a, S. 47).

Wenn jedoch die EZB nicht in der Lage ist, die Geldmenge zu kontrollieren, so folgt daraus, daß sie auch keinerlei Kontrolle über das Preisniveau ausübt. Die EZB gesteht verständlicherweise mangelnde Kontrolle lediglich auf kurze Sicht ein, sie weist jedoch nicht nach, wie sie mittelfristig eine Geldmengensteuerung bewerkstelligen könnte. Wenn die Geldmengennachfrage im Euro-Währungsgebiet nicht von kurzfristigen Zinssätzen abhängt, dann gibt es offenkundig auch keine Handhabe, um dieses Aggregat auf mittlere Sicht zu steuern. Bei diesem Widerspruch erweist sich die - vorwiegend semantische - Unterscheidung zwischen „Zwischenziel“ und „Referenzwert“ anscheinend als wenig hilfreich.

Zudem birgt ein auf der Geldmengentheorie basierendes „Navigationssystem“ die Gefahr, daß es jede geldpolitische Reaktion auf temporäre Nachfrageschocks von vornherein ausschließt. Wie bereits erwähnt, vertritt bislang keine einzige Zentralbank eine derart

„passive“ politische Haltung. Sollte sie sich strikt an eine solche Leitlinie halten, so würde dies bedeuten, daß die EZB die Wirtschaftspolitiken der Mitgliedstaaten in der Gemeinschaft nicht in vollem Umfang unterstützt.

Die EZB sollte also dem Beispiel aller übrigen Zentralbanken folgen, die monetäre Ziele als vorherrschendes Navigationssystem ihrer geldpolitischen Praxis nicht mehr anwenden.¹³ Es wurde bereits angesprochen, daß selbst die Bundesbank ihre monetären Zielvorgaben nicht weiter beachtet. Dies bedeutet nicht, daß das Geldmengenwachstum keinen Informationsgehalt für die Geldpolitik hätte, fraglich ist jedoch, ob ihm „eine herausragende Rolle“ zuzumessen ist.

Dies erfordert eine Neubeurteilung der ersten Säule der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB. Für die Transparenz ihrer Geldpolitik ist es wenig hilfreich, einen Referenzwert für die Geldmenge zu proklamieren, den sie nicht steuern kann. Unklar ist auch, ob ein derartiger „Referenzwert“ geeignet ist, als „Neutralitäts“-Benchmarkwert für die Zinspolitik der EZB zu fungieren, wie er für eine Strategie, die versucht, das Preisniveau nur „auf mittlere Sicht“ zu kontrollieren, erforderlich wäre.

3.2. „Eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung“

Die zweite Säule der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB ist „eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet“ (EZB 1999a, S. 49). Auf den ersten Blick scheint diese Säule identisch zu sein mit einer Inflationsprognose der EZB mit einem Vertrauensintervall. Allerdings vermeidet die EZB die Bezeichnung „Prognose“, wobei unklar bleibt, worin sich eine „Beurteilung der künftigen Inflationsaussichten“ von einer „Inflationsprognose“ unterscheidet.

¹³ Bei genauerer Betrachtung der Geldmengentheorie erweist sich, daß diese Theorie vorwiegend auf solche Länder zutrifft, in denen die Zentralbank ein hohes Staatsdefizit finanziert. Nur unter dieser Voraussetzung ist ein stabiles (1:1) Verhältnis zwischen einem exogenen Geldmengenwachstum und einem Anstieg der Gesamtnachfrage gegeben. Siehe Bofinger et al. (1997). Taylor (1998, S. 9) gelangt zu einem ähnlichen Schluß: „Wenn die Inflation sehr hoch oder aber negativ wird, verlieren die Zinssätze ihren Sinn, da sich die Inflationserwartungen stark verschieben und nur schwer zu messen sind. Unter diesen Umständen verlieren Zinssatzregeln ihre Vorteile gegenüber Geldmengenregeln und brechen komplett weg.“ Situationen mit extrem hoher Inflation sind zumeist Situationen, in denen die Zentralbank ein Staatsdefizit finanziert.

Die EZB beabsichtigt, diese Beurteilung auf „eine breite Palette von Konjunkturindikatoren“ zu stützen, die „viele Variablen [umfaßt], die Vorlaufindikatoreigenschaften für zukünftige Preisentwicklungen besitzen“. Diese Variablen „beinhalten u.a.:

- die Löhne,
- die Wechselkurse,
- die Anleihekurse und die Zinsstrukturkurve,
- verschiedene Meßgrößen für die reale Wirtschaftstätigkeit,
- fiskalpolitische Indikatoren,
- Preis- und Kostenindizes und
- Branchen- und Verbraucherumfragen.“ (EZB 1999a, S. 49)

Es mutet etwas seltsam an, daß die EZB nicht die Absicht hat, in diese Säule auch monetäre Daten (Geldmengen und/oder kurzfristige Zinssätze) einzubeziehen. Davon abgesehen sind alle genannten Indikatoren wichtige Determinanten einer Inflationsprognose. Und in der Tat stellt die EZB fest:

„Offensichtlich wird es auch nützlich sein, die Inflationsprognosen, in die all diese Variablen eingegangen sind, (...) zu verwenden (...). Diesbezüglich wird das Eurosystem (...) auch eine eigene Einschätzung der zukünftigen Preisperspektiven liefern.“ (EZB 1999a, S. 49)

Nun ist dies zwar offensichtlich, doch erscheinen die Schlußfolgerungen, die die EZB daraus zieht, etwas vage:

„ (...) eine Prognose [kann] nicht alle Indikatorvariablen, die für die Geldpolitik wichtig sind, berücksichtigen. Des weiteren können nicht immer alle Indikatoren zeitnah einfließen. Daher muß neben der Bedeutung, die diese Variablen bei der Prognose haben können, einer eingehenden Analyse der einzelnen Indikatorvariablen eine wichtige Rolle in der gesamten, breit angelegten Beurteilung der Perspektiven für die Preisentwicklung zukommen. *Sowohl* (Kursivschrift von mir eingefügt, P.B.) die Prognosen als auch die Analyse einzelner Indikatoren dienen der Information des EZB-Rates über das jeweilige makroökonomische Umfeld und die Störfaktoren für die Wirtschaft, von denen die geldpolitischen Entscheidungen in der Regel abhängig sind.“ (EZB 1999a, S. 49-50).

Dies Feststellung wirft gleich mehrere wichtige Fragen auf:

- Welche Variablen können in einer Inflationsprognose nicht berücksichtigt werden, obwohl sie für eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik wichtig sind?
- Weshalb können in eine Prognose geldpolitisch relevante Indikatoren nicht „zeitnah“ einfließen?
- In welcher Weise unterscheidet sich eine „eingehende Analyse der einzelnen Indikatorvariablen“ in der „breit angelegten Beurteilung der Perspektiven für die Preisentwicklung“ von den üblichen Vorbereitungen für eine Inflationsprognose?
- Welche zusätzlichen Informationen gegenüber einer umfassenden Inflationsprognose sind von der Analyse der einzelnen Indikatoren zu erwarten?

Alles in allem sind die Grundlagen der zweiten Säule der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB nur schwer nachvollziehbar. Will die EZB damit lediglich sagen, daß sie alle für zukünftige Preisentwicklungen relevanten Informationen einzubeziehen beabsichtigt? Dagegen wäre nicht einzuwenden, doch könnte in diesem Fall die zweite Säule nicht gerade als wichtiger Beitrag zur Transparenz der EZB gewertet werden. Es würde lediglich das offenkundige bestätigt. Doch selbst in diesem Fall bliebe offen, weshalb die EZB zwischen „Prognose“ und „Beurteilung“ unterscheidet. Meidet sie den Begriff „Prognose“, weil sie nicht gewillt ist, ihre Inflationsprognosen zu veröffentlichen? Und: Wie will die EZB Entscheidungen treffen, wenn sie „mechanistische Reaktionen auf wenige (...) Indikatoren“ ausschließt. (EZB 1999a, S. 50). Ist es wirklich möglich, ohne eine - mehr oder minder exakte - Inflationsprognose über Zinsänderungen zu entscheiden?

3.3. „Eine neue und klare Strategie“?

In Anbetracht der Schwierigkeiten, die das Verständnis und die Interpretation der beiden Säulen aufwerfen, fällt es schwer, dem Urteil der EZB über ihre stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie zu folgen:

„Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, so wie sie oben beschrieben wurde, stellt eine neue und klare Strategie dar, die die besonderen Umstände und das institutionelle Umfeld, unter denen das Eurosystem operiert, widerspiegelt.“ (EZB 1999a, S. 50).

Unklar bleibt vor allem, wie die Strategie „jene wirtschaftlichen Störungen, die die Preisstabilität gefährden“ (EZB 1999a, S.50) feststellen will. Der „Referenzwert“ für M3 ist

bestenfalls dazu geeignet, von der EZB verursachte Schocks zu vermeiden, da er jedoch von der Geldmengentheorie abgeleitet ist, eignet er sich nicht für die Bewältigung von Nachfrage- oder Angebotschocks. Die zweite Säule mag zwar durchaus über das Potential verfügen, derartige Schocks festzustellen, doch aus den vagen und sehr allgemein gehaltenen Formulierungen der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie geht nicht hervor, wie dies erreicht werden soll. In der Folge bleibt auch die Frage ungeklärt, wie die stabilitätsorientierte Strategie in der Lage sein soll, auf diese wirtschaftlichen Störungen „mit geldpolitischen Maßnahmen zu reagieren, die diesen Risiken begegnen (...)“.

Ein weiteres Problem betrifft die Zusammenhänge zwischen beiden Säulen. Offenkundig scheint, daß die monetären Entwicklungen eine wichtige Determinante jeder Beurteilung der zukünftigen Preisentwicklungen darstellen, insbesondere da die EZB nicht in der Lage ist, mit ihren Operationszielen die Geldmenge M3 zu kontrollieren. Richtiger müßte demnach von nur einer statt von zwei Säulen die Rede sein. Wenn allerdings die EZB an zwei Säulen festhalten will, wird sie sich vor das schwierige Problem gestellt sehen, eine Beurteilung der zukünftigen Preisentwicklungen vorzunehmen, ohne hierfür monetäre Aggregate zu verwenden. Auch könnte das Problem auftreten, daß die beiden Säulen Widersprüchliches signalisieren.

3.4. Weshalb kein Inflationsziel?

Besser veranschaulichen lassen sich die Vor- und Nachteile der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB in der Gegenüberstellung mit der Strategie der Bank of England (BoE) - und einiger anderer Zentralbanken - seit 1992. Die „Inflationszielsteuerung“ der BoE¹⁴ unterscheidet sich von der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB vor allem in drei Punkten:

- Das Inflationsziel ist exakt definiert: ein Anstieg des Einzelhandelspreisindex vor indirekten Steuern um 2 ½ %.
- Die BoE legt jeweils für zwei Jahre im voraus regelmäßige Projektionen des Einzelhandelspreisindex vor indirekten Steuern vor, wobei sie von konstanten Nominalzinsen ausgeht. Die Projektion wird als Fächerdiagramm dargestellt, in dem die Wahrscheinlichkeitsverteilung für die Inflation als Kontur eingetragen ist. Zusätzlich wird eine Projektion des realen BIP vorgelegt.

¹⁴ Eine neuere Untersuchung findet sich bei Allen (1999)

- In den Projektionen der BoE spielen Geldmengenaggregate eine wichtige, jedoch keine „herausragende“ Rolle.

Vergleicht man beide Strategien, wird deutlich, daß die Vorgehensweise der BoE transparenter ist als die der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB. Mit dem exakt vorgegebenen Inflationsziel und der Inflationsprojektion erhält die Öffentlichkeit einen eindeutigen Rahmen für die Beurteilung der Geldpolitik an die Hand. Die Inflationsprojektion in Verbindung mit einer Projektion des realen BIP zeigt auf transparente und nachprüfbar Weise, wie die BoE die Auswirkungen von Angebots- und Nachfrageschocks beurteilt. Zudem wird bei einer Zinsänderung immer auch eine Änderung der Inflationsprojektion notwendig.

