



# €WU-Monitor

Nr. 76

## Die Geldpolitik der EZB: Anspruch und Wirklichkeit

- Sechs Monate nach dem Start des Euro kann die EZB eine gute Bilanz aufweisen. Die Inflationsrate und die Anleihezinsen haben im ersten Halbjahr historische Tiefstwerte erreicht. Der Kursrückgang des Euro sollte dabei nicht überbewertet werden. Bei Schwankungen in dieser Größenordnung handelt es um eine ganz normale Begleiterscheinung eines Systems flexibler Wechselkurse.
- Als weniger überzeugend hat sich bisher die von der EZB im letzten Jahr entwickelte "stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie" erwiesen. Diese formuliert ein mittelfristig anzustrebendes Ziel für Preisstabilität, wobei die Geldpolitik auf zwei "Säulen" basiert sein soll: "einer herausragenden Rolle der Geldmenge" und einer "breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die zukünftige Preisentwicklung".
- Dieses Konzept deckt sich weder mit der Vorgehensweise der amerikanischen Notenbank und der Bundesbank noch mit der tatsächlichen Geldpolitik, wie sie von der EZB bisher betrieben wurde. Es zeigt sich in allen drei Fällen, daß die aktuelle konjunkturelle Lage eine wichtige Determinante der zinspolitischen Beschlüsse darstellt. Die Erfahrungen der Bundesbank und der Fed verdeutlichen dabei, daß eine solche Politik mit dem Ziel der Geldwertstabilität durchaus zu vereinbaren ist. Wie schon bei der Bundesbank scheint die Geldmengenentwicklung auch für die EZB keine zentrale Rolle zu spielen.
- Es wäre für eine größere Transparenz und Glaubwürdigkeit der EZB daher sinnvoll, die "breit fundierte Beurteilung" durch eine echte Inflationsprognose zu ersetzen. Damit könnte die eigenständige "Säule" der Geldmengenentwicklung entfallen, da monetäre Daten in jeder Inflationsprognose sind. Nach einer solchen Überarbeitung würde sich die EZB-Strategie dem "inflation targeting" annähern, wie es derzeit u.a. von der Bank von England praktiziert wird.

Gastbeitrag von **Professor Dr. Peter Bofinger**, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, Geld und internationale Wirtschaftsbeziehungen, Universität Würzburg (Bofinger@T-Online.de)

**Hinweis:** Gastautoren vertreten ihre eigene Meinung, nicht notwendigerweise die von Deutsche Bank Research. Diese Publikation basiert auf einem Gutachten, das der Verfasser für das Europäische Parlament erstellt hat.

---

**Datum**

6. Juli 1999

---

**Editor:**

Ulrich Schröder  
+49 69 910-31704  
ulrich.schroeder@db.com

**Publikationsassistentz:**

Burgitta Scheurer  
+49 69 910-31711  
burgitta.scheurer@db.com

**Internet:**

<http://www.dbresearch.com>





## Erste Bilanz der europäischen Geldpolitik ist positiv

Sechs Monate nach der Einführung des Euro kann die Europäische Zentralbank (EZB)<sup>1)</sup> eine eindeutig positive Bilanz vorweisen. Der Preisanstieg in Euroland lag im Mai mit 1,0 % (Harmonisierter Verbraucherpreisindex) weit unter der durchschnittlichen Inflationsrate der D-Mark, die sich in der Zeit von 1948 bis 1998 auf 2,6 % belaufen hatte. Alle Prognosen deuten darauf hin, daß die Geldentwertung auch im Jahr 2000 unter 2 % bleiben wird. Das große Vertrauen der Investoren in die Stabilität des Euro zeigt sich vor allem an den langfristigen Zinsen, in denen sich die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer niederschlagen. Die Umlaufrendite für festverzinsliche Wertpapiere betrug Ende Juni 1999 rund 4 %, womit sie ebenfalls deutlich geringer ist als die Werte, die in der Nachkriegszeit für die D-Mark zu verzeichnen waren (Grafik 1).

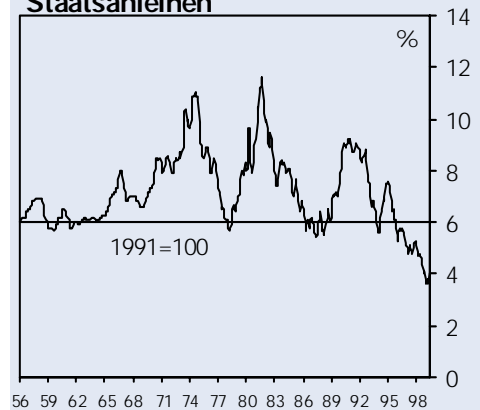
In der öffentlichen Diskussion wird diese binnenvirtschaftliche Stabilität derzeit weit weniger beachtet als die Abwertung des Euro gegenüber dem Dollar, die zwischen der ersten Notierung am 4. Januar 1999 (1 EUR = 1,1789 USD) und Ende Juni d.J. rund 12 % betrug. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, daß Wechselkursschwankungen dieser Größenordnungen für ein System flexibler Wechselkurse keinesfalls ungewöhnlich sind. Die längerfristige Entwicklung des über die D-Mark errechneten Eurokurses zeigt, daß die D-Mark noch sehr viel stärkeren Schwankungen gegenüber dem Dollar ausgesetzt gewesen ist (Grafik 2). Selbst als der D-Mark-Dollar-Kurs am 26. Februar 1985 ein Rekordtief von DEM 3,47 erreichte, wurde damals die grundsätzliche Stabilitätsorientierung der deutschen Geldpolitik nie in Frage gestellt.

### „Stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie“ der EZB

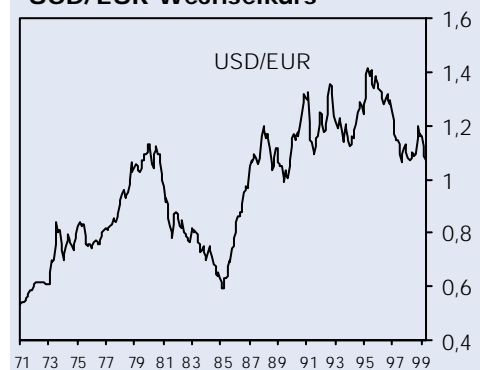
Für den guten Start des Euro stellte die im Vertrag von Maastricht verankerte Verfassung der europäischen Geldpolitik eine zentrale Voraussetzung dar. Entscheidend ist nun, wie dieser rechtliche Rahmen durch das tatsächliche Handeln der EZB ausgefüllt wird. Die Grundlage hierfür bildet die „stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie“ (SGS), deren Hauptelemente von der EZB im Oktober und Dezember 1998 vorgestellt worden sind.<sup>2)</sup> Im folgenden soll diese Strategie ausführlich beschrieben und analysiert werden.

- Auf der Ebene der geldpolitischen **Endziele** ist dabei vor allem von Interesse, wie sich das von der EZB mittelfristig angestrebte Ziel der Geldwertstabilität auf andere makroökonomische Ziele auswirkt, insbesondere das reale Sozialprodukt und die Beschäftigung.
- Um geldpolitische Endziele mit ihren Instrumenten erreichen zu können, benötigen Notenbanken ein **Navigationssystem**. Idealerweise zeigt dieses an, ob beim aktuellen Zinsniveau eine Zielerreichung zu erwarten ist oder ob es dazu einer expansiveren oder restriktiveren geldpolitischen Linie bedarf. Das Navigationssystem der EZB besteht aus zwei „Säulen“. Zum einen wird der Entwicklung der Geldmenge M3 eine „herausragende Rolle“ als „Referenzwert“ für geldpolitische Entscheidungen beigemessen. Zum anderen soll eine

Grafik 1  
Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen



Grafik 2  
USD/EUR-Wechselkurs



### Durchsetzung geldpolitischer Endziele ...

### ... erfordert geeignetes Navigationssystem ...

<sup>1)</sup> Im folgenden wird der Ausdruck „Europäische Zentralbank“ synonym für den Ausdruck „Eurosystème“ verwendet. Letzterer ist die korrekte Bezeichnung für die Gesamtheit aus der Europäischen Zentralbank und den an der Europäischen Währungsunion teilnehmenden elf nationalen Zentralbanken. Das Europäische System der Zentralbanken umfaßt darüber hinaus auch jene vier Zentralbanken der EU, die nicht an der Währungsunion teilnehmen. Siehe dazu EZB (1999a, S. 7)

<sup>2)</sup> ECB Press Releases vom 13. Oktober 1998 und 1. Dezember 1998. Die gesamte Strategie wird in EZB (1999a) dargestellt.

„breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung“ stattfinden. Die Vor- und Nachteile dieses Navigationssystems lassen sich vor allem dadurch herausarbeiten, daß man es mit einem konkurrierenden „Kompaß“ vergleicht: dem von der Bank of England und mehreren anderen Notenbanken entwickelten Konzept des „inflation targeting“.

- Die Informationen des Navigationssystems finden ihren Niederschlag in den aktuellen zinspolitischen Entscheidungen einer Notenbank, d.h. in Veränderungen der **„operating targets“** der Geldpolitik. Entscheidend ist hierbei, anhand welcher Größen (reale oder nominale Zinsen, kurzfristige oder langfristige Zinsen, Zinsstruktur) man ablesen kann, ob sich die geldpolitische Linie einer Notenbank geändert hat. Zu dieser Frage, die in der Literatur unter dem Begriff der **„geldpolitischen Indikatoren“** abgehandelt wird, hat sich die EZB noch nicht explizit geäußert.

