



27. April 2000

Nr. 83

€ WU-Monitor

Inflation targeting: was kann die EZB daraus lernen?

- Die geldpolitische Strategie des *Inflation targeting* wird von prominenten Ökonomen als klarer Erfolg angesehen und daher auch als Navigationssystem für die Politik der EZB empfohlen.
- Trotz intensiver Bemühungen ist die *ex-ante*-Rechenschaftslegung der EZB weiterhin unzureichend. Ihre "breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung" ist viel zu allgemein, und der Referenzwert für die Geldmenge M3 ist für Inflationsprognosen nur von geringem Nutzen.
- *Inflation targeting* impliziert eine auf den ersten Blick simple Entscheidungsregel: Wenn die Inflationsprognose, unter der Annahme konstanter kurzfristiger Zinsen, über dem Inflationsziel liegt, müssen die Zinsen angehoben werden und umgekehrt.
- Die Schwierigkeit liegt jedoch in der Erstellung der Prognose. Der "eklektische Ansatz" der Bank of England, der "im Detail nicht zu beschreiben" ist (Vickers 1998), trägt kaum zu einer höheren Transparenz der Geldpolitik bei. Einerseits ist für die breite Öffentlichkeit der Informationsgehalt einer bedingten Prognose gering. Andererseits besteht das Risiko, dass die Prognose nicht objektiv ist. Experten dagegen können selbst einschätzen, ob das gegenwärtige Zinsniveau mit dem Inflationsziel vereinbar ist oder nicht.
- Diese skeptische Bewertung wird durch empirische Untersuchungen bestätigt. Es gibt bisher keine Belege dafür, dass das *Inflation targeting* zu besseren wirtschaftspolitischen Resultaten geführt hat als andere Strategien.
- Für die EZB läge eine Alternative zu ihrer Zwei-Säulen-Strategie darin, eine vor allem auf den Inflationserwartungen des Privatsektors basierende "Einsäule-Strategie" zu verfolgen. Anstelle einer eigenen Inflationsprognose sollte die EZB regelmäßig und systematisch die Inflationserwartungen des Privatsektors veröffentlichen. Eine derartige "externe" Beurteilung würde ihren diskretionären Spielraum wirkungsvoll einschränken und eine klare Grundlage für ihre *ex-ante*-Rechenschaftslegung bieten.
- Derzeit würde eine solche Strategie klar erkennen lassen, dass im Euroraum keine nennenswerten Inflationsrisiken bestehen.

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.

Editor:

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

Publikationsassistentz:

Eveline Förster
+49 69 910-31743
eveline.foerster@db.com

Internet:

<http://www.dbresearch.de>

Deutsche Bank Research

Frankfurt am Main
Deutschland

E-mail: marketing.dbr@db.com

Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

Axel Siedenberg
Norbert Walter

Ein "klarer Erfolg"?¹

Nach seiner Einführung durch die neuseeländische Zentralbank (Reserve Bank of New Zealand) im April 1988 wird das Konzept des *Inflation targeting* jetzt zunehmend von Zentralbanken in der ganzen Welt angewendet². In der Wissenschaft wird dieser Ansatz vielfach als "klarer Erfolg" angesehen (Svensson 2000) und auch der Europäischen Zentralbank und dem Federal Reserve System empfohlen (Bernanke et al., 1999). Diese Auffassung ist nur schwer mit der US-amerikanischen Geldpolitik unter der Ägide Alan Greenspans in Einklang zu bringen, die weithin als erfolgreich beurteilt wird, obwohl sie sich nicht auf ein klar definiertes Konzept stützt. Auch im Fall der EZB erscheint die Umstellung auf das Konzept des *Inflation targeting* auf den ersten Blick nicht notwendig zu sein. Ihr ist es gelungen, die Inflationserwartungen trotz der weitverbreiteten Skepsis der Öffentlichkeit in Bezug auf die neue Währung auf einem im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau zu halten. Gleichwohl soll im Folgenden untersucht werden, inwieweit die Strategie des *Inflation targeting* dazu beitragen kann, die Transparenz und damit auch die Rechenschaftslegung der EZB gegenüber der europäischen Öffentlichkeit zu verbessern.