Trotz dieser Vorteile einer „Inflationszielsteuerung“ ist die EZB nicht bereit, sich diesem Beispiel anzuschließen. Mit den Worten von Issing (1998):¹⁵

„ (...) unter den gegebenen Umständen erscheint eine reine Strategie der „direkten Inflationszielsteuerung“ für das ESZB zu einfach und möglicherweise sogar mißverständlich. (...) Aufgrund der bekannten Lags beim Transmissionsmechanismus der Geldpolitik an die Wirtschaft generell und das Preisniveau insbesondere ist es für eine Zentralbank unmöglich, die Inflation direkt zu steuern. In der Praxis läuft die ‚Inflationszielsteuerung‘ daher auf eine ‚Inflationsprognosesteuerung‘ hinaus, wobei die Zentralbank ihre Geldpolitik so ausrichtet, daß sie ihre beste Inflationsprognose auf dem mit der Preisstabilität zu vereinbarenden Niveau hält. (...) Die Unsicherheit der Prognose ist hierbei wahrscheinlich sehr groß, womit möglicherweise die gesamte Strategie der Inflationszielsteuerung unwirksam wird.“

Wenn die EZB jedoch nicht in der Lage ist, eine Inflationsprognose oder -projektion vorzulegen - selbstverständlich unter Verwendung „eines weitreichenden Anteils einer Beurteilungskomponente“ (Issing 1998) und des Informationsgehalts von Geldmengenaggregaten - wie soll sie dann in der Lage sein herauszufinden, ob eine bestimmte politische Haltung dazu geeignet ist, ihr selbst gesetztes Endziel zu erreichen? Issing hat recht, daß Inflationsprognosen für das Euro-Währungsgebiet sehr schwierig sind, doch eine Inflationsprognose für eine große und relativ in sich geschlossene Volkswirtschaft dürfte einfacher zu erstellen sein als für kleinere und wesentlich offenere Volkswirtschaften wie die bisherigen nationalen Währungsgebiete der EU. Bereits unter diesen Umständen

¹⁵ Issing (1998).

waren die Inflationsprognosen für Deutschland wesentlich genauer als Prognosen für alle anderen makroökonomischen Variablen. (Döpke und Langfeldt 1995).

Issing (1998) spricht auch das Problem an, daß „die Verwendung einer Beurteilungskomponente Außenstehende davon abhalten könnte, vorschnell die Zuverlässigkeit und die Tragfähigkeit der von der EZB verwendeten Inflationsprognoseverfahren zu bewerten.“¹⁶ Da ein starker Wettbewerb der Prognosen unterschiedlicher (nationaler und internationaler, privater und öffentlicher) Institutionen jedoch immer gegeben ist, würde eine Inflationsprognose der EZB in jedem Fall von der Öffentlichkeit genauestens überprüft, wodurch alle Formen einer „Urteilsmanipulation“ (Issing 1998) durch die EZB effektiv eingeschränkt würden.

Einen weiteren Nachteil der „Inflationszielsteuerung“ sieht Issing (1998) hinsichtlich der Rechenschaftspflicht der EZB:

„ (...) eine Strategie, die monetären Aggregaten eine herausragende Rolle zumißt, betont die Verantwortlichkeit des EZBS für monetäre Impulse für die Inflation, die eine Zentralbank besser kontrollieren kann als die eigentliche Inflation.“

Ähnlich argumentiert von Hagen (1998, S. 20):

„ (...) monetäre Zielsteuerung zeigte, daß die Bank (die Bundesbank; P.B.) die Verantwortlichkeit für die Inflation übernahm, allerdings nur für den geldpolitisch bedingten Teil der Inflation, nämlich den übermäßigen Geldmengenzuwachs.“

Nachdem die EZB selbst eingesteht, daß sie kurzfristig nicht in der Lage ist, die Geldmenge zu kontrollieren (siehe Abschnitt 3.1.1) und nachdem sie offen gelassen hat, wie dies mittel- und längerfristig geschehen soll, erscheint dieser Vorteil der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie nicht besonders überzeugend. Zudem weist, wie Svensson (1999, S. 35) betont, der Vertrag von Maastricht die „Preisstabilität“ als vorrangiges Ziel der EZB aus - ungeachtet von der Art des jeweiligen Schocks. Tatsächlich belegt die Untersuchung in Abschnitt 2.2.1, daß es für eine Zentralbank Sinn macht, auf Nachfrageschocks zu reagieren und daß die Bundesbank und andere Zentralbanken dies schon seit jeher tun. Auch die Praxis der BoE unterstreicht, daß die Zentralbank im Zuge der Strategie der

„Inflationszielsteuerung“ eine eindeutige Verantwortlichkeit für die Inflation trägt. Durch den Vergleich von Projektion und Inflationsziel läßt sich relativ einfach feststellen, wie geldpolitisch zu reagieren ist. Wenn beispielsweise die Projektion über dem Ziel liegt, steht die Zentralbank eindeutig in der Pflicht, ihre Zinssätze zu korrigieren. Eine derartige Vorgehensweise eignet sich auch bei Schocks vorübergehender Natur, z.B. eine Anhebung der indirekten Steuern, oder einen Angebotschock. In diesem Fall zeigt die Projektion nach einem Jahr einen Rückgang der Inflationsrate, so daß eine restriktive politische Reaktion vermieden werden kann. Durch die Verwendung eines Preisindex, der die Auswirkungen indirekter Steuern ausschließt, lassen sich derartige Probleme von Beginn an umgehen.

Berücksichtigt man die zahlreichen Ungereimtheiten der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie der EZB und die Notwendigkeit von Inflationsprognosen (oder Beurteilungen oder Projektionen) für eine vernünftige Geldpolitik, erscheint es letztlich nicht erklärlich, weshalb die EZB sich so beharrlich weigert, die Strategie der Inflationszielsteuerung zu übernehmen. Es besteht kein Zweifel, daß dieser Ansatz - mit all seinen unübersehbaren Problemen - die Transparenz, die Nachprüfbarkeit und damit die Glaubwürdigkeit der EZB erhöhen würde. Die Notwendigkeit, ihre Prognosen zu veröffentlichen, würde zudem das Bewußtsein der EZB für Angebots- und Nachfrageschocks schärfen. All dies würde dazu beitragen, das Ziel der Preisstabilität mit besseren Ergebnissen bei den übrigen makroökonomischen Zielen zu erreichen.

¹⁶ Siehe auch von Hagen (1998, S. 28): „Der Signalwert der Inflationsprognose wird somit dadurch verringert, daß die Komplexität ihrer Ableitung erheblichen Spielraum für kosmetische Schönfärbung der Geldpolitik läßt.“

4. Operationsziele und Indikatoren der EZB

Wie bereits angesprochen, stellt sich die Geldpolitik als ein in drei Stufen untergliederter Prozeß dar. In der ersten Stufe müssen die Endziele definiert werden. In der zweiten Stufe muß ein Rahmen (oder Navigationssystem) aufgestellt werden, der (bzw. das) - anhand konstanter politischer Parameter - Abweichungen der prognostizierten Werte der Endvariablen von den Zielwerten identifiziert. In der dritten Stufe werden Indikatoren benötigt, die anzeigen, ob und wie eine Zentralbank ihre Instrumente so einsetzt, wie dies vom Navigationssystem vorgegeben wird.

Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie der EZB äußert sich hierzu nicht konkret, sie bestätigt aber immerhin die Notwendigkeit, „mit geldpolitischen Maßnahmen zu reagieren, die diesen Risiken (wirtschaftliche Störungen, die die Preisstabilität gefährden; P.B.) begegnen und die angemessen sind in bezug auf die jeweilige wirtschaftliche Lage und die Art der Gefährdung.“ (EZB 1999a, S. 50).

Um die „geldpolitischen Maßnahmen“ zu bestimmen, ist es sinnvoll, sich auf Variablen zu konzentrieren, die von der Zentralbank in jeder Hinsicht kontrollierbar sind. Diese Einschränkung läßt nur zwei Möglichkeiten: die monetäre Basis oder ein kurzfristiger Zinssatz. Ausgehend von der Praxis aller Zentralbanken auf der ganzen Welt kann man auch die monetäre Basis ausschließen, bleibt also der kurzfristige Zinssatz. Dieser Zinssatz spiegelt den Preis wider, zu dem die Zentralbank bereit ist, dem Finanzsystem Basisgeld zuzuführen, d.h. der Input für den Prozeß der Geldschaffung, für den sie der Monopollieferant ist.

4.1. Der kurzfristige Realzinssatz

Wegen seiner Auswirkungen auf die realen Wirtschaft muß der Preis dieser Ressource als reale Größe bestimmt werden. Entscheidend ist somit der kurzfristige Realzins. Während es schwierig ist, Realzinsen für längere Laufzeiten zu berechnen, kann man für den kurzfristigen Bereich (einen Tag bis drei Monate) als Deflator einfach die aktuelle Inflationsrate verwenden. Da sich die Inflationsrate über kürzere Zeiträume hinweg relativ träge verhält, kann die Zentralbank einen solchen Realzins perfekt steuern.¹⁷

¹⁷ In Ländern mit hoher Inflationsrate kann die Inflationsrate allerdings auch kurzfristig sehr instabil werden.

Für Deutschland läßt sich belegen, daß die kurzfristigen Zinsen sehr direkte Auswirkungen auf die Zinssätze haben, die die Geschäftsbanken ihren Kunden berechnen. Aus Diagramm 13 ist ersichtlich, daß die deutschen Banken auf die Sätze, die sie an die Bundesbank zu entrichten haben, einen ziemlich stabilen Aufschlag berechnen. Ein interessanter Aspekt dieser Zusammenhänge ist der Einfluß der konjunkturellen Lage auf die Höhe des Aufschlags. (Hülsewig 1999)

Die empirischen Belege für Deutschland und die Vereinigten Staaten zeigen, daß deutliche Änderungen der kurzfristigen Realzinsen erhebliche Auswirkungen auf das reale BIP nach sich ziehen. Allen größeren Rezessionen in Deutschland und den Vereinigten Staaten ging ein deutlicher Anstieg der kurzfristigen Realzinsen voraus (Diagramme 14 und 15). Dieses Ergebnis kann nicht überraschen. Wenn das Haupt-Operationsziel der Zentralbanken keine Wirkung auf die reale Produktion hätte, würde sich jede geldpolitische Erörterung erübrigen.

Indirekt bestätigt die EZB die Bedeutung dieses Indikators. In ihrem Monatsbericht vom Februar 1999 vertritt die EZB den Standpunkt, daß aufgrund sehr niedriger kurzfristiger (und auch langfristiger) Realzinssätze „die monetären und finanziellen Bedingungen für anhaltendes Produktions- und Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet (...) daher günstig [sind].“ (EZB 1999b, S. 6). In ihrem Monatsbericht für März erörtert sie ausführlich „Wichtige Überlegungen zur Analyse der Realzinsen im Euro-Währungsgebiet“.

Betrachtet man die Entwicklung der kurzfristigen Realzinsen auf längere Sicht, liegt der derzeitige kurzfristige Realzinssatz im Euro-Währungsgebiet historisch und international gesehen tatsächlich sehr niedrig. (Diagramm 16). Nur in den 70er Jahren lagen die Realzinsen mit einem durchschnittlichen Zinssatz von 0,9 Prozent in den USA und 1,9 Prozent in Deutschland niedriger. Diese Inflationszeit dürfte allerdings nicht die geeigneten Benchmark-Werte liefern. Vor allem liegt der Realzins für das Euro-Währungsgebiet derzeit deutlich niedriger als während der Rezession 1993. Damit scheint die EZB, entgegen ihren Ankündigungen, mit ihrer Zinspolitik doch auf die derzeit relativ schwache wirtschaftliche Lage Rücksicht zu nehmen. Dies bestätigen auch die Ergebnisse der Anwendung der einfachen Taylor-Regel auf das Euro-Währungsgebiet (Diagramm 17). Daraus geht hervor, daß die Realzinsänderungen in die richtige Richtung gingen. Eine

Beurteilung der Höhe der Zinsen hängt davon ab, mit welchen Parametern die Taylor-Regel berechnet wird. Legt man ein Inflationsziel von 2 % und einen durchschnittlichen Realzins für das Euro-Währungsgebiet während der 90er Jahre von 3,5 % zugrunde, ergibt dies nach der Taylor-Regel einen Nominalzins von 3 %. Bei einem Inflationsziel von 1,5 % und einem durchschnittlichen Realzins von 2,5 % (der Wert für Deutschland seit den 60er Jahren, der auch für das Euro-Gebiet mit seiner stabilitätsorientierten geldpolitischen Ausrichtung zutreffend scheint) errechnet sich nach der Taylor-Regel ein Nominalzins von 2,4 %. Aus monetärer Sicht besteht somit derzeit für das Euro-Währungsgebiet keine Deflationsgefahr. Wie aus den Diagrammen 14 und 15 hervorgeht, lag bislang noch vor jeder Rezession eine Zeit extrem hoher kurzfristiger Realzinsen.