... sowie geeignete Indikatoren

## Die Endziele der europäischen Geldpolitik

Die Grundlage für die europäische Geldpolitik stellt der Vertrag von Maastricht dar. In Artikel 105, Absatz 1 des EG-Vertrages wird für das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) festgelegt:

„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 in der Gemeinschaft beizutragen.“<sup>3)</sup>

In ihrer SGS hat die EZB dieses primäres Ziel wie folgt konkretisiert:

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

Außerdem hat sie dort einen Zeithorizont für die Zielerreichung definiert: „Preisstabilität muß mittelfristig beibehalten werden.“

Im Vergleich zur bisherigen Praxis der Deutschen Bundesbank oder auch der Politik der amerikanischen Notenbank hat die EZB damit eine relativ genaue Zielfestlegung vorgenommen. Gleichwohl stellen sich damit drei zentrale Fragen:

- Was ergibt sich aus der Dominanz des Ziels der Geldwertstabilität für die Erreichung der anderen makroökonomischen Ziele?
- Entspricht die mittelfristige Perspektive der EZB den Anforderungen des EG-Vertrages, und inwieweit ist sie im Einklang mit der geldpolitischen Praxis anderer großer Notenbanken?
- Ist die von der EZB vorgenommene Definition von „Preisstabilität“ ausreichend transparent und trägt sie den Problemen der statistischen Erfassung von Geldwertänderungen angemessen Rechnung?

Preisstabilität vorrangiges Ziel

EZB definiert „Preisstabilität“

Zielfestlegung läßt Fragen offen

<sup>3)</sup> In Artikel 2 des EG-Vertrages heißt es: „Aufgabe der Gemeinschaft ist es, (...) eine harmonische und ausgewogene Entwicklung des Wirtschaftslebens innerhalb der Gemeinschaft, ein beständiges, nichtinflationäres und umweltverträgliches Wachstum, einen hohen Grad an Konvergenz der Wirtschaftsleistungen, ein hohes Beschäftigungsniveau, ein hohes Maß an sozialem Schutz, die Hebung der Lebenshaltung und der Lebensqualität, den wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedsstaaten zu fördern.“

## Gibt es einen Konflikt zwischen Preisstabilität und Beschäftigung?

In der öffentlichen Diskussion stößt man immer wieder auf die Auffassung, daß sich eine Politik der Geldwertstabilität zwangsläufig nachteilig auf die Beschäftigung und das reale Sozialprodukt auswirke. Wenn man diesen Zusammenhang diskutieren will, empfiehlt es sich, das einfache makroökonomische Modell zur aggregierten Nachfrage und zum aggregierten Angebot heranzuziehen, wie man es in jedem Lehrbuch finden kann.<sup>4)</sup> Dabei gilt es zwischen zwei Grundtypen von Schocks zu unterscheiden:

- einem **Nachfrageschock** (z.B. ein Rückgang der Exportnachfrage infolge einer realen Aufwertung oder ein Einbruch der Investitionsnachfrage aufgrund einer allgemeinen Vertrauenskrise der Investoren)
- einem **Angebotschock** (z.B. ein Anstieg der Rohstoffpreise oder eine Erhöhung der Nominallöhne, die über den Produktivitätsfortschritt hinausgeht).

In der Situation eines negativen **Nachfrageschocks** verschiebt sich die aggregierte Nachfragekurve (AD) nach links (Grafik 3). Damit sinkt das Preisniveau von  $P^*$  auf  $P'$  und auch das reale Sozialprodukt vermindert sich. Wenn die Ausgangssituation durch Vollbeschäftigung gekennzeichnet war, besteht nach dem Schock also eine Outputlücke in Höhe von  $(Y^* - Y')$  und es kommt zu Arbeitslosigkeit. Eine Notenbank, die ein Preisniveauziel in Höhe von  $P^*$  verfolgt, muß in dieser Situation eine expansive Geldpolitik einschlagen. Dadurch wird die aggregierte Nachfragekurve wieder in die Ausgangssituation verschoben. Es zeigt sich, daß bei einem solchen Schock eine am Preisniveau orientierte Geldpolitik automatisch auch dazu beiträgt, daß das Ziel der Vollbeschäftigung und einer Vollauslastung der Kapazitäten realisiert wird. Es besteht damit kein Konflikt zwischen Preisstabilität und Vollbeschäftigung.<sup>5)</sup>

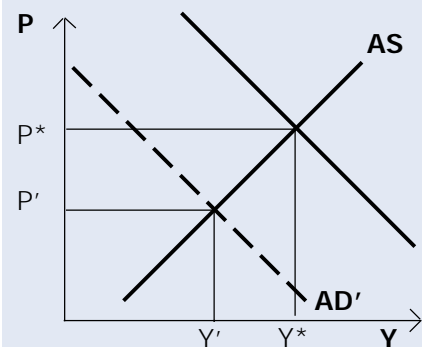
In der Situation eines **Angebotschocks** ist die Lage komplizierter. Unterstellt man als Störung einen massiven Anstieg der Ölpreise, führt dies zu einer Verschiebung der aggregierten Angebotskurve (AS) nach links (Grafik 4). Für die Notenbank ergeben sich damit drei grundlegende Handlungsmöglichkeiten:

- Sie kann das reale Sozialprodukt konstant halten. Dies erfordert eine expansive Geldpolitik, womit der vom Angebotschock ausgelöste Preisanstieg noch verstärkt wird.
- Sie kann das Preisniveau auf seinem ursprünglichen Niveau halten. In diesem Fall wird sie eine restriktive Geldpolitik einschlagen, wodurch sich der Rückgang des Sozialprodukts verschärft.
- Sie kann eine passive Haltung einnehmen, indem sie einfach die Geldmenge konstant hält. In diesem Fall verteilen sich die Effekte des Angebotschocks zu gleichen Teilen auf das Preisniveau und das reale Sozialprodukt.

<sup>4)</sup> Siehe dazu Bofinger (1999).

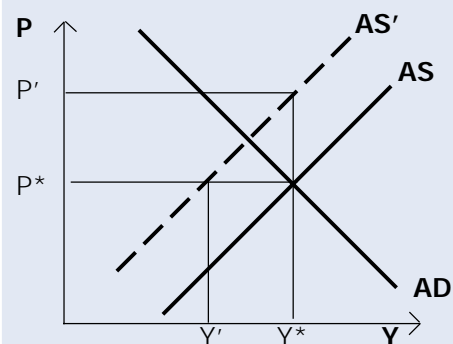
<sup>5)</sup> Siehe dazu auch Mishkin (1998, S. 21). "Indeed, inflation targets can increase the flexibility of the central bank to respond to declines in aggregate demand because declines in aggregate demand that cause the inflation rate to fall below the floor of the target range will automatically stimulate the central bank to loosen monetary policy without fearing that its action will trigger a rise in inflation expectations."

Grafik 3  
Nachfrageschock (Kurzfristanalyse)



## Negative Nachfrageschocks erfordern expansive Geldpolitik

Grafik 4  
Angebotschock (Kurzfristanalyse)



Diese Konfliktsituation besteht jedoch nur auf kurze Sicht, da eine aggregierte Angebotsfunktion mit einer positiven Steigung nur für konstante Nominallöhne gilt. Bei flexiblen Nominallöhnen, d.h. sobald es zu neuen Tarifverhandlungen kommt, verläuft die aggregierte Angebotsfunktion als Vertikale (Grafik 5). Auf mittlere Sicht bedeutet ein Angebotsschock für sich genommen also eine Verringerung des Vollbeschäftigungsoutputs. Die makroökonomische Politik ist nicht in der Lage, das alte Beschäftigungs- und Outputniveau wiederherzustellen. Dazu sind allein die Tarifparteien fähig, die bereit sein müßten, eine Verminderung der Reallöhne hinzunehmen. Nur ein solcher Schritt könnte die langfristige aggregierte Angebotsfunktion wieder in ihr Ausgangsniveau zurückführen.

### Die Sicht der EZB

In der SGS und den zahlreichen Stellungnahmen von Mitgliedern des EZB-Direktoriums wird auf diese beiden Störungsquellen nur indirekt eingegangen, wobei die Rolle von Nachfrageschocks weitgehend unberücksichtigt bleibt.<sup>6)</sup> Wenn beispielsweise der EZB-Präsident Willem Duisenberg ganz allgemein feststellt, daß eine geldpolitische Reaktion auf inflationären oder deflationären Druck zu kurzfristigen Schwankungen des realen Output führe,<sup>7)</sup> trifft dies – wie in Grafik 3 gezeigt – nur auf die Situation eines Angebotsschocks zu. Bei einer nachfrageseitigen Störung ist jedoch genau das Gegenteil der Fall.

Außerdem geht die EZB davon aus, daß eine kurzfristige Steuerung der Konjunktur durch die Geldpolitik "überambitioniert und riskant" sei und somit grundsätzlich eher zu Instabilität als zu Stabilität führe.<sup>8)</sup> Diese Sichtweise wird durch eine Fülle von wissenschaftlichen Arbeiten gestützt, die sich alle auf Milton Friedmans (1967) berühmte Warnung vor den "langen und variablen Wirkungsverzögerungen" in der Geldpolitik zurückführen lassen.

Somit könnte man die Haltung der EZB zu **Nachfrageschocks** in der Weise zusammenfassen, daß sie diese grundsätzlich für wenig bedeutsam einschätzt und außerdem keine Möglichkeit sieht, hierauf rechtzeitig zu reagieren. Diese auf den ersten Blick durchaus nachvollziehbare Position führt jedoch zu dem überraschenden Befund, daß die EZB dann eine ganz andere Politik verfolgen würde als die Bundesbank und die amerikanische Notenbank.

In den letzten Jahren sind zahlreiche empirische Studien zur Reaktionsfunktion dieser Notenbanken erstellt worden. Sie zeigen durchweg, daß sich beide Zentralbanken in ihrer Zinspolitik deutlich von der aktuellen konjunkturellen Lage haben leiten lassen.<sup>9)</sup> In einfachster Form wird eine solche aktivistische Geldpolitik durch die sogenannte Taylor-Regel beschrieben. Dieser von dem amerikanischen Ökonomen John Taylor (1993) entdeckte Zusammenhang lautet wie folgt:

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

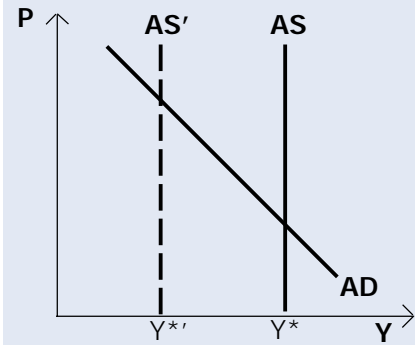
<sup>6)</sup> Sie steht dabei im Einklang mit der neueren geldtheoretischen Literatur, die sich fast überwiegend mit Angebotsschocks befaßt, ohne zu begründen, wieso diese bedeutsamer sein sollen als Nachfrageschocks. Siehe dazu beispielsweise Faust und Svensson (1999) und Kuttner und Posen (1999).