Elemente des *Inflation targeting*

In einer umfassenden Studie über *Inflation targeting* definieren Bernanke et al. (1999) diesen Ansatz wie folgt:

"*Inflation targeting* ist ein Rahmen für die Geldpolitik, der sich durch die Veröffentlichung quantitativer Ziele (oder Zielzonen) für die Inflationsrate über einen oder mehrere Zeithorizonte sowie durch die explizite Anerkennung einer niedrigen, stabilen Inflationsrate als das vorrangige langfristige Ziel der Geldpolitik auszeichnet. Zu den wichtigen Eigenschaften des *Inflation targeting* gehören nachdrückliche Bemühungen, mit der Öffentlichkeit über Pläne und Ziele der Geldpolitik zu kommunizieren, sowie in vielen Fällen Mechanismen, die die Rechenschaftslegung der Zentralbank hinsichtlich der Verfolgung dieser Ziele stärken." (Bernanke et al., 1999, S. 4, eigene Übersetzung)³

Eine eher viel anspruchsvollere Definition findet man bei Lars Svensson, der als führender Kopf der Theorie des *Inflation targeting* gelten kann:

"*Inflation targeting* ist in erster Linie durch ein numerisches Inflationsziel charakterisiert. Dieses Inflationsziel wird mittelfristig angestrebt, wobei darauf Rücksicht genommen wird, dass es nicht zu realen Instabilitäten, z.B. bei der Produktionslücke, kommt. Bei *Inflation targeting* handelt es sich also eher um ein ‚flexibles‘ als um ein ‚strenges‘ Konzept. Zweitens stellt sich der Entscheidungsrahmen angesichts der unvermeidbaren Zeitverzögerungen bei der Wirkung der geldpolitischen

Greenspan verfolgt ohne *Inflation targeting* eine erfolgreiche Politik

Eine Grundlage für niedrige Inflationsraten

Svensson: "Inflation-forecast targeting"

¹ Mein Dank gilt Lars Svensson für seine sehr detaillierten und hilfreichen Kommentare zu einer früheren Fassung dieses Aufsatzes.

² Kanada (Februar 1991), Großbritannien (Oktober 1992), Australien (1993), Schweden (Januar 1993), Finnland (Februar 1993-1998), Spanien (November 1994-1998), Brasilien (Juli 1999).

³ In der Studie von Bernanke et al. wird als weiteres Element des *Inflation targeting* genannt, dass ein Inflationsziel vorzuziehen ist, das von gewählten Mandatsträgern festgelegt wurde: "Da die politischen Ziele in einer Demokratie letztlich den Willen des Volkes widerspiegeln müssen, sollten sie von gewählten Mandatsträgern bestimmt werden." (Bernanke et al. 1999, S. 312, eigene Übersetzung). Wir werden diesen Aspekt nicht diskutieren, da er mit der im EG-Vertrag geregelten rechtlichen Unabhängigkeit der EZB nicht vereinbar wäre.



Instrumente auf die Inflation in der Praxis als ‚Inflation-forecast targeting‘ dar. (...) Drittens ist die Kommunikation sehr explizit und präzise. Geldpolitische Entscheidungen werden stets im Hinblick auf veröffentlichte Prognosen zur Inflation und zur Produktion(-slücke) begründet.“ (Svensson 2000, S. 1, eigene Übersetzung).

Obwohl die EZB ihrer eigenen Auffassung nach kein *Inflation targeting* betreibt, erfüllt sie die meisten Kriterien dieser beiden Definitionen problemlos:

- Niedrige, stabile Inflationsraten sind sicherlich für die EZB auf lange Sicht „das vorrangige Ziel.“ Dies ist eindeutig in Artikel 105 des EG-Vertrags festgelegt.
- In ihrer „stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie“ hat die EZB (1999, S. 51) einen quantitativen Zielkorridor für die Inflationsrate angegeben: „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr“⁴. Der Zeithorizont wurde ebenfalls spezifiziert: „Preisstabilität muss mittelfristig beibehalten werden.“
- Mit ihrem Monatsbericht, den monatlichen Pressekonferenzen und den vierteljährlichen Anhörungen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments unternimmt die EZB sicherlich „nachdrückliche Bemühungen, mit der Öffentlichkeit über Pläne und Ziele zu kommunizieren“.