Die Erfahrungen der Vereinigten Staaten aus den Jahren 1992/93 zeigen, daß eine Zentralbank niedrigere kurzfristige Realzinsen ansteuern und damit versuchen kann, das reale BIP-Wachstum anzuregen, ohne daß dadurch die Inflationsrate zunimmt. Selbstverständlich muß bei einer derartigen Politik mit besonderer Vorsicht vorgegangen werden, um inflationären Erwartungen vorzubeugen. Ergänzend hierzu zeigt Diagramm 9, daß trotz sehr deutlicher Unterschiede der kurzfristigen Realzinsen in Deutschland und den Vereinigten Staaten die langfristigen Realzinsen nahezu gleich lagen. Dennoch bleibt der EZB immer noch ein gewisses Potential zur Senkung ihrer Zinssätze, ohne daß hierdurch eine Inflation hervorgerufen würden.

4.2. Die Zinsstrukturkurve

In der Diskussion über geldpolitische Indikatoren wird die **Zinsstrukturkurve** (definiert als Unterschied zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen) häufig als wichtiger Indikator für die geldpolitische Einstellung betrachtet (Estrella und Mishkin 1995). In der Praxis verläuft die Zinsstrukturkurve weitgehend parallel zum kurzfristigen Realzins (Diagramm 18).¹⁸ Dies könnte bereits erklären, weshalb die Zinsstrukturkurve weitgehend

¹⁸ Dies läßt sich wie folgt erklären: Für eine sehr einfache Berechnung der Zinsstrukturkurve wird der langfristige Nominalzinssatz von dem zu diesem Zeitpunkt geltenden kurzfristigen Nominalzinssatz abgezogen. Der langfristige Zinssatz kann als die Summe aus Realzins plus erwarteter Inflationsrate betrachtet werden. Ist die erwartete Inflationsrate mit der tatsächlichen Inflationsrate mehr oder minder identisch (extrapolative Erwartungen), werden de facto vom kurzfristigen Nominalzinssatz die tatsächliche Inflationsrate und ein mehr oder minder konstanter Term abgezogen. Daraus ergibt sich der kurzfristige Realzinssatz plus einer Konstanten.

ähnliche Eigenschaften wie dieser Indikator aufweist. Bei genauerer Betrachtung weist die Zinsstruktur allerdings gegenüber dem kurzfristigen Realzins deutliche Nachteile auf.

Während der Realzins von der Zentralbank perfekt gesteuert werden kann, reagiert die Zinsstruktur auf Aktionen der Zentralbank ebenso wie auf die Beurteilungen von Finanzmärkten. So fand beispielsweise 1995 ein starker langfristiger Kapitalabfluß aus dem Euro-Währungsgebiet in die Vereinigten Staaten statt. Der langfristige Zins für das Euro-Währungsgebiet zog an (Diagramm 19). Gleichzeitig wurden die kurzfristigen Realzinsen erhöht, wenngleich nicht in Höhe des Anstiegs der langfristigen Zinsen. In der Folge zeigt die Zinsstruktur für 1995 eine recht große Variationsbreite, was als ein Anzeichen für eine expansive Geldpolitik ausgelegt werden könnte. Wie irreführend dieses Signal ist, wird offensichtlich, wenn man das erste Quartal 1999 mit 1995 vergleicht. Derzeit liegen die langfristigen wie die kurzfristigen Zinsen deutlich niedriger als 1995. Entsprechend der Zinsstruktur müßte allerdings die derzeitige Situation als Ergebnis einer erheblich restriktiveren geldpolitischen Haltung als 1995 eingestuft werden.

Vor allem fehlt für die Zinsstruktur jede tragfähige theoretische Grundlage. Die Standardinvestitionstheorie erklärt Investitionsentscheidungen mit der **Höhe** der Realzinsen und läßt offen, ob hiermit die kurzfristigen oder die langfristigen Realzinsen gemeint sind. Wenn also die langfristigen und kurzfristigen Zinsen parallel zurückgehen, müßte dies einen Investitionsanreiz schaffen, insbesondere wenn der Rückgang der langfristigen Zinsen etwas schneller verläuft als bei den kurzfristigen Zinsen. Daß dies zu einer Verengung der Zinsstruktur führt, dürfte eigentlich kein Problem darstellen.

Damit muß die Aussagefähigkeit der Zinsstruktur als Scheinkorrelation eingestuft werden, wobei der kurzfristige Realzins als diejenige exogene Variable mit wirtschaftlicher Relevanz für die tatsächliche geldpolitische Haltung der EZB betrachtet werden muß. In der derzeitigen Situation dürften die von der Zinsstrukturkurve ausgehenden Signale keinen Anlaß zur Sorge bieten.

Literatur

- Allan, William** (1999), "Inflation targeting: The British experience", Handbooks in Central Banking, Lecture Series, Bank of England.
- Blinder, Alan** (1998), "Central banking in theory and practice", MIT Press, Cambridge und London.
- Bofinger, Peter, Julian Reischle and Andrea Schächter** (1996), "Geldpolitik", Verlag Vahlen, München.
- Clarida, Richard and Mark Gertler** (1996), "How the Bundesbank conducts monetary policy", NBER Working Paper Series, No. 5581.
- Clarida, Richard, Jordi Gali and Mark Gertler** (1997), "Monetary policy rules in practice: some international evidence", NBER Working Paper Series, No. 6254.
- Döpke Jörg and Enno Langfeldt** (1995), "Zur Qualität von Konjunkturprognosen für Westdeutschland 1976-1994", Kiel Discussion Paper No. 247, März 1995.
- Duisenberg, Willem** (1998a), "The European system of central banks: current position and future prospects", Programmatische Rede auf einer vom Royal Institute of International Affairs veranstalteten Konferenz, London, 27. November 1998. (www.ecb.int).
- (1998b), "The role of monetary policy in economic policy", Rede vor dem Rat „Wirtschaft und Soziales“ der Europäischen Gemeinschaften, Brüssel, 3. Dezember 1998. (www.ecb.int)
- (1999a), "The Eurosystem's strategy for the euro", Rede auf einer von der Zeitschrift „The Economist“ veranstalteten Konferenz, Rom, 12. März 1999. (www.ecb.int).
- (1999b), "The euro: The new European currency", Rede vor dem Rat „Auswärtiges“, Chicago, 1. Februar 1999. (www.ecb.int).
- Estrella, Arturo and Frederic S Mishkin** (1995), "The term structure of interest rates and its role in monetary policy", NBER Working Paper, No. 5279.
- European Central Bank** (1999a), "The stability oriented monetary policy of the Eurosystem", Monatsbericht, Januar 1999, S. 39-50.
- (1999b), "Economic Developments in the euro area", Monatsbericht Februar 1999, S. 7-28.
- Hoffmann, Johannes** (1998), "Probleme der Inflationsmessung in Deutschland", Diskussionspapier 1/98, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Februar 1998.
- Hülsewig, Oliver** (1999), "Die Reaktion der kurzfristigen Bankzinsen auf Änderungen der Notenbanksätze", mimeo
- Issing, Otmar** (1993), "Einführung in die Geldpolitik", 5. Auflage, Verlag Vahlen, München.
- (1998), "Monetary policy in EMU", Rede vom 6. Oktober 1998, Washington D.C. (www.ecb.int)

- Mishkin, Frederic S.** (1998), "International experiences with different monetary policy regimes", Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Seminar Paper No. 648. (www.iies.su.se)
- Schächter, Andrea** (1999), "Die geldpolitische Konzeption und das Steuerungsverfahren der Deutschen Bundesbank: Implikationen für die Europäische Zentralbank", Veröffentlichung bei J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen.
- Svensson, Lars** (1999), "Price stability as a target for monetary policy: defining and maintaining price stability" Papier für die Bundesbank-Konferenz zum Thema "The monetary transmission process", 26.-27. März 1999.
- Taylor, John B.** (1998), "The Robustness and efficiency of monetary policy rules as guidelines for interest rate setting by the European Central Bank", Institute for International Economic Studies, Universität Stockholm, Seminar Paper No. 649. (www.iies.su.se)
- von Hagen, Jürgen** (1998), "Money growth targeting", Institute for International Economic Studies, Universität Stockholm, Seminar Paper No. 643. (www.iies.su.se)

Diagramm 1: Nachfrageschock (kurzfristige Analyse)

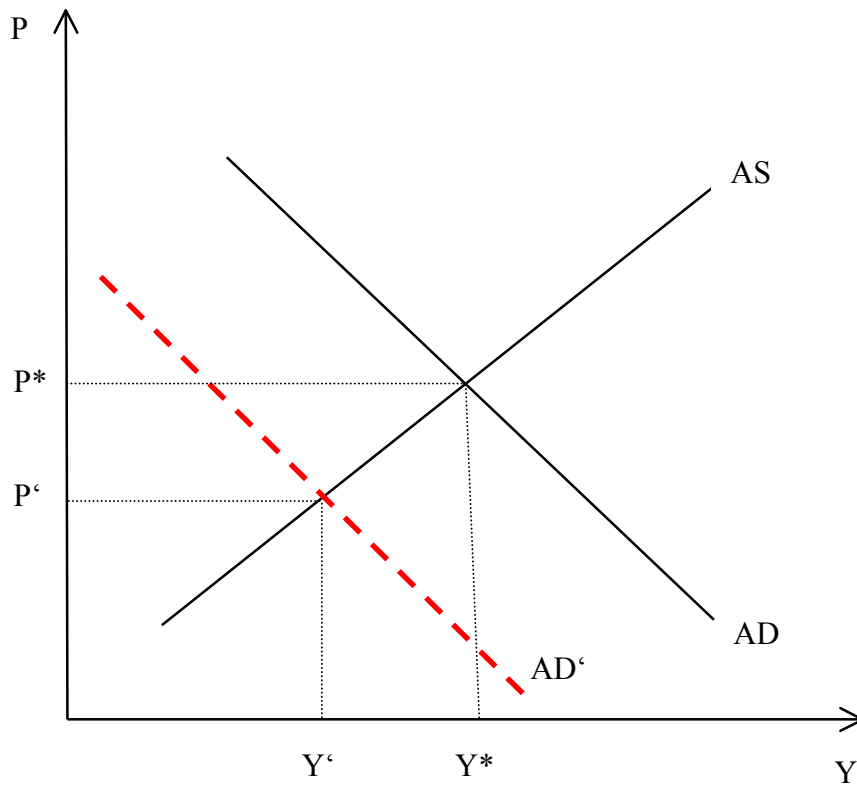


Diagramm 2: Angebotschock (kurzfristige Analyse)