<sup>7)</sup> Duisenberg (1999b): "A monetary policy reaction to inflationary or deflationary pressures may cause short-run fluctuations in real output."

<sup>8)</sup> Duisenberg (1999a) "It would be overambitious and therefore risky to steer the economy in the short term. Fine-tuning would more likely lead to instability than to stability."

<sup>9)</sup> So zum Beispiel Clarida and Gertler (1996, S. 47): " (...) from a variety of evidence, both informal and formal, we find that the performance of the real economy also influences its decision-making. (...) In particular, our formal analysis suggests that, for the most part, the Bundesbank has adjusted short term interest rates according to a kind of modified Taylor rule (...)." Ebenso Schächter (1999) und Clarida, Gali and Gertler (1997).

Grafik 5  
**Angebotsschock (Langfristanalyse)**



**Keine explizite Haltung der EZB zu unterschiedlichen Wirkungen exogener Schocks ...**

**... aber kritische Position zur kurzfristigen Steuerung**

**EZB hält Nachfrageschocks offenbar für wenig bedeutsam**

**Bundesbank und Fed von konjunktureller Lage geleitet**



Die kurzfristigen Zinsen ( $i$ ) folgen einem Pfad, der berechnet wird als die Summe aus der

- aktuellen Inflationsrate ( $p$ ),
- der mit 0,5 gewichteten Differenz zwischen der aktuellen Inflationsrate und einer Zielinflationsrate ( $p^*$ ),
- der ebenfalls mit 0,5 gewichteten Outputlücke, d.h. der Differenz zwischen dem tatsächlichen BIP und dem BIP bei Vollbeschäftigung ( $Y^*$ ), bezogen auf das BIP bei Vollbeschäftigung
- und dem durchschnittlichen Realzins der Vergangenheit (für die Vereinigten Staaten errechnete Taylor hierfür einen Wert von 2).

Mit dieser "Regel", die von Taylor für die amerikanische Geldpolitik der Jahre 1987 bis 1992 entwickelt worden ist (Grafik 6), läßt sich auch die Zinspolitik der Bundesbank seit 1987 recht gut beschreiben (Grafik 7). Damit kann man also für die allgemein als erfolgreich beurteilte Politik der Federal Reserve und der Bundesbank feststellen, daß sie sich stark an der kurzfristigen konjunkturellen Entwicklung orientiert hat und keinesfalls dem Ideal einer mittelfristigen Strategie entsprochen hat, wie es von der EZB in ihrer SGS entwickelt wird.<sup>10)</sup>

Ein nicht unbeachtliches Problem einer mittelfristig ausgerichteten Geldpolitik besteht außerdem darin, einen "neutralen" Kurs im Fall von Nachfragesstörungen adäquat zu bestimmen. Das traditionelle IS/LM-Modell zeigt (Grafik 8), daß ein Nachfrageschock zu einem Rückgang des realen Output ( $Y$ ) und der Zinsen ( $i'$ ) führt. Der Zinsrückgang kann gleichsam als ein automatischer Stabilisator betrachtet werden. Dies setzt jedoch voraus, daß die Notenbank eine konsequente Geldmengensteuerung betreibt. Hält sie demgegenüber die Zinsen konstant, d.h. bei  $i^*$ , wird dieser Stabilisator außer Kraft gesetzt und der Output-Rückgang verstärkt sich auf  $Y''$ . Die spezifischen Probleme der Geldmengensteuerung werden noch ausführlich diskutiert werden.

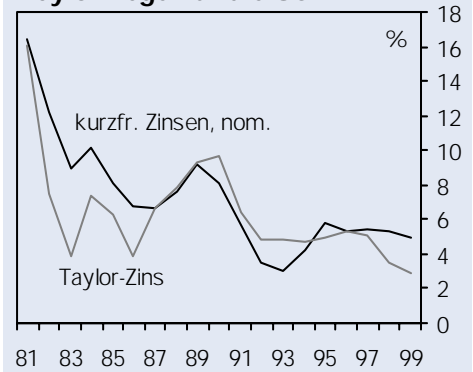
Während die EZB-Strategie bei Nachfrageschocks also eher als problematisch erscheint, erweist sie sich bei **Angebotsschocks** als nahezu perfekt. Wie die einfache Modelldarstellung gezeigt hat, könnte bei diesen Störungen das Preisniveau auf kurze Sicht nur dann stabil gehalten werden, wenn ein verstärkter Outputrückgang herbeigeführt wird. Die mittelfristige Orientierung der EZB führt hier also dazu, daß solche unnötigen realwirtschaftlichen Schwankungen vermieden werden.

In diesem Punkt hat die EZB die Erfahrungen der siebziger und achtziger Jahre berücksichtigt, in denen besonders gravierende Angebotsschocks aufgetreten waren. In diesen Phasen war selbst eine so ambitionierte Notenbank wie die Bundesbank immer bereit gewesen, die primären Effekte solcher Störungen auf die Inflationsrate hinzunehmen. Man kann dies gut an den impliziten Inflationszielen der Bundesbank ablesen, d.h. den normativen Werten für die Inflationsrate, die die Bundesbank in ihren Geldmengenzielen verwendete (Tabelle 1). Man erkennt daran, daß die Bundesbank nach solchen Störungen erst allmählich wieder auf niedrige Inflationsziele übergegangen ist.

<sup>10)</sup> In ihrem Monatsbericht vom April 1999 versucht die Bundesbank (1999), beide Konzepte miteinander in Einklang zu bringen, indem sie feststellt, daß auch die Geldmengensteuerung eine "automatische antizyklische Komponente" aufweise. Wie gering die Gemeinsamkeiten zwischen einer konsequenten Geldmengensteuerung und der Taylor-Regel tatsächlich sind, kann man jedoch schon daran erkennen, daß die Bundesbank ihre Geldmengenziele in jedem zweiten Jahr verfehlte, während sie die Taylor-Regel nahezu perfekt einhalten konnte. Deshalb wäre es auch nicht möglich, den Pfad der kurzfristigen Zinsen rückblickend mit der Geldmengenentwicklung zu erklären. Dies liegt vor allem daran, daß eine konsequent an der Geldmenge orientierte Zinspolitik – neben der aktuellen Inflationsrate und dem Output-Gap – wesentlich von den recht erratischen Schwankungen der Umlaufgeschwindigkeit bestimmt worden wäre.

Grafik 6

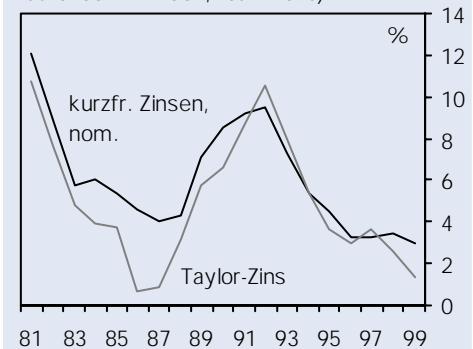
## Taylor-Regel für die USA



Grafik 7

## Taylor-Regel für Deutschland

(Ziel Inflationsrate: 2%, seit 1997: 1.5%  
durchschn. Zinsen, real: 2.5%)



Grafik 8

## Nachfrageschock und Zinssatz (IS/LM-Modell)

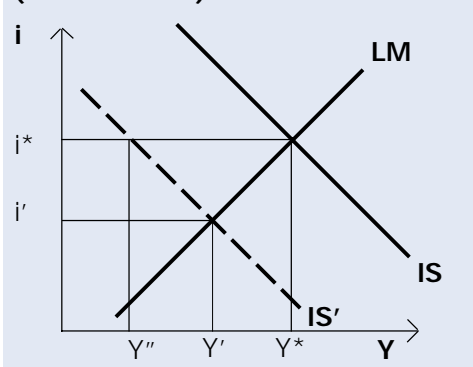


Tabelle 1

**Implizite Inflationsziele der Bundesbank**

(Normative Inflationsrate in den Geldmengenzielen der Bundesbank)

Jahr	Ziel	Jahr	Ziel	Jahr	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	1993	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

**Zur makroökonomischen Rollenzuweisung in Euroland**

Diese kurze Erörterung zeigt, daß es noch einen größeren Diskussionsbedarf über die optimale makroökonomische Rollenzuweisung in Euroland gibt. Wenn man der theoretischen Darstellung und der geldpolitischen Praxis der Bundesbank und der Fed folgt, müßte sich ein solches "assignment" dadurch auszeichnen, daß es in Abhängigkeit von dem jeweils zugrundeliegenden Schock definiert wird.

Bei Nachfrageschocks hätte die Geldpolitik eine umfassende Verantwortung für das Preisniveau, das reale Sozialprodukt und Vollbeschäftigung. Entscheidend ist hierbei, daß die Notenbank bereits auf kurzfristige Störungen reagiert. Bei Angebotsschocks wäre es vor allem Aufgabe der Tarifparteien, die Auswirkungen auf die Beschäftigung und das reale Sozialprodukt abzufedern. Der Geldpolitik käme hierbei auf kurze Sicht eine akkommodierende Rolle zu, indem sie bereit ist, einen temporären Anstieg des Preisniveaus zu tolerieren. Sobald sich bei einem Angebotsschock jedoch die Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale abzeichnet, hat die Notenbank eine eindeutige Verantwortung für das Ziel der Geldwertstabilität, selbst wenn es dabei zu einem temporären Rückgang der Beschäftigung kommt.