Damit könnte gemäß den Kriterien von Bernanke et al. der Ansatz der EZB – und übrigens auch die Politik der Bundesbank zwischen 1975 und 1998 – problemlos als *Inflation targeting* interpretiert werden. Für eine exakte Bestimmung dieser Konzeption ist also die anspruchsvollere Definition von Svensson nötig. Sie zeigt, dass ein Übergang zum *Inflation targeting* größere Veränderungen in der Geldpolitik der EZB erforderlich machen würde.

- Die EZB müsste ihre Strategie, die derzeit auf zwei Säulen beruht (einem „Referenzwert“ für das Wachstum der Geldmenge M3 und einer „breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung“) auf *Inflation targeting* umstellen.
- Die internen Prognosen der EZB bezüglich der Entwicklung von Inflation und Produktion(-slücke) müssten veröffentlicht werden.

Mangelnde Rechenschaftslegung der EZB

Angesichts der Komplexität makroökonomischer Prozesse ist die Notwendigkeit einer klaren Entscheidungsgrundlage offensichtlich. Durch die Reduzierung auf ein relativ einfaches Regelwerk wird ein Orientierungssystem für die Geldpolitik geschaffen. Dies ist sowohl für die *internen Entscheidungsprozesse* einer Zentralbank als auch für die *Kommunikation mit der Öffentlichkeit* notwendig. Die Verfechter des *Inflation targeting* sind der Auffassung, dass diese Strategie die Rechenschaftslegung der EZB deutlich verbessern würde (Buiter 1999, Svensson 2000).

EZB erfüllt die meisten Kriterien der Definitionen, ...

... müsste jedoch ihre Inflationsprognosen veröffentlichen und die Geldmengen-Säule aufgeben

Eine klare Entscheidungsgrundlage ist für interne Entscheidungen und den Dialog mit der Öffentlichkeit von Nutzen

⁴ Die EZB (1999, S. 51) hat auch klargestellt: „Gleichzeitig 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.“

Eine intensive Diskussion zwischen Willem Buiter (1999) und Otmar Issing (1999) zeigt, dass *“Rechenschaftslegung”* (accountability) ebenfalls kein klar definierter ökonomischer Begriff ist. Als Ausgangspunkt kann man Issing (1999) zustimmen, dass das Eurosystem insgesamt aufgrund seines europäischen Mandats und seines unabhängigen Status nur der europäischen Öffentlichkeit und ihren gewählten Vertretern Rechenschaft schuldig ist. Zudem müssen zwei Formen der Rechenschaftslegung unterschieden werden:

- Ex-post-Rechenschaftslegung, bedeutet, dass die Zentralbank im Nachhinein eine Begründung abgeben muss, wenn sie ihr Ziel nicht erreicht hat. Die EZB scheint ihre Rechenschaftspflicht vor allem in dieser Weise zu interpretieren.⁵
- Ex-ante-Rechenschaftslegung impliziert, dass der Öffentlichkeit ein Frühwarnsystem zur Verfügung gestellt wird, das eine permanente Kontrolle der Zentralbankentscheidungen und eine frühzeitige Aufdeckung von Inflationsgefahren ermöglicht. Die Zentralbank muss dann bereits bei Abweichungen der Inflationsprognosen vom Zielwert Rechenschaft ablegen.