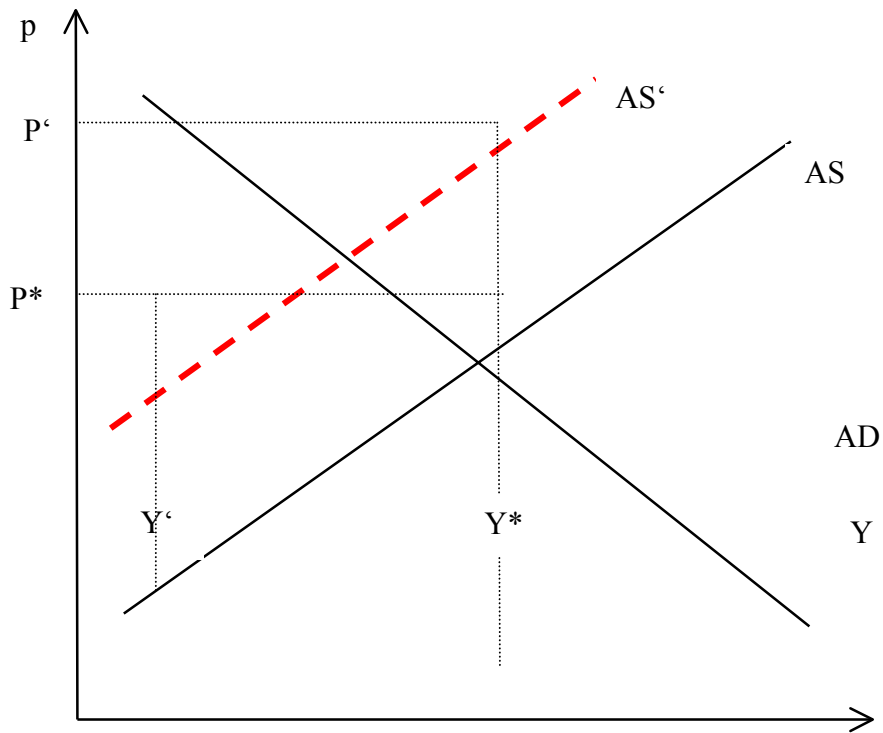
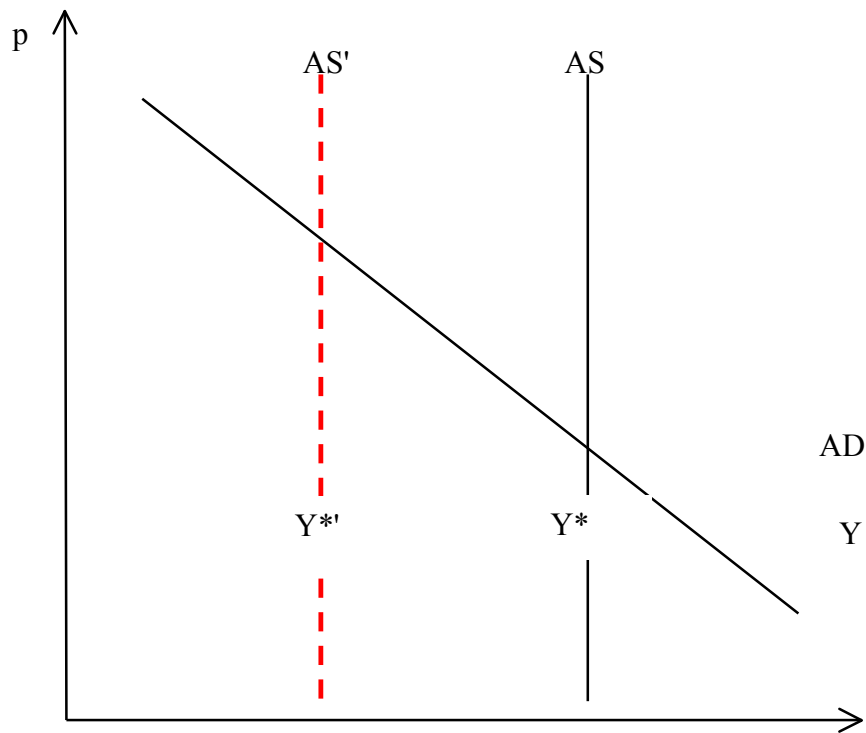
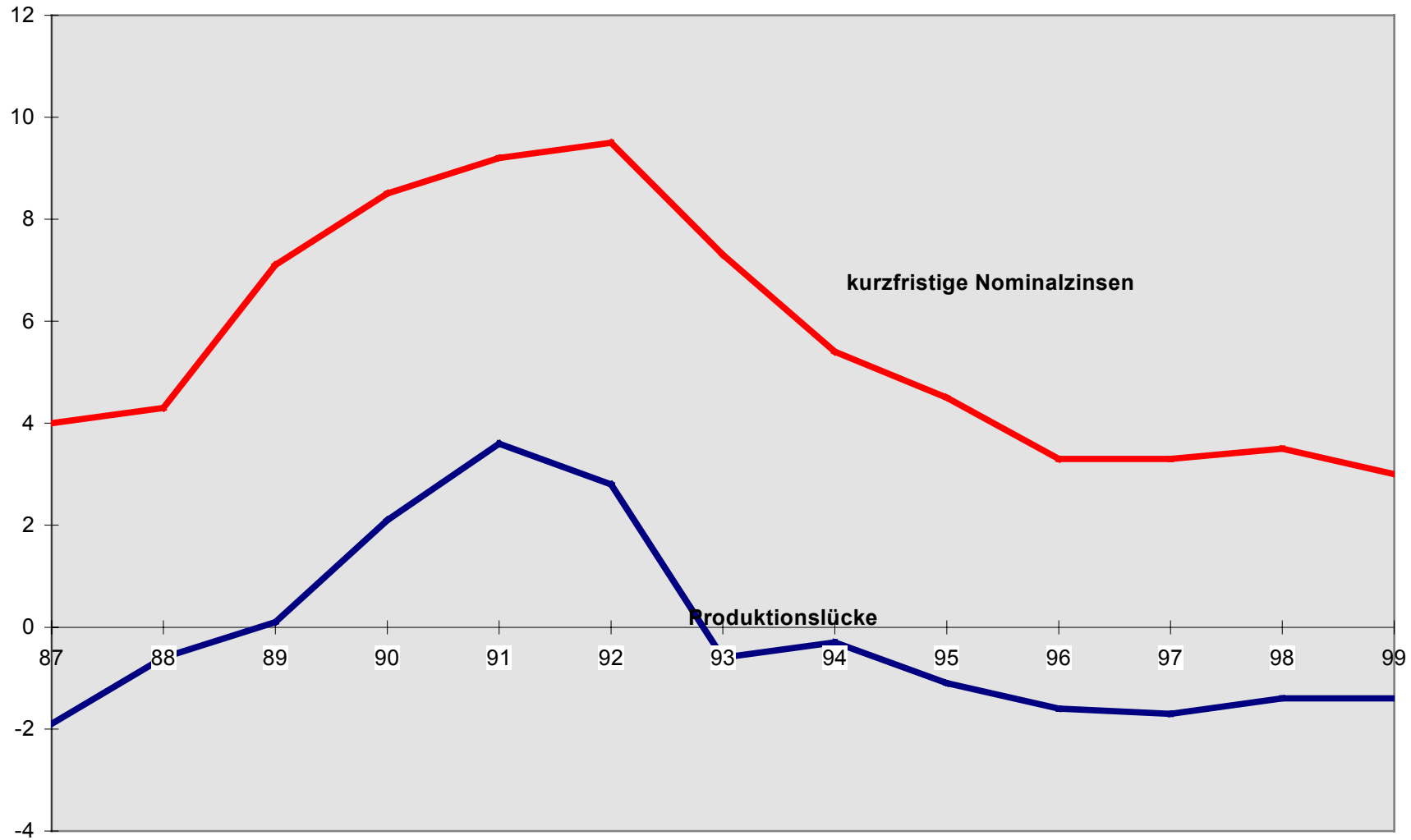


Diagramm 3: Angebotschock
(langfristige Analyse)