In störungsfreien Zeiten hätte die Geldpolitik eine neutrale Linie zu verfolgen, wobei auch diese nicht ganz einfach zu bestimmen ist. Blinder (1998) hat hierfür eine "neutralen Realzins" vorgeschlagen, wobei er sich der Problematik eines solchen Konzepts durchaus bewußt ist.<sup>11)</sup>

Bei der hier in den Vordergrund gerückten Verantwortung der Geldpolitik in Situationen mit Nachfrageschocks ist zu fragen, ob man nicht auch der Fiskalpolitik eine entsprechende makroökonomische Aufgabe zuweisen könnte. Wenn es sich dabei um Störungen handelt, die das ganze Euro-Währungsgebiet erfassen, verfügt die Geldpolitik jedoch über eindeutige komparative Vorteile:

- Die Entscheidungsprozesse der EZB sind sehr viel schneller als die der nationalen Regierungen und Parlamente.
- Die EZB kann für einen einheitlichen Nachfrageimpuls sorgen, während sich im Fall einer fiskalpolitischen Reaktion einzelne Regierungen aus der Verantwortung stehlen könnten.
- Der Stabilitäts- und Wachstumspakt läßt grundsätzlich nur sehr wenig Raum für eine nachfrageorientierte Fiskalpolitik.

<sup>11)</sup> "It is therefore most usefully thought of as a concept rather than as a number, as a way of thinking about monetary policy rather as the basis for a mechanical rule" (Blinder 1998, S. 32).

**Optimale Rollenzuweisung offen****Notenbank sollte bei Nachfrageschocks kurzfristig reagieren ...****... bei Angebotsschocks akkommodieren ...****... und in ruhigen Zeiten eine neutrale Linie verfolgen****Geld- vs. Fiskalpolitik**





## Was bedeutet "Preisstabilität" konkret?

In der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion ist unstrittig, daß das Ziel der Preisstabilität durchaus mit einem gewissen Anstieg der statistisch gemessenen Inflationsrate vereinbar ist. Aufgrund von Qualitätsverbesserungen, völlig neuen Produkten und Sonderangeboten kommt es in den offiziellen Statistiken stets zu einer gewissen Überzeichnung des Preisauftriebs.

Für die EZB stellte sich damit die schwierige Aufgabe, eine mit Preisstabilität zu vereinbarende Inflationsrate (PVI) für Euroland zu definieren. Wie schon erwähnt, hat die EZB in der ersten Darstellung der SGS ihr Ziel mit "einem Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (...) von unter 2 %" definiert. Dies erweckte teilweise den Eindruck, die EZB habe keine Untergrenze für die Preisentwicklung festgelegt. Deshalb stellte die EZB (1999a, S. 51) fest:

"(...) macht die Verwendung des Wortes ‚Anstieg‘ in der Definition klar, daß Deflation, d.h. anhaltende Rückgänge des HVPI-Index, nicht als mit Preisstabilität vereinbar angesehen würden."

Den Meßfehlern bei der Erfassung von Preisänderungen versucht sie dabei in der Weise Rechnung zu tragen, "daß die untere Grenze für den Anstieg des Preisniveaus nicht mit Null angesetzt wurde." (EZB 1999a, S. 51). Das Inflationsziel der EZB liegt also in einem Bereich zwischen "größer Null" und "unter 2 %". Unklar bleibt dabei der konkrete Zielwert. Man könnte diesen allenfalls indirekt – über die von der EZB vorgenommene Herleitung des Referenzwertes für die Geldmenge  $M3^{12}$  – bestimmen, womit man auf eine Rate von 1,5 % kommen würde.

Vergleicht man diesen Wert mit den Zielvorgaben anderer Notenbanken, dann zeigt sich, daß die EZB nicht nur ein recht intransparentes, sondern auch ein eher restriktives Vorgehen gewählt hat (Tabelle 2). Konkret würde für die EZB eine Inflationsrate zwischen 2% und 3% bereits "Inflation" bedeuten und damit eine restriktive Geldpolitik erfordern, während dies für andere Notenbank noch mit "Preisstabilität" vereinbar wäre.<sup>13</sup> Umgekehrt hätte der im ersten Quartal 1999 in Euroland verzeichnete Preisanstieg von 0,8 % für immerhin vier der hier aufgeführten Notenbanken bereits eine deflationäre Entwicklung angezeigt.

**Preisstabilität prinzipiell mit Anstieg der Inflationsrate vereinbar**

**Festlegung der Höhe der PVI**

**EZB: Deflation unvereinbar mit Begriff der Preisstabilität**

**Inflationsziel der EZB zwischen 0 % und 2 %**

**Vorgehen der EZB intransparent und restriktiv**

Tabelle 2

### Inflationsziele anderer Zentralbanken

Zentralbank	Zielwert (Bandbreite)
Bank of England (BoE)	2,5 % ( $\pm 1$ %)
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%
Schwedische Reichsbank	2 % ( $\pm 1$ %)

<sup>12</sup> Die EZB (1999a, S. 54) unterstellt hierbei ein Trendwachstum des realen Bruttoinlandsprodukts von 2 bis 2 1/2 %, einen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes von 1/2 % bis 1 %. Nimmt man jeweils die Mitte dieser beiden Bandbreite und den von der EZB abgeleiteten Referenzwert für  $M3$  von 4 1/2 %, bedeutet dies einen normativen Preisanstieg von 1 1/2 %.

<sup>13</sup> In Großbritannien erfordern Abweichungen der Inflationsrate von ihrem Zielwert, die einen Prozentpunkt oder mehr betragen, einen offenen Brief des Gouverneurs der Bank von England an den Finanzminister, in dem die Ursachen für die Abweichung erklärt werden. Siehe dazu Allen (1999).

Es ist zweifellos sehr schwierig, den Meßfehlern bei der Erfassung der Preisentwicklung angemessen Rechnung zu tragen.<sup>14)</sup> Die EZB weist darauf, daß Eurostat erhebliche Anstrengungen unternommen hat, diese Verzerrungen beim HVPI möglichst gering zu halten. Sie muß allerdings einräumen:

“ Inwieweit diese Versuche zur Minimierung des Meßfehlers beim HVPI erfolgreich waren, ist noch nicht bekannt” (EZB 1999a, S. 51).

Aus diesen Gründen erscheint ein vorsichtiges Vorgehen sicherlich angebracht. Zumindest für Nachfrageschocks bietet es sich dabei an, die Zinspolitik nicht allein an der erwarteten Inflationsrate und dem Inflationsziel, sondern auch an der Output-Lücke auszurichten, wie dies von der “ Taylor-Regel” nahegelegt wird. Da sich bei einer solchen Störung beide Komponenten dieser “ Regel” in die gleiche Richtung bewegen, wird so immerhin eine Diversifikation der Meßfehler erreicht.

### Der Beitrag der Geldpolitik zum Abbau der Arbeitslosigkeit

In dem einfachen Modell, das hier vorgestellt wurde, kann die Geldpolitik nur bei temporären Nachfrage-Schocks einen Beitrag zur Vollbeschäftigung leisten. Bei angebotsseitigen Störungen muß die Lösung von anderen Politikbereichen kommen. Nun könnte man dieser Betrachtungsweise entgegenhalten, daß bei einer solchen Modellstruktur die dynamischen Effekte der Geldpolitik auf Investitionen und Wachstum unberücksichtigt bleiben. Dies ist zweifellos zutreffend. Wenn man diese Wirkungen der Geldpolitik erfassen möchte, bietet es sich an, die langfristigen Realzinsen betrachten. Wie Duisenberg (1998b)<sup>15)</sup> dargestellt hat, bestehen die Vorteile einer stabilitätsorientierten Geldpolitik darin, daß für die Anleger keine Inflationsrisiken bestehen und sie somit bereit sind, langfristige Ausleihungen ohne eine entsprechende Risikoprämie vorzunehmen. In der Tat läßt sich für Euroland zeigen, daß die langfristigen Realzinsen heute sehr gering sind (Grafik 9). Dies gilt auch für den Vergleich mit den Vereinigten Staaten und Deutschland. So gesehen bestehen von den finanziellen Parametern sehr günstige Voraussetzungen für Investitionen und Wachstum in Euroland.

### Die “zwei Säulen” der geldpolitischen Strategie

Wenn die EZB ihr Primärziel der Preisstabilität erreichen will, muß sie über ein “ Navigationssystem” verfügen, das es ihr erlaubt, möglichst frühzeitig festzustellen, ob angebots- oder nachfrageseitige Störungen vorliegen und welche zinspolitische Reaktion hierfür erforderlich ist. Zugleich sollte es ihr in störungsfreien Zeiten anzeigen, welches Zinsniveau einen “ neutralen” geldpolitischen Kurs gewährleistet. In der SGS hat sich die EZB für ein Navigationssystem mit zwei Säulen entschieden:

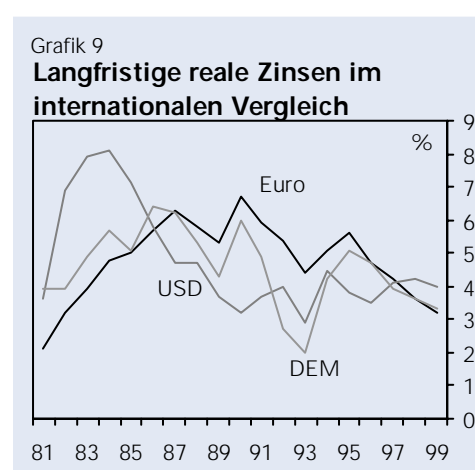
- eine “ herausragende Rolle der Geldmenge”, für die ein stabilitäts-gerechter Referenzwert öffentlich verkündet wird,
- eine “ breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung und die Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet insgesamt”.

<sup>14)</sup> So kommt Hoffmann (1998, p. 195) am Ende einer sehr umfassenden empirischen Studie zu diesem Meßproblem in Deutschland zu dem Ergebnis: “ Es handelt sich also um eine mehr oder weniger begründete Spekulation, für die der Anspruch auf Wissenschaftlichkeit nur sehr eingeschränkt erhoben werden kann.”