Offensichtlich ist die gesamte Diskussion über geldpolitische Strategien nur im Kontext einer *ex-ante*-Rechenschaftslegung relevant. Bisher deuten die Erfahrungen mit dem *“Zwei-Säulen-Konzept”* der EZB darauf hin, dass diese Strategie tatsächlich nicht hinreichend transparent ist⁶:

- Bezüglich des *“Referenzwerts”* für die Geldmenge M3 herrscht nunmehr in der Literatur weitgehend Übereinstimmung darüber, dass ein derartiges Aggregat zumindest kurz- und mittelfristig kein sehr nützlicher Inflationsindikator ist⁷. Obwohl das Wachstum von M3 bisher ständig über dem Referenzwert lag, wird derzeit nicht damit gerechnet, dass die Inflationsrate den Zielwert der EZB überschreiten könnte. Da sich die Kurzfristzinsen positiv auf das M3-Wachstum auswirken⁸, dürfte sich das Geldmengenwachstum nach den Zinsanhebungen der letzten Monate sogar beschleunigen.
- Die *“breit fundierte Beurteilung”* schreibt lediglich fest, was jeder Beobachter als Mindestanforderung erwarten würde. Sie ist viel zu allgemein, um als Grundlage für politische Entscheidungen und den Dialog mit der Öffentlichkeit zu dienen.

Daher ist es sicherlich gerechtfertigt, wenn zahlreiche Ökonomen auf eine höhere Transparenz und Rechenschaftslegung der EZB drängen. Die Frage ist, ob *Inflation targeting* in seiner derzeit praktizierten Form die richtige Alternative ist.

Zwei Formen der Rechenschaftslegung

Transparenz und Rechenschaftspflicht der EZB könnten erhöht werden

⁵ Vgl. Duisenberg: „Daher kann die Veröffentlichung der Prognosen keinen Beitrag für die Rechenschaftslegung leisten. Vielmehr sollte die Wahrung der Preisstabilität auf mittelfristige Sicht der Öffentlichkeit als Maßstab für den Erfolg des Eurosystems dienen.“ (Duisenberg, 1999, eigene Übersetzung)

⁶ Vgl. Bofinger (1999).

⁷ Vgl. Svensson (1999, S. 637): “Die zunehmend dominierende Auffassung über die Transmissionsmechanismen der Geldpolitik (...) billigt den Geldmengenaggregaten – im Gegensatz zur traditionellen Auffassung – nur eine geringe Rolle zu.“ (eigene Übersetzung)

⁸ Vgl. die von Coenen und Vega erstellte Studie (1999) zur Geldnachfrage im Euroraum.



Die geldpolitische Strategie der Bank of England (BoE)

Die Bank von England praktiziert eine besonders ausgefeilte Form des *Inflation targeting*. Sie beinhaltet zwei grundlegende Regeln:

- Ziel der Geldpolitik ist es, die Inflationsprognose nahe am offiziell bekannt gegebenen Inflationsziel von 2,5% zu halten. Daher nennt Svensson (1998) diesen Ansatz *Inflation-forecast targeting*. Die Inflationsprognose kann somit als Zwischenziel der Geldpolitik angesehen werden.
- Wenn die Prognose den Zielwert über- oder unterschreitet, müssen die Kurzfristzinsen erhöht oder gesenkt werden.

Für das Konzept des *Inflation targeting* spielen die Inflationsprognose und das Inflationsziel eine ähnliche Rolle wie die tatsächliche Geldmengenentwicklung und das Geldmengenziel für die Geldmengensteuerung. Für die Transparenz dieses Ansatzes ist daher die bei der Ableitung des *Inflation targeting* verwendete Methode von großer Bedeutung. Die BoE legt in ihrem vierteljährlich veröffentlichten Inflationsbericht ("Inflation Report") eine Inflationsprognose ("inflation projection") sowie eine Prognose für das reale BIP-Wachstum vor. Dabei handelt es sich um eine *bedingte Prognose*, die auf der Annahme konstanter kurzfristiger Zinsen⁹ basiert und für einen Zeitraum von zwei Jahren erstellt wird. Die Inflationsprognose wird als Grafik in Form eines Fächers ("fan chart") bekannt gegeben, der die Wahrscheinlichkeitsverteilung der Prognosewerte abbildet.