**Diagramm 4: Kurzfristige Nominalzinsen und Produktionslücke
Deutschland**



**Diagramm 5: Kurzfristige Nominalzinsen und Produktionslücke
Vereinigte Staaten**

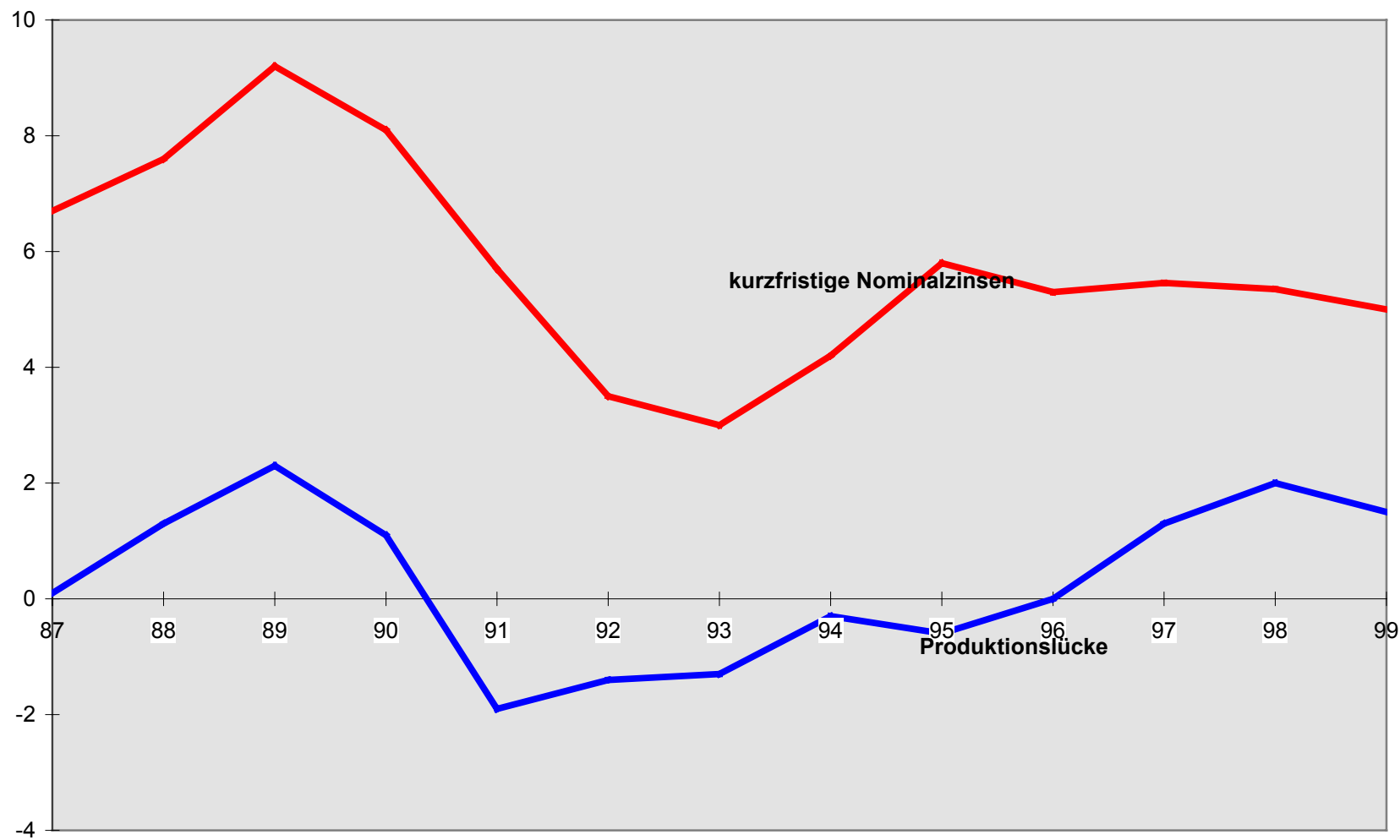


Diagramm 6: Taylor-Regel für die Vereinigten Staaten

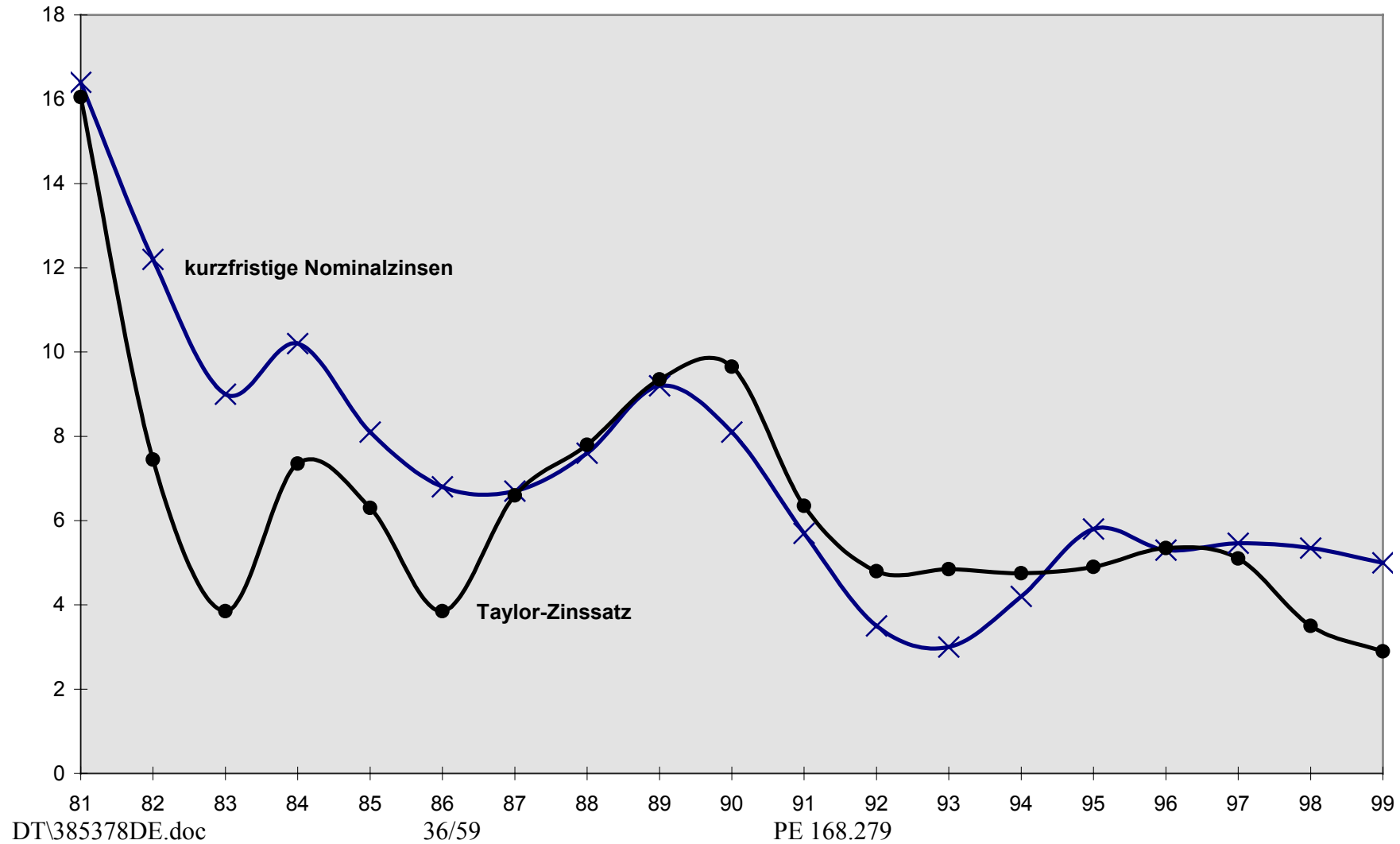
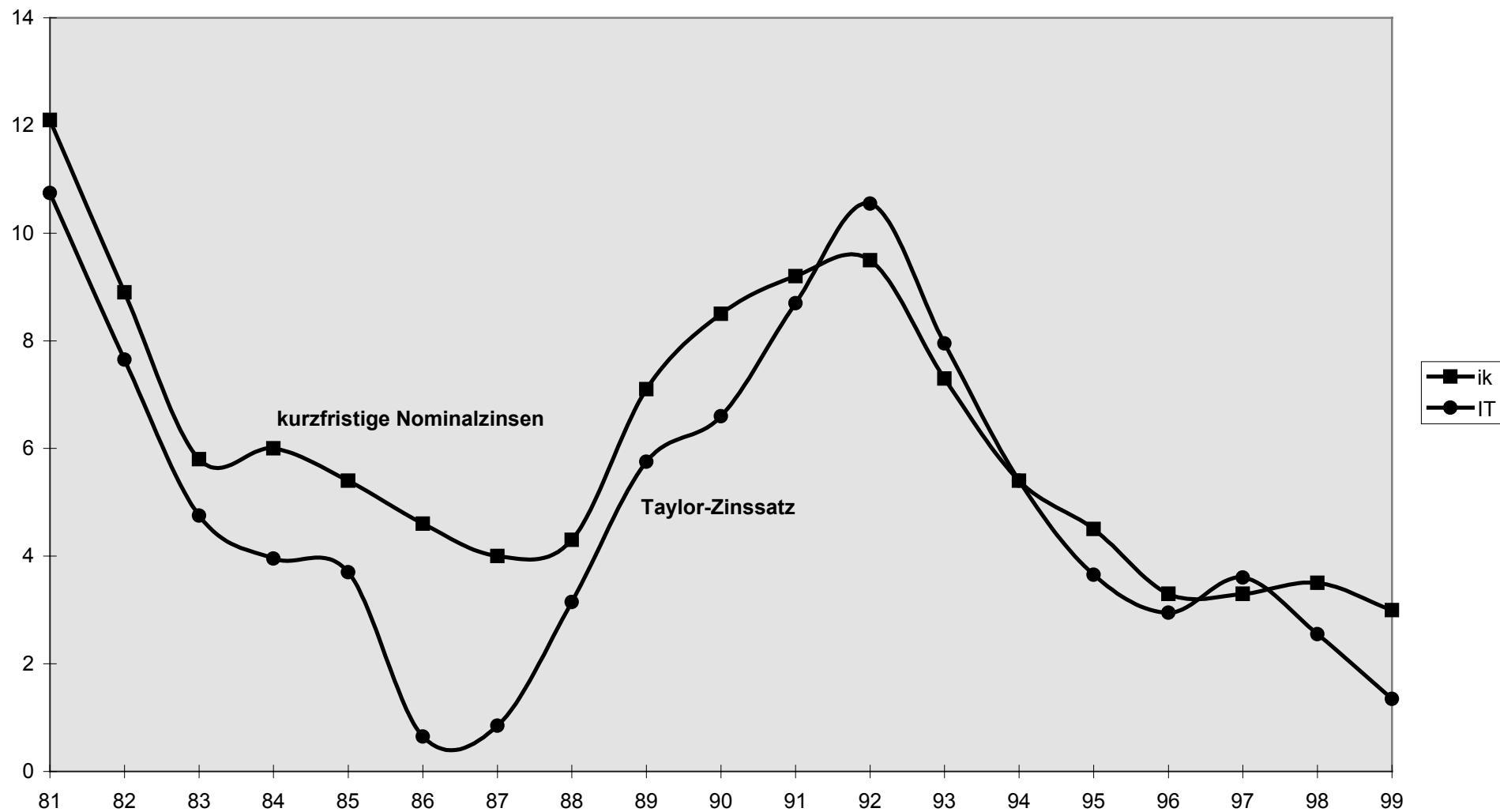


Diagramm 7: Taylor-Regel für Deutschland
(Inflationsziel: 2 %, ab 1997: 1,5 %; durchschn. Realzinssatz 2,5 %)



**Diagramm 8: Nachfrageschock und Zinssatz
(IS/LM-Konzept)**

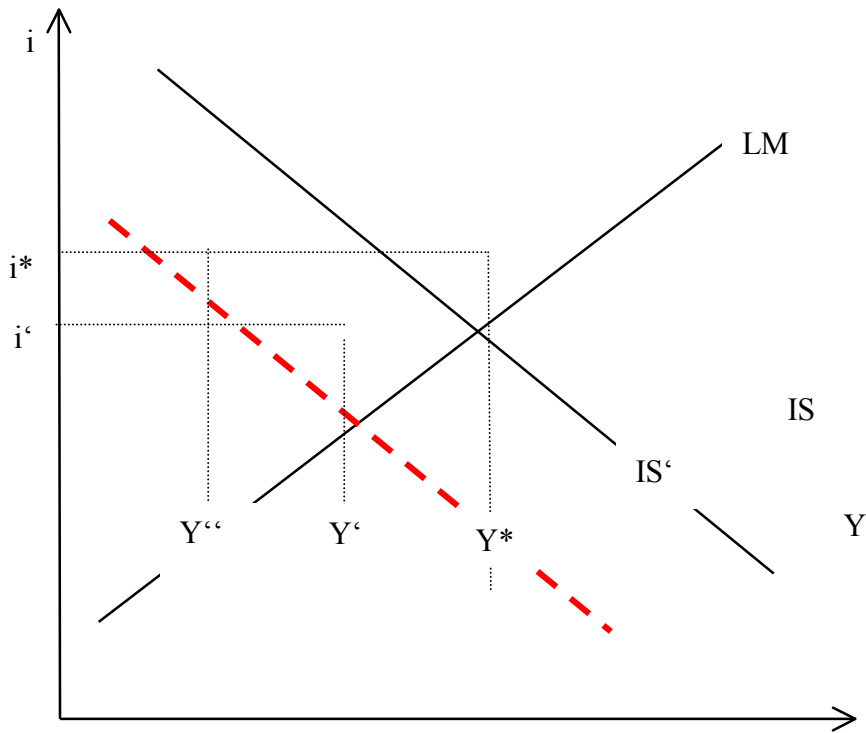
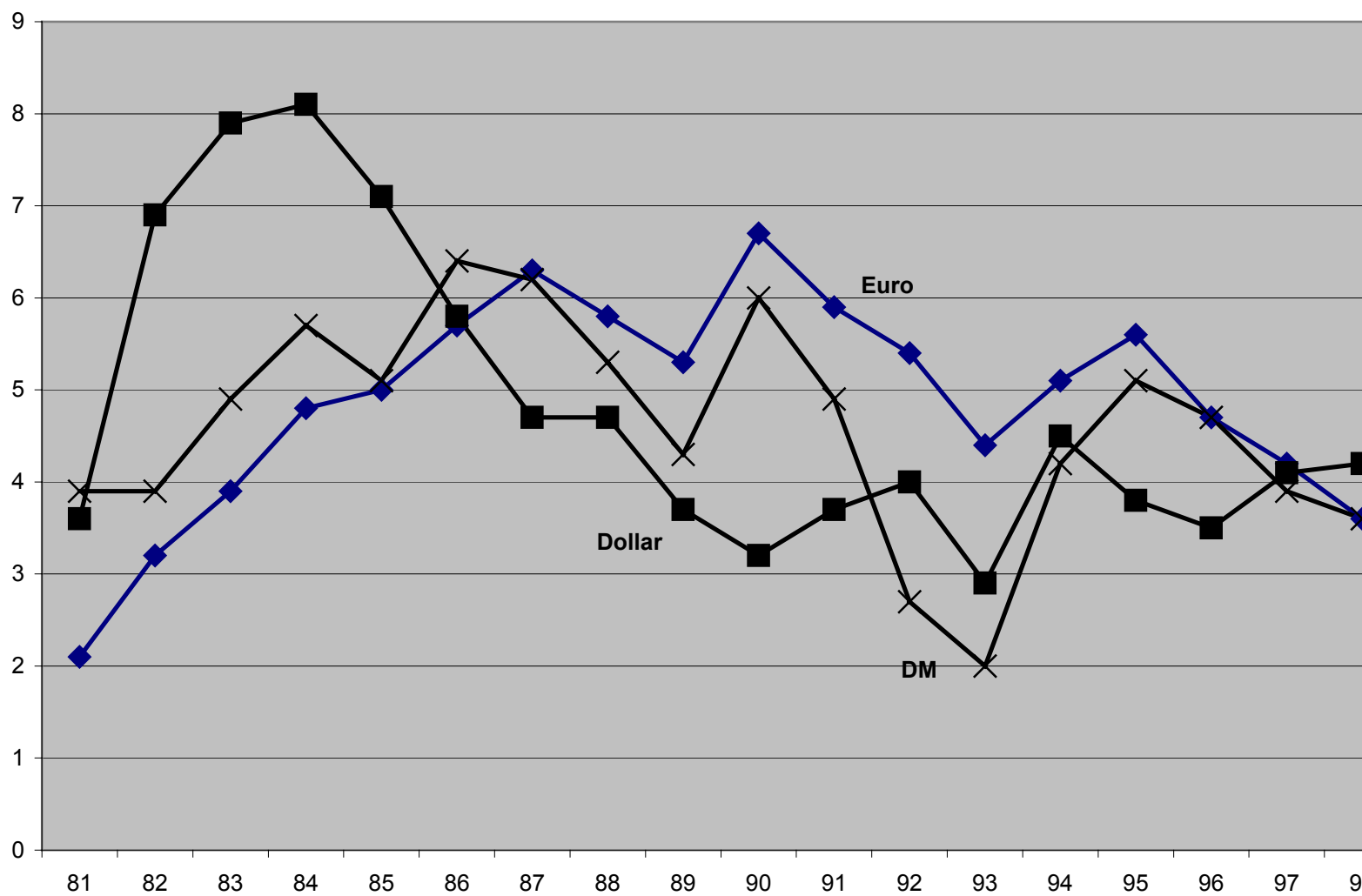