<sup>15)</sup> Siehe dazu Duisenberg (1998b): “ One particular benefit to be derived from a stable price environment is that borrowers are not requested to pay extra, to cover the risk of an unexpected rise in the general price level. As a consequence, real interest rates, i.e. interest rates for expected inflation will be lower, thereby encouraging people to commit more resources to productive activities.”

### Größe der Meßfehler beim HVPI unbekannt

### Bei Nachfrageschocks Orientierung an Taylor-Regel angezeigt



### EZB braucht Indikatoren zur Feststellung der Art der Störungen



## Erster "Pfeiler": Eine "herausragende Rolle" der Geldmenge

Die auf der Quantitätstheorie basierende Strategie der Geldmengensteuerung hat im Grunde eine bestechende Logik. Eine Notenbank weitet die Geldmenge genau in dem Maße aus, wie sich das Produktionspotential und der Trend der Umlaufgeschwindigkeit entwickeln, wobei noch ein Zuschlag für die mit "Preisstabilität zu vereinbarende Inflationsrate" vorgenommen wird. Damit verfügt die Notenbank über eine klare Meßlatte für eine "neutrale" Geldpolitik. In störungsfreien Zeiten müssen die Zinsen angehoben (gesenkt) werden, wenn die tatsächliche Geldmengenentwicklung über (unter) dem Zielpfad liegt. Es ist offensichtlich, daß dieses Navigationssystem nicht geeignet ist, um eine geldpolitische Reaktion bei angebots- oder nachfrageseitigen Schocks zu bestimmen. Für die Anhänger einer solchen Strategie ist dies jedoch auch nicht erstrebenswert.

Zur wirtschaftspolitischen Implementierung einer Geldmengensteuerung müssen zwei Voraussetzungen erfüllt sein (Issing 1993):

- Die Notenbank muß in der Lage sein, die Geldmenge mit ihren "operating targets" verlässlich zu steuern.
- Es muß ein stabiler Zusammenhang zwischen der Geldmengenentwicklung und dem Endziel der Geldwertstabilität bestehen, die Geldmenge muß also ein Frühindikator für die Inflationsrate sein.

## Kontrolle der Geldmenge M3 durch die Geldmarktzinsen nicht gegeben

Obwohl die EZB der Geldmengenentwicklung eine "herausragende Rolle" für die Preisentwicklung zuschreibt, muß sie eingestehen, daß sie dieses Aggregat nur unzureichend steuern kann:

"(...) muß das monetäre Aggregat für das Euro-Währungsgebiet, für das der Referenzwert angekündigt wird, nicht auf kurze Zeit anhand eines kurzfristigen nominalen Zinssatzes, der vom Eurosystem sehr genau beeinflußt wird, *kontrollierbar sein.*" (EZB 1999a, S. 53; Hervorhebung im Original).

Diese mangelnde Kontrollierbarkeit kann auf zwei Ursachen zurückzuführen sein:

- Die Nachfrage nach M3 ist nur auf längere Sicht stabil, aber kurzfristig instabil.
- Die Nachfrage nach M3 wird von einem Zinssatz bestimmt, der durch die EZB nicht beeinflußt werden kann.

Beim ersten Punkt handelt es sich um ein Problem, mit dem alle empirischen Geldnachfragefunktionen konfrontiert werden. Für die Geldpolitik hat dies den gravierenden Nachteil, daß man sich bei konkreten zinspolitischen Entscheidungen nur bedingt auf die aktuelle Geldmengenentwicklung verlassen darf, da diese stets durch "Sonderfaktoren" beeinträchtigt sein kann. Die Geldpolitik der Bundesbank in den neunziger Jahren bietet hierfür ein reichhaltiges Anschauungsmaterial.

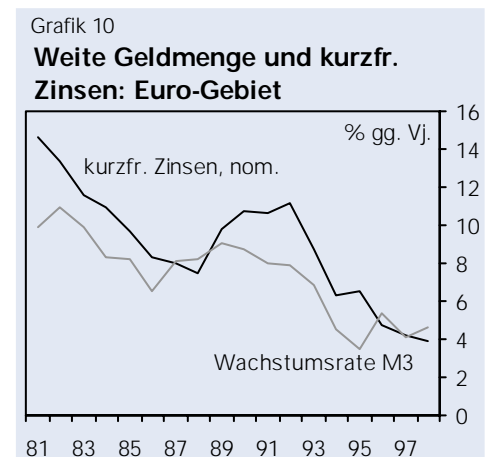
Der zweite Punkt ist noch gravierender. Wenn es einer Notenbank grundsätzlich nicht möglich ist, mit den von ihr kontrollierten Zinssätzen die Geldmenge zu steuern, wird das gesamte Konzept fragwürdig. In der Tat zeigen fast alle Geldnachfragefunktionen für Deutschland wie auch für den Euroraum, daß die Geldmenge M3 nicht von kurzfristigen, sondern von langfristigen Zinsen determiniert wird (Schächter 1999). Dies

**Geldmengensteuerung prinzipiell überzeugendes Konzept, ...**

**... als Navigationssystem jedoch ungeeignet**

**EZB hat Mängel der Geldmengensteuerung erkannt**

**Instabile Geldnachfrage erschwert Geldpolitik**



wird auch durch das Grafik 10 verdeutlicht. Die Euro-Geldmenge M3 und der kurzfristige Zinssatz lassen allenfalls eine – völlig theorie-widrige – parallele Entwicklung erkennen.

### Die Probleme der Bundesbank mit der Geldmengensteuerung

Mit der mangelnden Kontrollierbarkeit der Geldmenge M3 hatte auch die Deutsche Bundesbank erheblich zu kämpfen. Die deutschen Erfahrungen zeigen, daß das Kontrollproblem auch auf längere Sicht erheblich ist. Dies wird aus Grafik 11 deutlich, in dem die Entwicklung der deutschen Geldmenge M3 und ein langfristiges Geldmengenziel für Deutschland abgebildet ist. Der Zielpfad von 5 % entspricht dem Durchschnitt der jährlichen Geldmengenziele der Bundesbank in dieser Phase. Besonders bemerkenswert ist dabei, daß die Bundesbank von September 1992 an ihre Leitzinsen kontinuierlich senkte, obwohl die Geldmengenentwicklung genau das Gegenteil nahegelegt hätte. Dieser Befund wird auch aus umfassenden Studien zur Reaktionsfunktion der Bundesbank deutlich (Clarida und Gertler 1996, Schächter 1999). Diese kommen einstimmig zu dem Befund, daß die Geldmengenentwicklung nur eine untergeordnete Rolle in der deutschen Zinspolitik spielte.

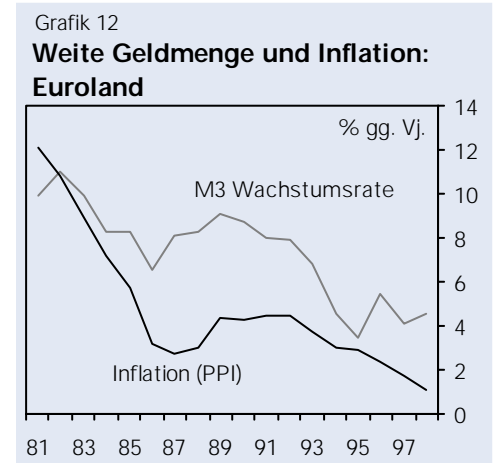
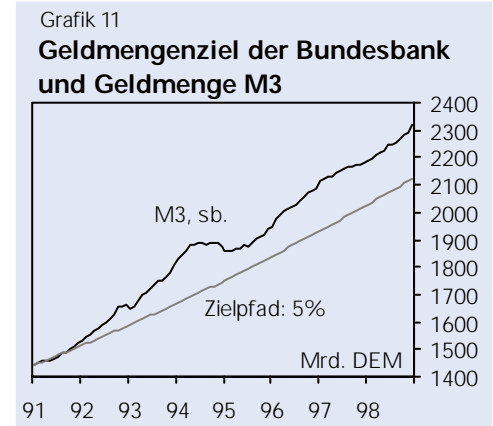
Die EZB ist sich dieses Kontrollproblems durchaus bewußt. Aus diesem Grund hat sie darauf verzichtet, ein "Geldmengenziel" für M3 zu verkünden und sich statt dessen mit einem "Referenzwert" begnügt. Damit stellt sich allerdings die Frage, worin die Funktion eines solchen Referenzwertes konkret zu sehen ist, zumal dieser immerhin eine der beiden "Säulen" der gesamten geldpolitischen Strategie der EZB bildet.

Die deutschen Erfahrungen der neunziger Jahre sprechen auch nicht unbedingt dafür, daß die Geldmengenentwicklung eine besonders gute Prognose der Inflationsrate erlaubt. Bei den Zielüberschreitungen der Jahre 1992 und 1993 hätte man kaum einen so deutlichen Rückgang der Inflationsrate in Deutschland erwarten können. Dies deckt sich auch mit der Einschätzung von Svensson (1999), der erhebliche Zweifel an der Früh-Indikatorqualität der Geldmenge anmeldet.<sup>16)</sup> Grafik 12 läßt für die Vergangenheit einen in etwa parallelen Verlauf der Euro-Geldmenge M3 und der Inflationsrate in Euroland erkennen, wobei es von 1995 an zu einer Beschleunigung des Geldmengenwachstums gekommen ist, während die Inflationsrate deutlich zurückgegangen ist.

### Zweiter "Pfeiler": "Eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung"

Als zweiten Pfeiler ihrer geldpolitischen Strategie verwendet die EZB "eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung". Dazu soll eine "breite Palette von Konjunkturindikatoren" (EZB 1999a, S. 54) herangezogen werden. Die EZB (1999a, S. 55) berücksichtigt dafür "u.a. die Löhne, den Wechselkurs, die Anleihenurse und die Zinsstrukturkurve, verschiedene Meßgrößen für die reale Wirtschaftstätigkeit, fiskalpolitische Indikatoren, Preis- und Kostenindizes sowie Branchen- und Verbraucherumfragen". Erstaunlicherweise scheint die EZB die kurzfristigen Zinsen wie auch die Geldmengenentwicklung bei dieser Betrachtung nicht heranzuziehen.

### Parallele Entwicklung bei M3 und kurzfristigen Zinsen



### Vielfältige Konjunkturindikatoren ...

<sup>16)</sup> Svensson (1999, S. 34) "It is easily shown (...) that such a money-growth indicator will be a relatively useless indicator of risks to price stability and, indeed, mostly a noisy indicator of the deviation of current inflation from the inflation target."

Auf den ersten Blick könnte man nun vermuten, daß die EZB mit diesen Informationen eine Inflationsprognose vornimmt, womit die "breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung" nur eine andere Bezeichnung für eine Inflationsprognose mit einem Konfidenzband darstellen würde. In der Tat stellt die EZB (1999a, S. 55) fest:

"Offensichtlich wird es auch nützlich sein, die Inflationsprognosen, in die alle diese Variablen eingegangen sind, bei der Beurteilung zu verwenden, ob der geldpolitische Kurs angemessen ist. Diesbezüglich wird das Eurosystem die gesamte Palette der von internationalen Organisationen, anderen Stellen, Marktteilnehmern etc. erstellten Inflationsprognosen beurteilen und auch eine eigene Einschätzung der zukünftigen Preisperspektiven liefern."

Ist eine Inflationsprognose aber etwas anderes als eine "breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung"?

Die EZB scheint dies offensichtlich so zu sehen. Sie begründet den Unterschied wie folgt:

"Die Inflationsprognosen sind mit Vorsicht und Sorgfalt zu interpretieren. Außerdem kann eine Prognose 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 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 geldpolitische Entscheidungen in der Regel abhängig sind." (EZB 1999a, S. 55)

Bei dieser Darstellung ist einiges unklar: Welche für die Geldpolitik wichtigen Variablen können in einer Inflationsprognose nicht berücksichtigt werden? Warum können in einer Inflationsprognose einzelne Indikatoren nicht zeitnah einfließen? Worin besteht der zusätzliche Informationsgehalt einer Analyse einzelner Indikatoren, der über deren Bedeutung für eine Inflationsprognose hinausgeht?

### **"Eine neue und klare Strategie"?**

Alles in allem erweisen sich die beiden Pfeiler der SGS als wenig tragfähig, insbesondere dann, wenn man die Funktion einer Strategie darin sieht, die geldpolitischen Entscheidungsprozesse möglichst transparent zu gestalten.

Der Geldmengen-Pfeiler leidet zum einen darunter, daß die Geldmengenentwicklung auf kurze Sicht viel zu instabil verläuft, um darauf zinspolitische Schritte zu begründen. Zum anderen stellt sich das Problem, daß es auch auf längere Sicht kaum möglich ist, ein breites Geldmengenaggregat mit kurzfristigen Zinsen zu steuern, wobei der Zusammenhang zwischen der Geldmengenentwicklung und der Inflationsrate ohnehin nicht sehr zuverlässig ist. Es ist daher zu erwarten, daß die Geldmengenentwicklung für die zinspolitischen Beschlüsse der EZB eine ebenso sekundäre Rolle spielen wird, wie sie das auch bei der Bundesbank getan hat. In der Tat war der erste Zinsschritt der EZB (vom 8. April 1999) nicht vereinbar mit der damaligen monetären Entwicklung, da die Geldmenge M 3 mit einer Rate von über 5 % deutlich stärker expandierte, als es dem Referenzwert von 4½ % entsprach.

### **... zur Einschätzung zukünftiger Preisentwicklung**

### **Abgrenzung zur Inflationsprognose**

### **Strategie der EZB wenig tragfähig**

### **Geldmengenentwicklung für Zinspolitik der EZB wahrscheinlich sekundär**

Beim zweiten Pfeiler hat man sich zu fragen, ob es nicht eine Selbstverständlichkeit ist, daß eine Notenbank eine " breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die zukünftige Inflationsentwicklung" vornimmt. Einen echten Informationsgehalt für die Öffentlichkeit hätte daher nur eine veröffentlichte Inflationsprognose der EZB oder aber zumindest eine konkrete Beschreibung des Verfahrens wie diese " Beurteilung" vorgenommen wird.

Damit bleibt für den Außenstehenden letztlich unklar, wie die EZB konkret vorgehen wird, um " jene wirtschaftlichen Störungen, die die Preisstabilität gefährden, festzustellen und auf diese mit geldpolitischen Maßnahmen zu reagieren, die diese Risiken begegnen und die angemessen sind in bezug auf die jeweilige wirtschaftliche Lage und die Art der Gefährdung." (EZB 1999a, S. 55). So gesehen fällt es schwer, sich dem Urteil der EZB anzuschließen, die ihre Strategie wie folgt anpreist:

" Die stabilitätsorientierte, geldpolitische Strategie (...) stellt eine neue und klare Strategie dar, die die besonderen Umstände und das institutionelle Umfeld, unter denen das Eurosystem operiert, widerspiegelt" (EZB 1999a, S. 55).

### **Vorteile der Strategie des "inflation targeting"**

Die Vor- und Nachteile der geldpolitischen Strategie der EZB lassen sich auch dadurch verdeutlichen, daß man sie mit dem geldpolitischen Konzept des " inflation targeting" vergleicht, wie es seit einigen Jahren von der Bank of England und einigen anderen Notenbanken verfolgt wird. Gegenüber der SGS weist das " inflation targeting" folgende Besonderheiten auf:

- Das Inflationsziel wird eindeutiger formuliert. Wie Tabelle 2 auf Seite 9 verdeutlicht, wird entweder ein Punktziel mit einer Bandbreite verkündet oder aber ein Zielband mit klar definierten Rändern.
- Es werden fortlaufende und regelmäßige Inflationsprognosen veröffentlicht. Diese werden als bedingte Prognosen unter der Annahme unveränderter Leitzinsen ermittelt. Die Bank von England gibt die Prognose in der Form eines Fächers (" fan chart") bekannt, der die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Prognosewerte abbildet. Außerdem wird auch eine Projektion für das reale Sozialprodukt veröffentlicht.
- Die Geldmengenentwicklung wird bei diesen Prognosen berücksichtigt, ihr wird jedoch keine herausragende Rolle beigemessen.

Es ist offensichtlich, daß die Öffentlichkeit bei dieser Strategie sehr viel eher in der Lage ist, die Beschlüsse einer Notenbank nachzuvollziehen und dabei zu überprüfen, ob sich die Geldpolitik nach wie vor dem Ziel der Geldwertstabilität verpflichtet sieht. Besonders wichtig ist dabei die veröffentlichte Inflationsprognose. Sie zeigt, wie eine Notenbank die jeweils vorherrschenden Störungen auf der Angebots- oder Nachfrageseite beurteilt. Vorteilhaft ist auch, daß eine Notenbank ihre Zinsen bei diesem Konzept nur dann senken kann, wenn sie eine nach unten revidierte Inflationsprognose vorlegt. Eine Politik der " Überraschungsinflation" wird auf diese Weise erheblich erschwert.

Trotz dieser recht eindeutigen Vorzüge des " inflation targeting" hat sich die EZB bisher nicht mit dieser Strategie anfreunden können. Die Gründe hierfür sind nicht ganz einfach nachzuvollziehen. Für Otmar Issing

### **Veröffentlichung einer Inflationsprognose durch die EZB wünschenswert**

### **Selbstlob der EZB nicht nachvollziehbar**

### **Die Bank of England als Vorbild**

### **"Inflation targeting" transparenter**

(1998) besteht ein Hauptproblem darin, daß es grundsätzlich sehr schwierig sei, Inflationsprognosen zu erstellen.<sup>17)</sup> Aber wenn sich die EZB tatsächlich nicht in der Lage sieht, eine einigermaßen verlässliche Inflationsprognose zu erstellen, müßte ihre geldpolitische Kompetenz insgesamt angezweifelt werden. Natürlich sind alle makroökonomischen Prognosen mit Fehlern behaftet, doch sind diese bei der Inflationsrate geringer als bei anderen makroökonomischen Variablen (Döpke and Langfeldt 1995). Zudem ergeben sich in einem sehr großen Währungsraum wie Euroland erheblich geringere Störeinflüsse durch den Wechselkurs als in einem einzelnen Land.

Issing (1998) sieht außerdem das Problem, daß ein "inflation targeting" durch eine "judgmental manipulation" von seiten der Notenbank beeinträchtigt werden kann. Abgesehen davon, daß er es selbst in der Hand hat, dies zu vermeiden, besteht schon heute ein intensiver "Prognose-Wettbewerb" durch nationale und internationale, private und öffentliche Institutionen. Eine Notenbank, deren Inflationsprognose deutlich vom "mainstream" abweicht, würde sich also einem erheblichen Rechtfertigungszwang ausgesetzt sehen.

Schließlich befürchtet Issing, ein "inflation targeting" könne die Verantwortlichkeit der Notenbank beeinträchtigen, da die Geldpolitik die Inflation nur indirekt kontrollieren könne, während ihr Einfluß auf die monetäre Entwicklung stärker ausgeprägt sei. Da die EZB jedoch selbst eingeräumt hat, daß sie die Geldmenge M3 kurzfristig nur schwer steuern kann und sie es offengelassen hat, wie dies dann auf längere Sicht möglich sein soll, erscheint dies nicht als ein schwerwiegender Nachteil des "inflation targeting".

Alles in allem ist es unklar, wieso sich die EZB so sehr gegen die Strategie des "inflation targeting" sträubt. Gegenüber der SGS könnte so ein erheblicher Gewinn in bezug auf die Transparenz und die Glaubwürdigkeit der EZB erreicht werden. Auch die "accountability", d.h. die Verantwortlichkeit für geldpolitische Entscheidungen, würde erheblich gesteigert werden, da jeder zinspolitische Schritt eine geänderte Inflationsprognose erforderte, die unschwer mit allen bereits am Markt befindlichen Prognosen verglichen werden kann.