Diagramm 9: Langfristige Realzinsen



**Diagramm 10: Geldmenge und kurzfristige Zinsen
Euro-Währungsgebiet**

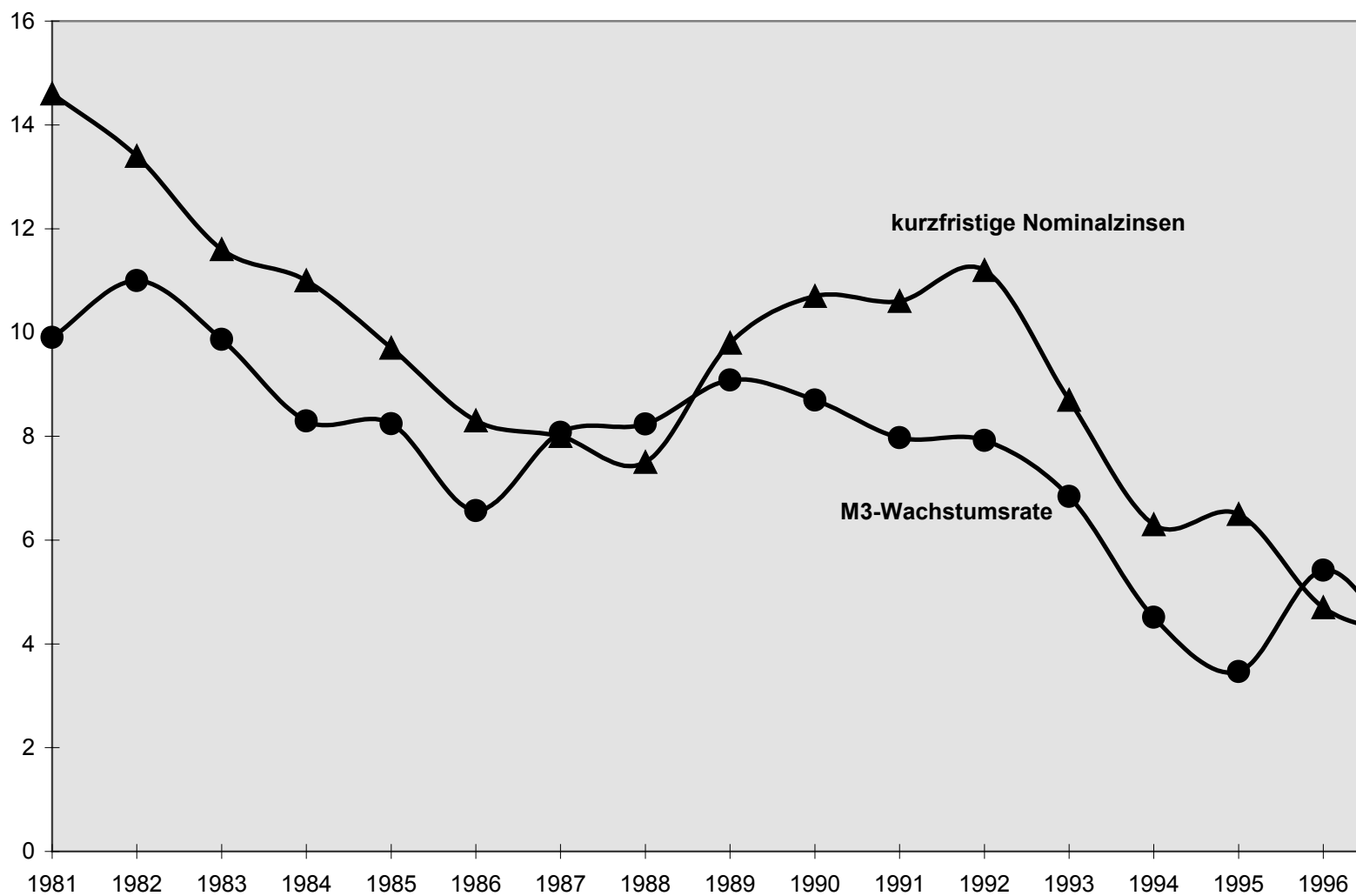


Diagramm 11: Geldmengenziel der Bundesbank und tatsächlicher Zuwachs M3

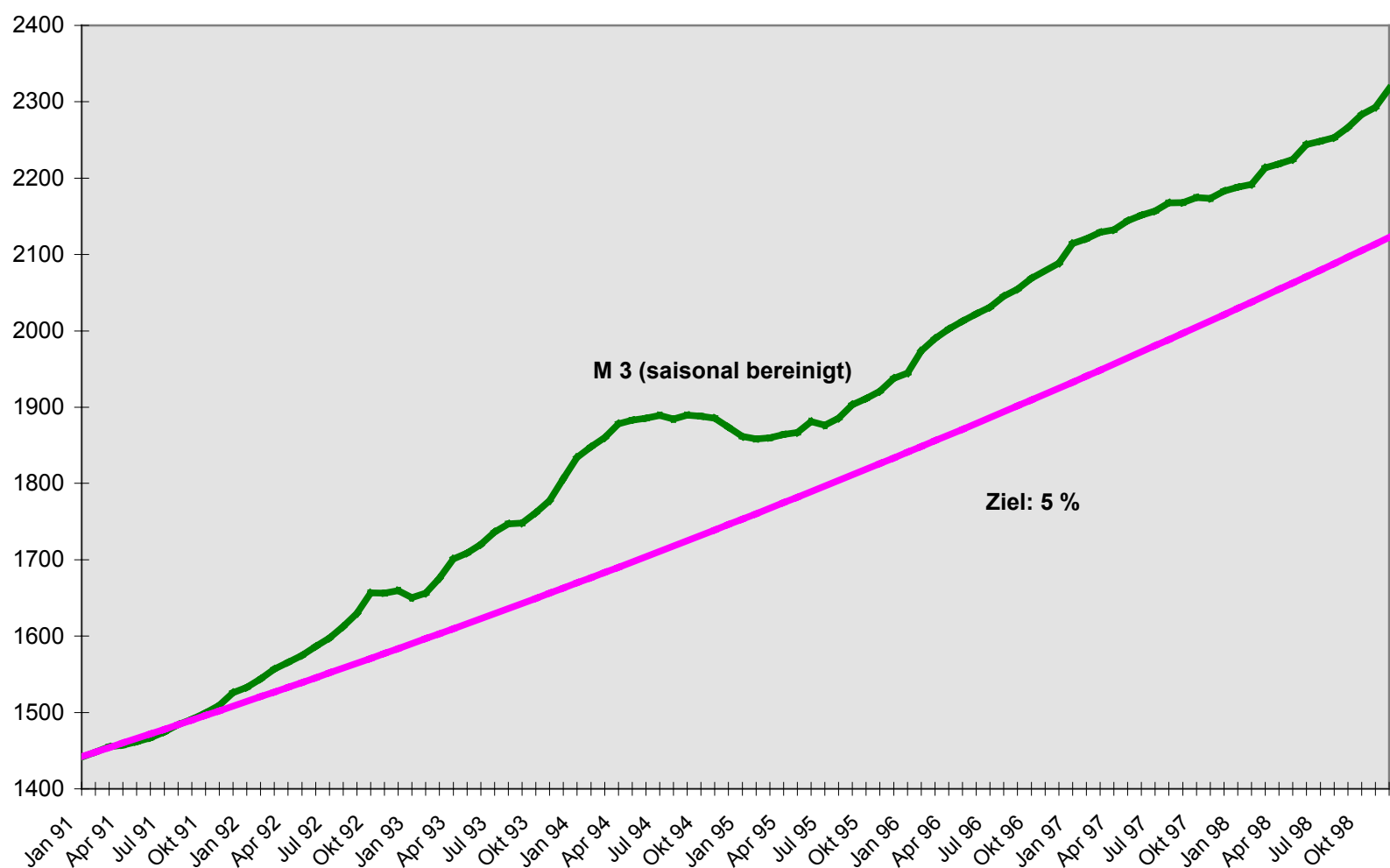
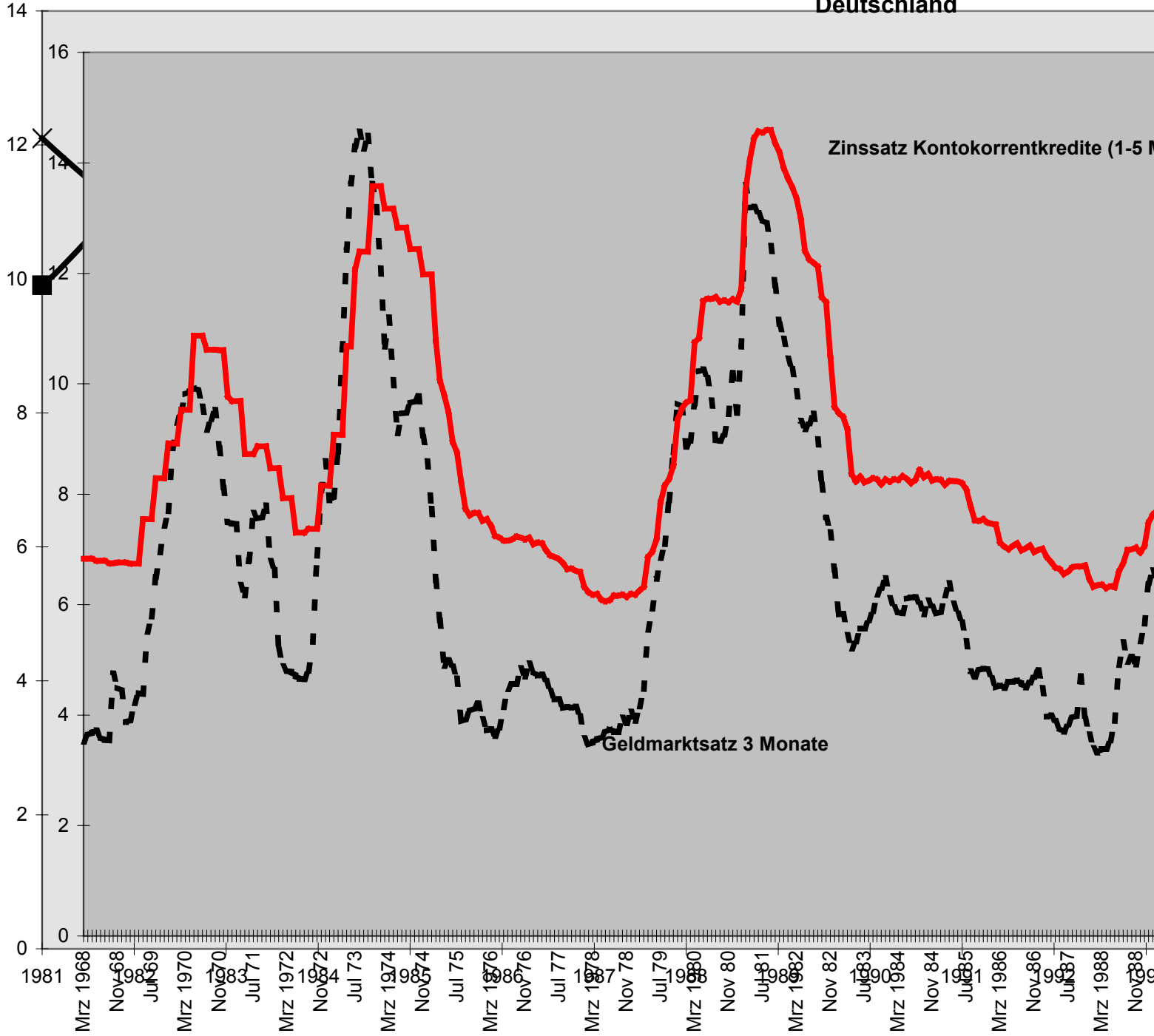


Diagramm 12: Geldmenge und Inflation
 Euro-Währungsgebiet
 Diagramm 13: Geldmarktsätze und Kreditzinsen der Gesch
 Deutschland