## Indikatoren und "operating targets" der europäischen Geldpolitik

Wie zu Beginn dargestellt, handelt es sich bei der Geldpolitik um einen mehrstufigen Prozeß, an dessen Ende die makroökonomischen Ziele stehen, während am Beginn die "operating targets" angesiedelt sind, d.h. diejenigen Größen, die von einer Notenbank perfekt oder nahezu perfekt gesteuert werden können. Von Interesse ist dabei vor allem, anhand welcher Größen abgelesen werden kann, ob eine Notenbank angemessen auf die Informationen reagiert, die ihr vom geldpolitischen "Navigationssystem" geliefert werden. Die EZB hat sich hierzu bisher nicht explizit geäußert.

<sup>17)</sup> Issing (1998): "(...) in the current circumstances, a pure "direct inflation targeting" strategy is too simplistic for the ESCB, and possibly even misconceived. (...) Because of the well-known lags in the transmission mechanism of monetary policy to the economy in general, and the price level in particular, it is impossible for a central bank to control inflation directly. Therefore, "inflation targeting" in practice means "inflation forecast targeting" where the central bank sets monetary policy to keep their best forecast of inflation at the level deemed consistent with price stability. (...) Forecast uncertainty is likely to be relatively large, possibly rendering the whole inflation targeting strategy ineffective." Ebenso von Hagen (1998, S. 28): "(...) monetary targeting showed that the Bank (the Bundesbank; P.B.) accepted responsibility for inflation but only for that part of inflation that was due to monetary policy, namely excessive monetary expansion."

## Erstellung von Inflationsprognosen zu schwierig?

## Manipulierte Inflationsprognosen?

## Beeinträchtigung der Verantwortlichkeit der EZB?

## Ablehnungshaltung der EZB schwer nachvollziehbar

## Geldpolitik ist mehrstufiger Prozeß

## Der kurzfristige Realzins als wichtigste Indikatorgröße

Aus den Publikationen der EZB geht jedoch hervor, daß die Bank dem kurzfristigen Realzins eine zentrale Indikatorrolle beimißt. Bereits im Monatsbericht Februar 1999 hat die EZB (1999b, S. 6) die niedrigen kurzfristigen Realzinsen als eine entscheidende Ursache dafür genannt, daß die " monetären und finanziellen Bedingungen für anhaltendes Produktions- und Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet (...) günstig" seien. Im Monatsbericht März 1999 präsentierte die EZB eine Studie mit dem Titel "Wichtige Überlegungen zur Analyse der Realzinsen im Euro-Währungsgebiet".

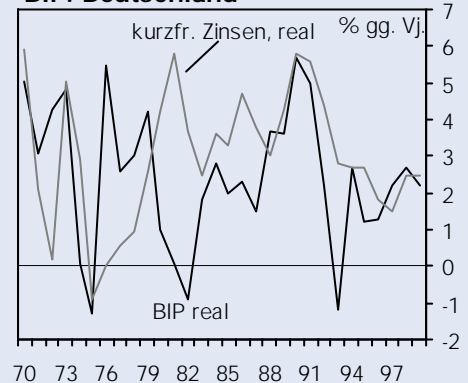
In der Tat weisen die kurzfristigen Realzinsen eine Reihe von Vorzügen als monetäre Indikatorvariable auf.

- Sie sind perfekt durch die Notenbank kontrollierbar. Dies ergibt sich daraus, daß kurzfristigen Nominalzinsen sehr gut durch die geldpolitischen Instrumente gesteuert werden können und die Inflationsrate auf kurze Sicht in der Regel keinen größeren unvorhersehbaren Schwankungen ausgesetzt ist.
- Da dieser Indikator die laufende Inflationsrate berücksichtigt, wird vermieden, daß Zinserhöhungen, die lediglich einen Ausgleich für eine steigende Geldentwertung herbeiführen, bereits als eine restriktive Geldpolitik interpretiert werden.
- Die Entwicklung in Deutschland zeigt, daß alle Rezessionen durch einen deutlichen Anstieg der kurzfristigen Realzinsen ausgelöst worden sind (Grafik 13). Ein ähnlicher, wenn auch weniger stark ausgeprägter Zusammenhang ist für die Vereinigten Staaten erkennbar (Grafik 14).
- Wichtig ist auch, daß es einen recht engen Zusammenhang zwischen Veränderungen der Geldmarktsätze und den Bankenzinsen gibt (Grafik 15), wobei der Abstand zwischen beiden Größen konjunkturell bedingt zu variieren scheint. (Hülsewig 1999).

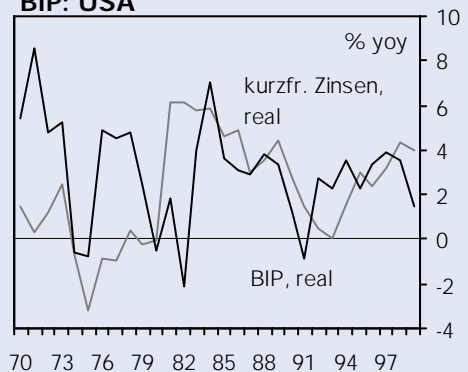
Wenn man die kurzfristigen Realzinsen in Euroland in längerfristiger Perspektive betrachtet, sind sie für Juni mit 1,5 % als außerordentlich gering anzusehen (Grafik 16). Sie liegen damit in Größenordnungen, wie man sie nur in den siebziger Jahren hat beobachten können – mit einem durchschnittlichen kurzfristigen Realzins von 1,9 % in Deutschland und 0,9 % in den Vereinigten Staaten. Allerdings sollte man diese Inflationsphase ohnehin nur bedingt als "benchmark" für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik verwenden.

Daß das Niveau der kurzfristigen Realzinsen in Euroland derzeit als niedrig und auch im Einklang mit der konjunkturellen Lage anzusehen ist, wird vor allem durch die Taylor-Regel bestätigt. Für eine Zielinflationsrate von 1,5 %, einen durchschnittlichen Realzins von 2,5 % (dies entspricht dem durchschnittlichen Niveau in Deutschland von 1960 bis 1998)<sup>18)</sup>, einer Output-Lücke von einem Prozent und einer aktuellen Inflationsrate von 1,0 % (Mai 1999) errechnet sich ein kurzfristiger Nominalzins von 3 %, während der Euro-Geldmarktzins bei 2,5 % liegt. Die EZB hält das Zinsniveau derzeit also noch unter dem Wert der

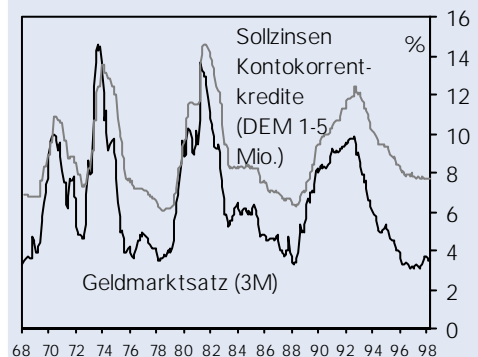
Grafik 13  
Kurzfr. Reale Zinsen und reales BIP: Deutschland



Grafik 14  
Kurzfr. Reale Zinsen und reales BIP: USA



Grafik 15  
Geldmarktsatz und Sollzinsen auf Kontokorrentkredite: Deutschland



<sup>18)</sup> Daß man das deutsche Zinsniveau als Referenzsatz heranzieht, erscheint deshalb berechtigt, weil die Geld- und Währungsordnung von Euroland weitgehend mit den Bestimmungen des früheren Bundesbankgesetzes identisch ist.



Taylor-Regel (Grafik 17); bei der Zinssenkung am 8. April 1999 lag die Inflationsrate noch bei 0,8 % womit man exakt den Wert von 2,5 % erreicht hätte.

### Die Zinsstruktur als alternativer Indikator

In der geldpolitischen Diskussion wird neben dem kurzfristigen Realzins häufig auch die Zinsstruktur als ein wichtiger Indikator für die Ausrichtung der Geldpolitik angesehen (Estrella and Mishkin 1995). Grafik 18 zeigt, daß sich beide Größen in der Regel sehr ähnlich entwickeln und somit auch ähnliche Indikatorqualität aufweisen.<sup>19)</sup> Gleichwohl weist die Zinsstruktur einige offensichtliche Nachteile als Indikatorgröße auf.

Während der kurzfristige Realzins perfekt durch die Notenbank kontrolliert wird, hängt die Zinsstruktur auch von den Entwicklungen auf den Kapitalmärkten ab. Dieser Einfluß kann die Aussagekraft des Indikators beeinträchtigen. So kam es beispielsweise im Jahr 1995 zu starken Kapitalabflüssen vom Eurogebiet in die Vereinigten Staaten, die zu einem Anstieg der langfristigen Zinsen für die europäischen Währungen führten. Da die kurzfristigen Zinsen nur sehr wenig erhöht wurden, verlief die Zinsstruktur steiler. Dies müßte man dann als eine expansivere Geldpolitik interpretieren. Wie irreführend dies ist, zeigt sich, wenn man 1995 mit den ersten Monaten des Jahres 1999 vergleicht. Heute sind die kurz- und die langfristigen Zinsen nominal und real deutlich niedriger als damals. Gleichwohl würde der Indikator der Zinsstruktur jetzt eine restriktivere Geldpolitik anzeigen, weil der Rückgang der Zinsen im langfristigen Bereich stärker ausgefallen ist am kurzen Ende des Marktes.