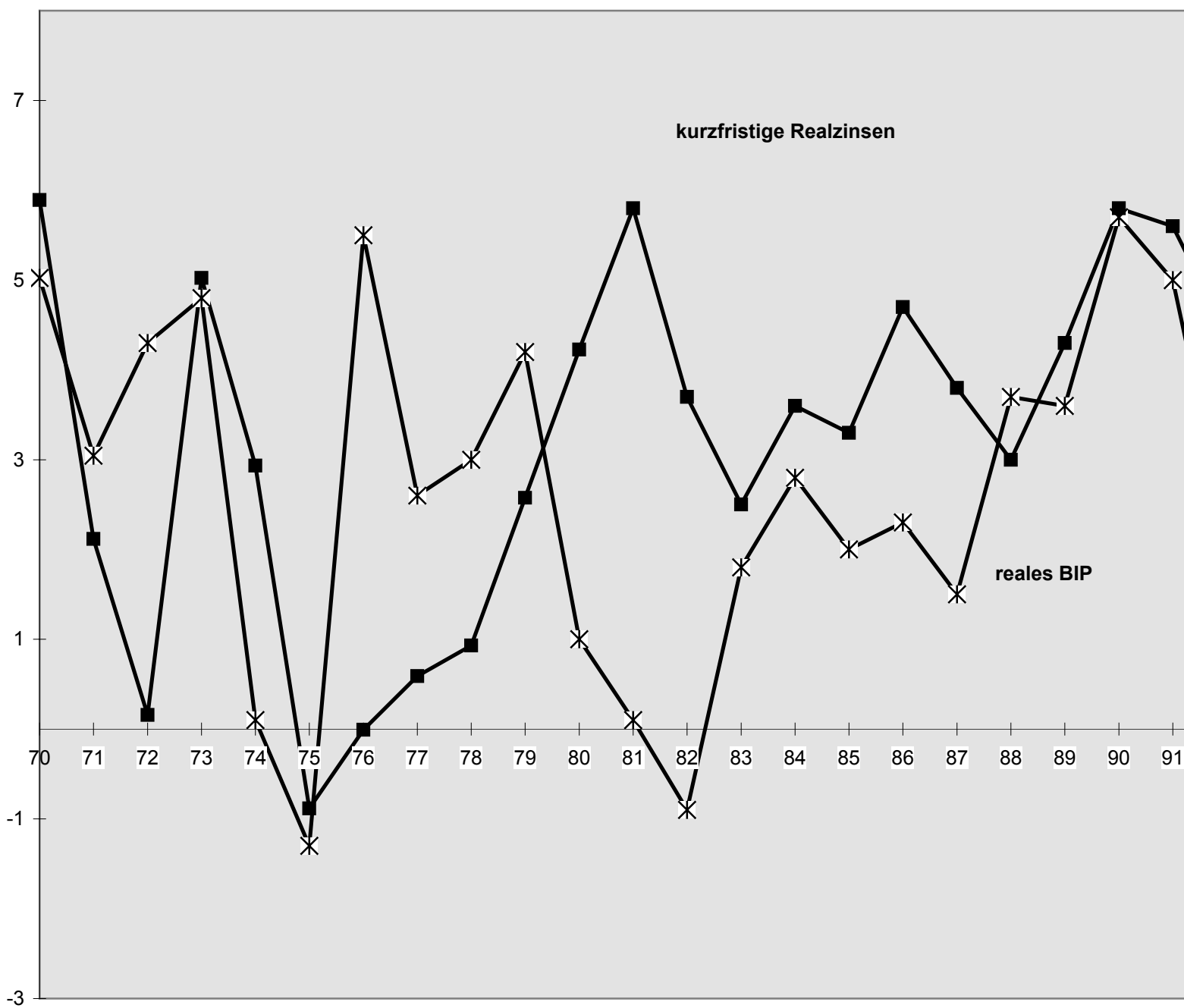
**Diagramm 14: Kurzfristige Realzinsen und reales BIP
Deutschland**