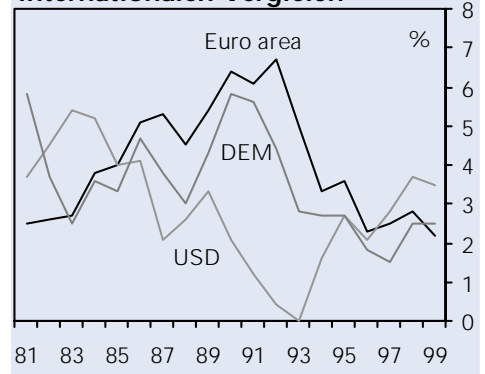
Das Grundproblem des Indikators der Zinsstruktur besteht darin, daß er über keine klare theoretische Grundlage verfügt. Die traditionelle Investitionstheorie erklärt das Investitionsverhalten stets mit dem Zinsniveau, wobei sie die langfristigen Zinsen als bedeutsamer einschätzt als die kurzfristigen. Wenn sich also langfristige und kurzfristige Zinsen nach unten bewegen, ist es aus dieser Sichtweise schwer nachzuvollziehen, daß daraus dämpfende Effekte auf die Wirtschaftstätigkeit ausgehen sollen, weil der Rückgang im langfristigen Bereich stärker ausgefallen ist als im kurzfristigen Bereich.

Damit ist also der statistisch zu beobachtende Einfluß der Zinsstruktur auf das reale Wirtschaftsgeschehen als eine Scheinkorrelation anzusehen. Die einzige entscheidende Größe ist der kurzfristige Realzins. Damit sollte man in der aktuellen Situation die Signale, die vom Indikator der Zinsstruktur ausgehen, nicht überbewerten,

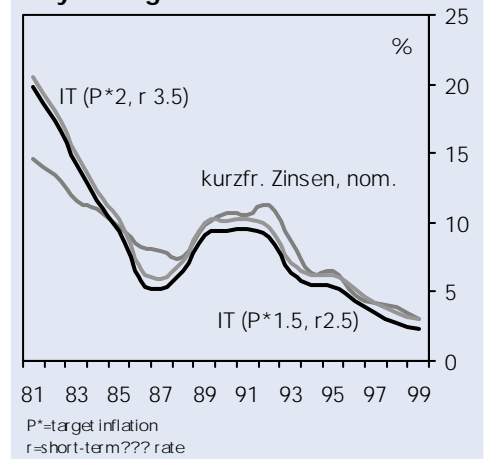
### Pragmatische Politik der EZB

In ihrer konkreten Geldpolitik läßt die EZB somit eine Flexibilität erkennen, die kaum mit der von ihr verkündeten geldpolitischen Strategie zu vereinbaren ist. Ähnlich wie die Bundesbank und die Fed richtet sich die EZB bei ihren zinspolitischen Entscheidungen sehr stark an der aktuellen Outputlücke und der Inflationsrate aus. Dies wird vor allem durch die weitgehende Übereinstimmung der derzeitigen EZB-Leitzinsen und dem nach der Taylor-Regel errechneten Wert bestätigt. Nicht anders

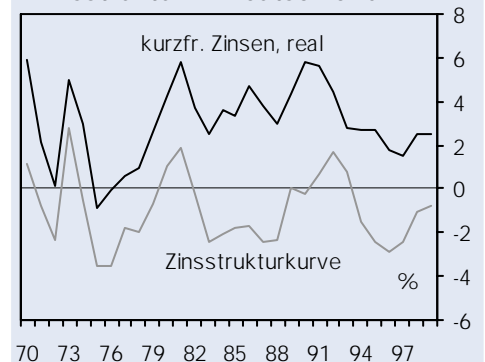
Grafik 16  
Kurzf. Reale Zinssätze im internationalen Vergleich



Grafik 17  
Taylor-Regel für das Euro-Gebiet



Grafik 18  
Kurzfristige reale Zinsen und Zinsstrukturkurve in Deutschland



<sup>19)</sup> Die Erklärung hierfür liegt darin, daß beide Größen in ähnlicher Weise berechnet werden. Um die (inverse) Zinsstruktur rechnerisch zu ermitteln, kann man die Differenz aus dem kurzfristigen Zinssatz und dem langfristigen Zins bilden. Der langfristige Zins kann nun als Summe aus dem langfristigen Realzins und der erwarteten Inflationsrate angesehen werden. Damit errechnet man bei der Zinsstruktur also eine Differenz aus kurzfristigem Nominalzins minus der Inflationsrate und dem langfristigen Realzins. Wenn die erwartete Inflationsrate nahezu der aktuellen Inflationsrate entspricht (extrapolative Erwartungen) und der Realzins eine nahezu konstante Größe darstellt, entspricht die (inverse) Zinsstruktur somit dem kurzfristigen Realzins zuzüglich einer Konstanten.

als die Bundesbank und die Fed verfolgt die EZB damit eine "pragmatische" Politik, die insbesondere auch auf nachfrageseitige Störungen Rücksicht nimmt. Theoretische Überlegungen und die Erfahrungen mit der deutschen und der amerikanischen Geldpolitik zeigen, daß sich eine solche Ausrichtung keinesfalls nachteilig auf das Ziel der Geldwertstabilität auswirken muß.

### **Mehr Transparenz wäre gut für die Glaubwürdigkeit der EZB**

Die offensichtliche Divergenz zwischen der nach außen verkündeten geldpolitischen Strategie der EZB und ihrer tatsächlichen Zinspolitik ist auf Dauer nicht vorteilhaft für die Glaubwürdigkeit der EZB. Da die beiden "Pfeiler" der SGS ohnehin erheblich Defizite aufweisen, wäre die EZB gut beraten, ihr strategisches Konzept, das im letzten Jahr unter großem Zeitdruck geschaffen werden mußte, noch einmal grundsätzlich zu überarbeiten. Als Vorbild hierfür könnte das Konzept des "inflation targeting" dienen. Damit würde sich die EZB vor allem verpflichten, eine konkrete Inflationsprognose abzugeben, und die Geldmenge würde eine nicht mehr so prominente Indikatorfunktion erhalten.

**Pragmatismus der EZB kann Glaubwürdigkeit schaden**

## References:

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 and London.

Bofinger, Peter, Julian Reischle and Andrea Schächter (1996), "Geldpolitik", Verlag Vahlen, München.

Bofinger, Peter (1999), "Makroökonomie", Vorlesungsskript, Universität Würzburg.

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.

Deutsche Bundesbank (1999), "Taylor-Zins und Monetary Conditions Index", in: Monatsbericht April 1999, S. 47-61.

Döpke, Jörg and Enno Langfeldt (1995), "Zur Qualität von Konjunkturprognosen für Westdeutschland 1976-1994", Kiel Discussion Paper No. 247, March 1995.

Duisenberg, Willem (1998a), "The European system of central banks: current position and future prospects", Keynote address at a conference organised by the Royal Institute of International Affairs, London, November 27<sup>th</sup> 1998. ([www.ecb.org](http://www.ecb.org)).

Duisenberg, Willem (1998b), "The role of monetary policy in economic policy", Speech to the Economic and Social Council of the European Communities, Brussels, December 3<sup>rd</sup> 1998. ([www.ecb.org](http://www.ecb.org)).

Duisenberg, Willem (1999a), "The Eurosystem's strategy for the euro", Speech at a conference organised by "The Economist", Rome, March 12<sup>th</sup> 1999. ([www.ecb.org](http://www.ecb.org)).

Duisenberg, Willem (1999b), "The euro: The new European currency", Speech at the Council of Foreign Relations, Chicago, February 1<sup>st</sup> 1999. ([www.ecb.org](http://www.ecb.org)).

Estrella, Arturo and Frederic S. Mishkin (1995), "The term structure of interest rates and its role in monetary policy", NBER Working Paper, No. 5279.

Europäische Zentralbank (1999a), "Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems", Monatsbericht Januar 1999, S. 43-56.

Europäische Zentralbank (1999b), "Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet", Monatsbericht Februar 1999, S. 7-28.

Faust, Jon and Lars E.O. Svensson (1999), "Transparency and Credibility: Monetary Policy with unobservable goals" (<http://www.iies.su.se/leosven>).

Friedman, Milton and Anna J. Schwartz (1963), "A monetary history of the United States, 1867-1960", Princeton University Press.

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", <http://www.wifak.uni-wuerzburg.de/vw11/namen/huelse.htm>.

Issing, Otmar (1993), "Einführung in die Geldpolitik", 5. Auflage, Verlag Vahlen, München.

Issing, Otmar (1998), "Monetary policy in EMU", Speech October 6<sup>th</sup> 1998, Washington D.C. ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

Kuttner, Kenneth N. and Adam S. Posen (1999), "Does talk matter after all? Inflation targeting and central bank behaviour".

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](http://www.iies.su.se)).

Schächter, Andrea (1999), "Die geldpolitische Konzeption und das Steuerungsverfahren der Deutschen Bundesbank: Implikationen für die Europäische Zentralbank", Mohr Siebeck, Tübingen, Oktober 1999.

Svensson, Lars (1999), "Price stability as a target for monetary policy: defining and maintaining price stability" Paper prepared for the Bundesbank conference on "The monetary transmission process", March 26<sup>th</sup>-27<sup>th</sup>, 1999.

Taylor, John B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy 39, p. 195-214.

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, Stockholm University, Seminar Paper No. 649. ([www.iies.su.se](http://www.iies.su.se)).

von Hagen, Jürgen (1998), "Money growth targeting", Institute for International Economic Studies, Stockholm University, Seminar Paper No. 643. ([www.iies.su.se](http://www.iies.su.se)).

© 1999. Deutsche Bank AG, DB Research, D-60272 Frankfurt am Main, Bundesrepublik Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe, Deutsche Bank Research\* gebeten.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder die Deutsche Bank AG noch ihre assoziierten Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Die Deutsche Bank Securities Inc. hat unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts in den Vereinigten Staaten übernommen. Die Deutsche Bank AG London und Morgan Grenfell & Co., Limited, die beide der Securities and Futures Authority unterstehen, haben unter Anwendung der gültigen Vorschriften die Verantwortung für die Verteilung dieses Berichts im Vereinigten Königreich übernommen.

Druck: HST Offsetdruck GmbH, Dieburg.

Print: ISSN 1430-7383 / Internet: ISSN 1435-0742