Diagramm 15: Kurzfristige Realzinsen und reales BIP
Vereinigte Staaten

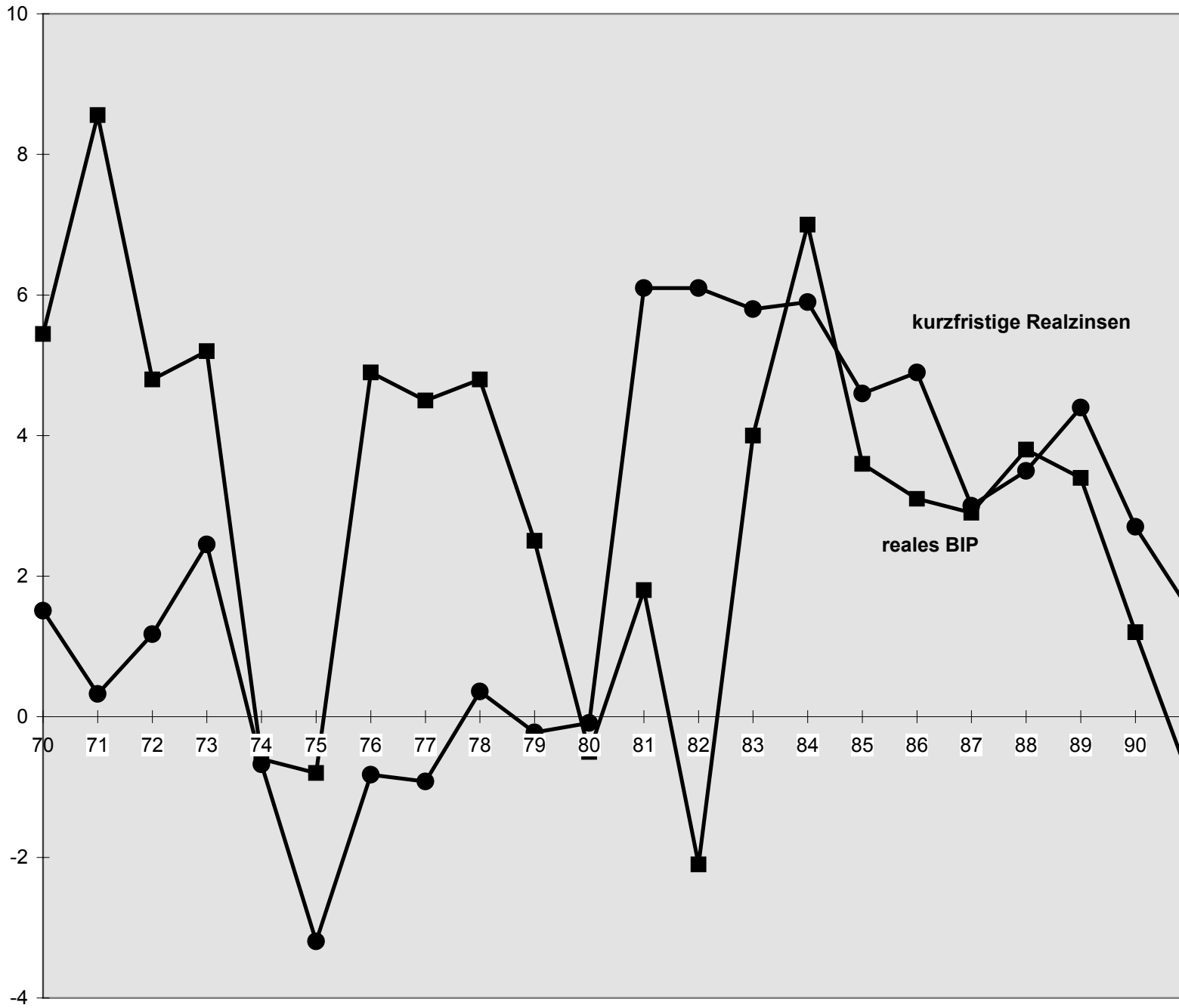


Diagramm 16: Kurzfristige Realzinsen

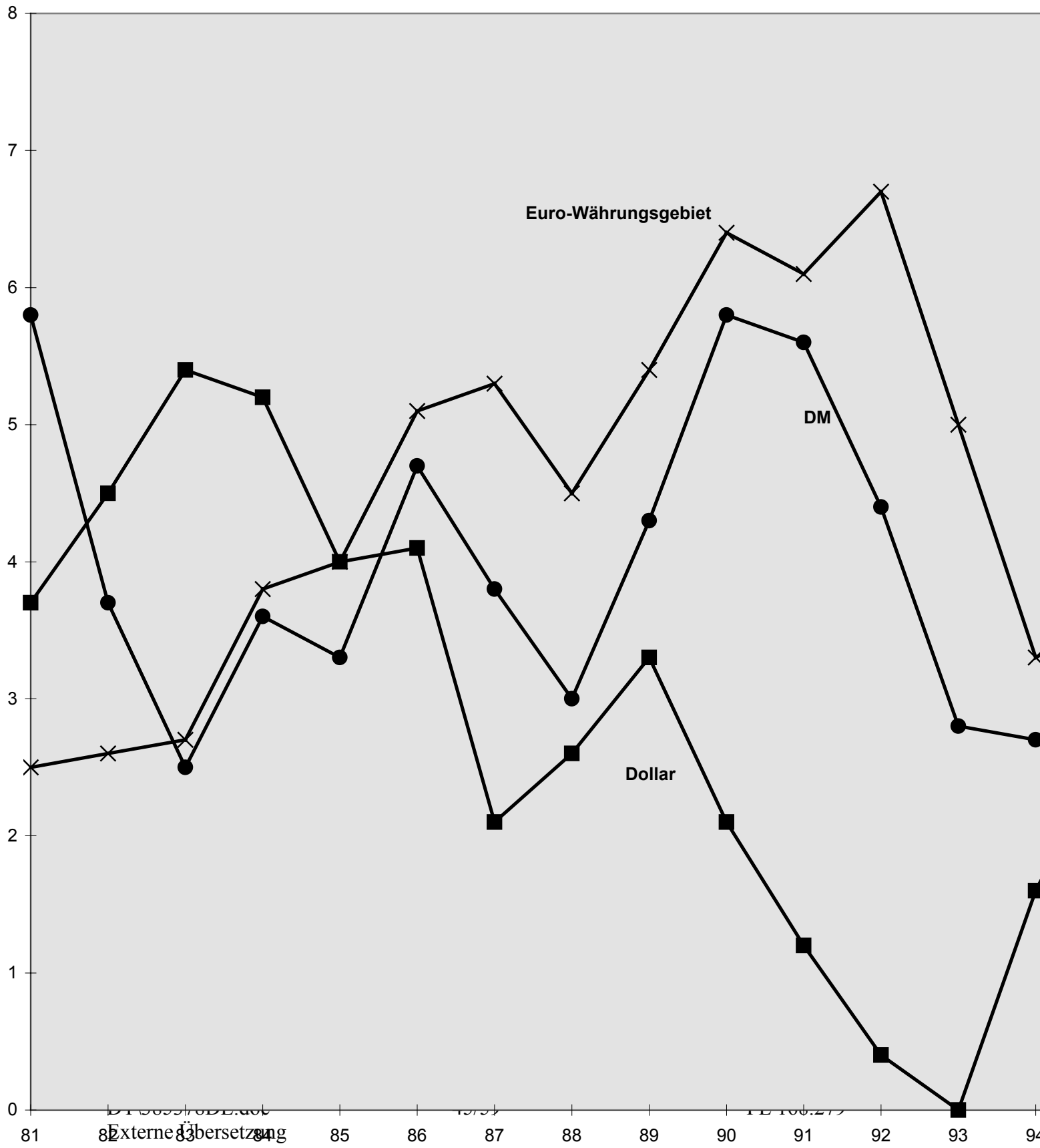
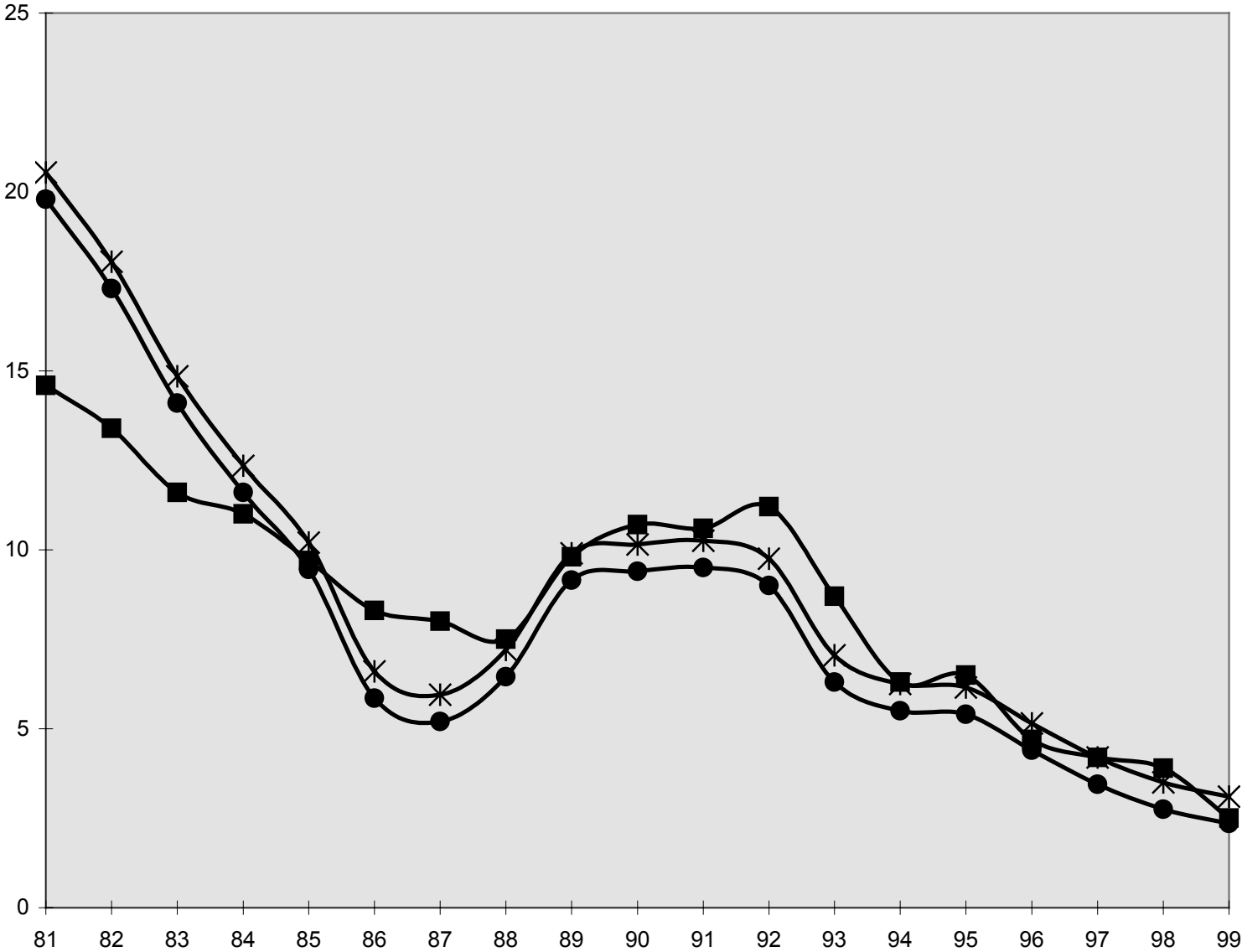
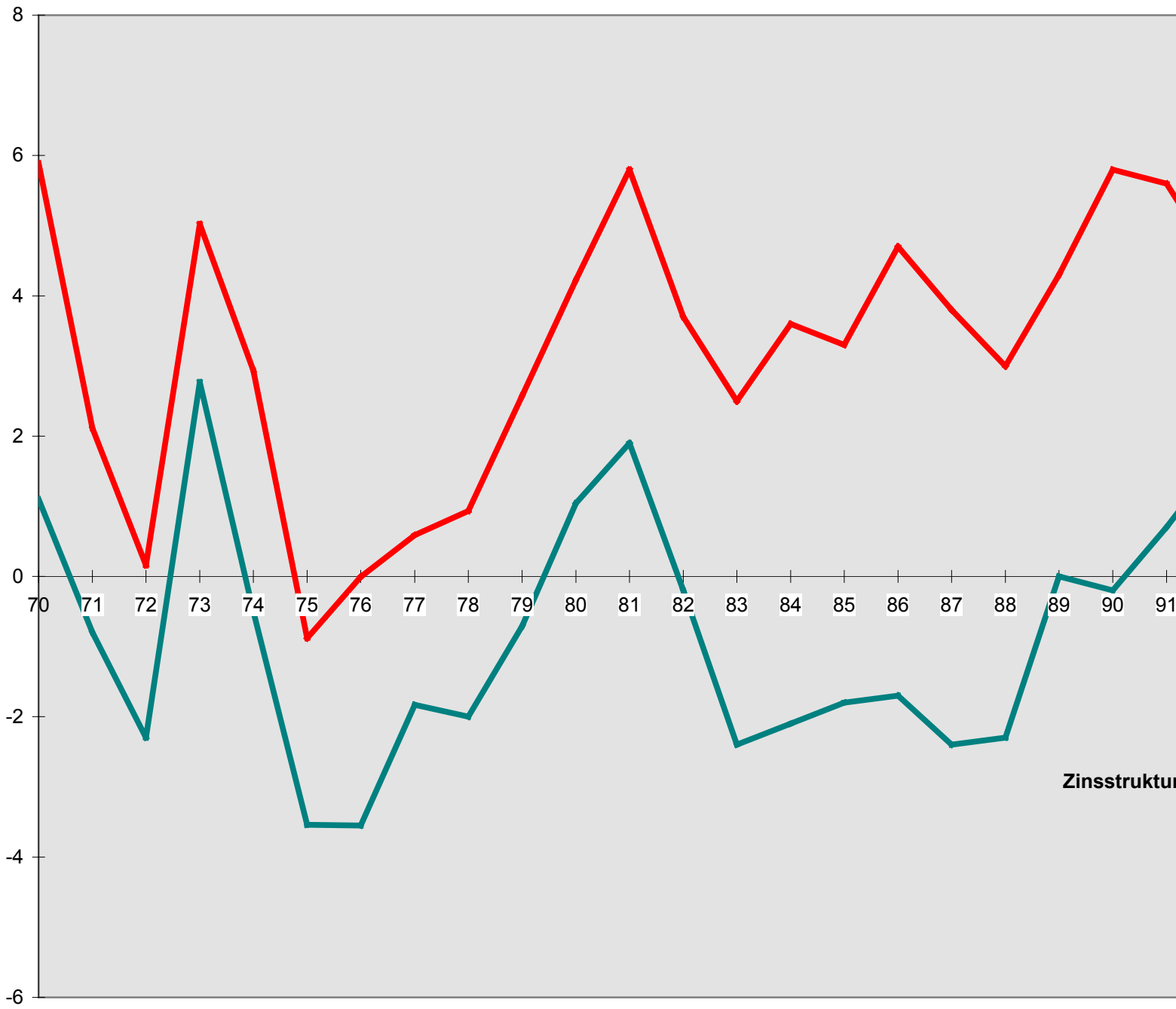


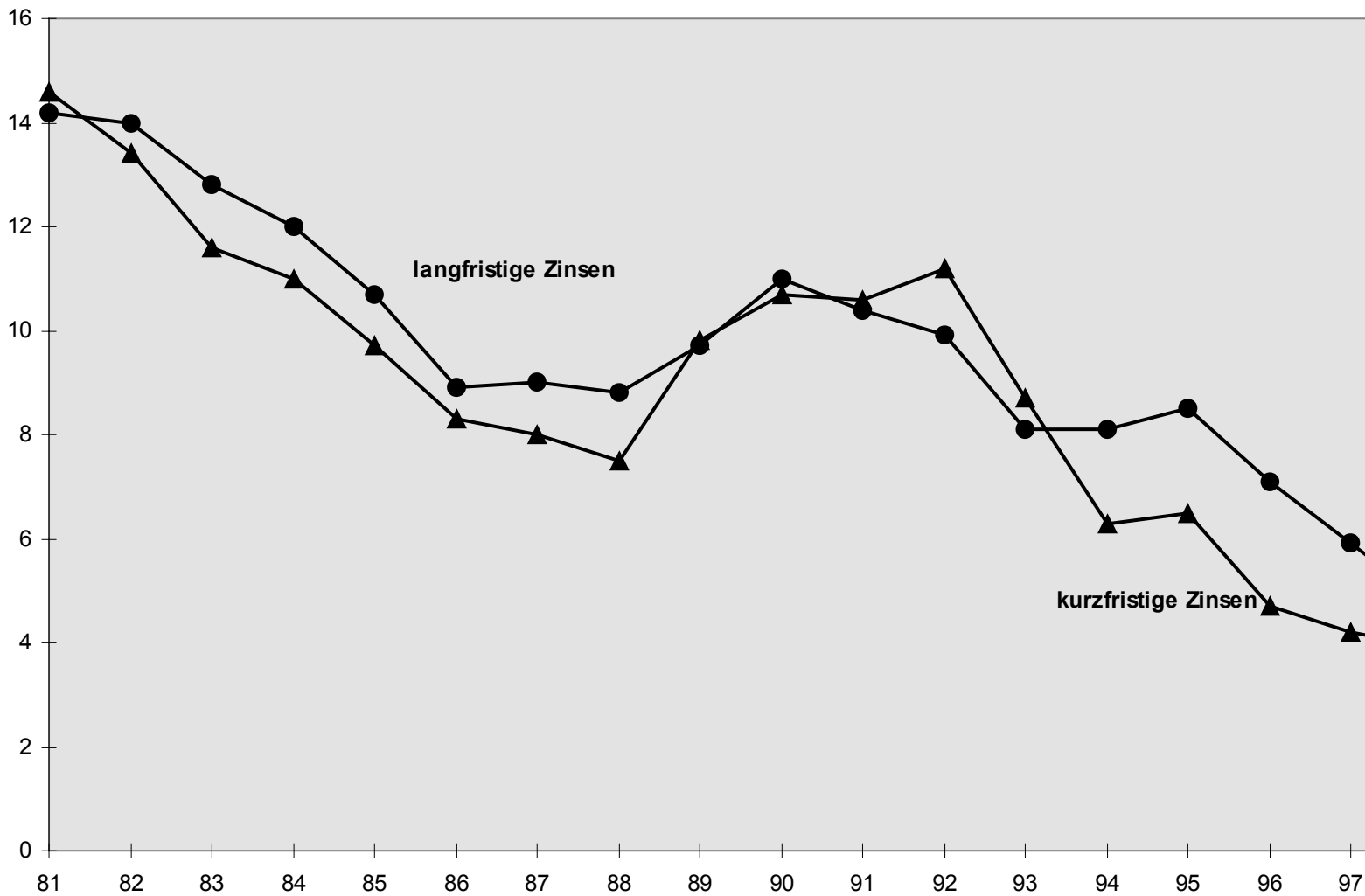
Diagramm 17: Taylor-Regel für das Euro-Währungsgebiet



**Diagramm 18: Kurzfristige Realzinsen und Zinsstruktur
Deutschland**



**Diagramm 19: Langfristige und kurzfristige Nominalzinsen
Euro-Währungsgebiet**



Datenquellen

Deutsche Bundesbank, Monatsberichte und CD-ROM

Europäische Zentralbank, Monatsberichte

Federal Reserve Board, Internet (www.bog.frb.fed.us)

OECD, Economic Outlook 1998 II u.a.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten

Jüngste Veröffentlichungen der Reihe Wirtschaftsfragen

Labour Costs and Wage Policy within EMU

(ECON-111, April 1999, En, Zusammenfassung/Schlußfolgerungen in allen Sprachen)

Monetary Policy Transmission in the Euro Area

(ECON-110, April 1999, En, Zusammenfassung/Schlußfolgerungen in allen Sprachen)

Forecasting budgetary deficits

(ECON-109, April 1999, En, Zusammenfassung/Schlußfolgerungen in allen Sprachen)

The Feasibility of an International 'Tobin Tax'

(ECON-107, März 1999, En, Zusammenfassung/Schlußfolgerungen in allen Sprachen)

EMU: Relations between 'ins' and 'outs'

(ECON-106, Oktober 1998, En, Zusammenfassung/Schlußfolgerungen in allen Sprachen)

Tax Competition in the European Union

(ECON-105, Oktober 1998, En,Fr,De , Zusammenfassung/Schlußfolgerungen in allen Sprachen)

Adjustment to Asymmetric Shocks

(ECON-104, September 1998, En,Fr,De, Zusammenfassung/Schlußfolgerungen in allen Sprachen)

The Social Consequences Changes in VAT

(ECON-103, April 1998, En,Fr,Ge)

The International Role of the Euro

(ECON-101. März 1998 En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen.

Prudential Supervision in the Context of EMU

(ECON-102. Februar 1998, En, Fr, De, Zusammenfassung in allen Sprachen)

The Social and Economic Consequences of abolishing Duty Free Within the European Union

(W-30, Oktober 1997, En, Fr, De - Zusammenfassung in allen Sprachen)

The Coordination of National Fiscal Policies in the Context of Monetary Union

(E-6, Oktober 1996, De, En, Fr).

The Impact of VAT and Intrastat obligations on SMEs

(W-25, Mai 1996, En, Fr, Ne - Zusammenfassung W-24 in allen Sprachen).

EMU and the Outsiders

(W-23, Mai 1996, En).

Derivative financial instruments

(E-4, April 1995, En, Fr).

Options for a Definitive VAT system

(E-5, Oktober 1995, De, En, Fr - Zusammenfassung in Da, El, Es, It, Ne, Po).

The impact of exchange rate fluctuations on European Community trade

(E-3, Juli 1994, En – Zusammenfassung in De, Fr).