Andrew Haldane, Volkswirt bei der BoE, erklärt, wie die Inflationsprognose der Bank erstellt wird:

"Allgemein gilt, dass die von der Bank veröffentlichte Inflationsprognose keine mechanische Extrapolation eines einzelnen makroökonomischen Modells ist. Vielmehr greift sie auf eine weitaus breitere und reichhaltigere Palette von quantitativen, qualitativen, realen und monetären Informationsvariablen zurück. Nicht nur die Informations-, sondern auch die Modellbasis für die veröffentlichte Prognose der Bank verbreitert sich zunehmend. (...) Dieser eklektische Ansatz bei der Verwendung von Modellen spiegelt die Vorgehensweise bei der Verwendung der monetären Indikatoren wider (...). Ganze ‚Modellportfolios‘ zu nutzen bietet Schutz vor der Unzuverlässigkeit einzelner Modelle. Diversifikation spielt für geldpolitische Entscheidungen auf der Grundlage von unzuverlässigen Indikatoren und makroökonomischen Modellen eine ebenso große Rolle wie für Investoren, die sich zwischen unsicheren Wertpapieren und Asset-Pricing-Modellen entscheiden müssen." (Andrew Haldane, 1998, S. 21, eigene Übersetzung)

Informationsgehalt der Inflationsprognose der BoE

Offensichtlich ist dieses Verfahren, bei dem der Chefökonom der BoE, John Vickers (1998) einräumt, dass es im Detail nicht zu beschreiben ist, alles andere als transparent. Bei internen Entscheidungen kann das *Inflation targeting* also nicht viel dazu beitragen, die Komplexität des Entscheidungsprozesses zu verringern. Bernanke et al. formulieren dies wie folgt:

Die Entscheidungsregel der BoE

BoE veröffentlicht Inflationsprognose in der Form einer bedingten Prognose

Ein "eklektischer Ansatz"

Strategie versucht, alle Faktoren zu berücksichtigen, statt simple Handlungsanweisungen zu geben

⁹ Die Reserve Bank of New Zealand macht ihre Prognose von einem *Zinspfad* abhängig.

"(...) technisch gesehen, bietet der Ansatz des *Inflation targeting* der Zentralbank keine einfachen, mechanischen Handlungsanweisungen. Vielmehr erfordert *Inflation targeting*, dass die Notenbank strukturelle und bewertende Modelle der Volkswirtschaft, kombiniert mit allen Informationen, die sie für zweckdienlich hält, einsetzt, um ihr Ziel der Preisniveaustabilität zu verfolgen. In anderen Worten: Beim *Inflation targeting* muss das gesamte Umfeld im Auge behalten werden – wenn auch mit Blick auf ein festgesetztes Ziel." (Bernanke et al., 1999, S. 22, eigene Übersetzung)

Damit lässt sich die Orientierungshilfe, die ein *Inflation targeting* den Mitgliedern einer Zentralbank bietet, in drei einfachen Regeln zusammenfassen:

- "Verfolge eine vorausschauende Geldpolitik." Dies ist sicherlich zutreffend, aber auch bereits seit langem allgemein bekannt.
- "Verlasse dich nicht auf einen einzigen Indikator, wie z.B. die Geldmenge." Diese Praxis haben alle Zentralbanken seit jeher verfolgt; selbst die Bundesbank hat ihren Geldmengenzielen nie allzu viel Aufmerksamkeit geschenkt (Clarida und Gertler, 1996; Schächter, 1999).
- "Berücksichtige möglichst alle verfügbaren Informationen." Dies ist genau das Gegenteil dessen, was man von einer vernünftigen Entscheidungsregel erwarten würde.

Angesichts der herausragenden Rolle, die die Inflationsprognose für dieses Konzept spielt, dürfte ein derartig "eklektischer Ansatz" kaum zu einer besseren Rechenschaftslegung der Geldpolitik beitragen. Die Öffentlichkeit und ihre gewählten Vertreter können keine eigenen technischen Prognosen erstellen. Daher ist es für sie nicht möglich, die Qualität der Prognose selbst zu überprüfen. Da eine Zentralbank im Grunde eine Behörde ist wie jede andere auch, besteht immer das Risiko, dass sie eine nicht objektive Prognose erstellt, um nicht die Kritik der Öffentlichkeit auf sich zu ziehen. Darüber hinaus ist die Prognose der BoE als bedingte Prognose vom jeweils vorherrschenden Zinssatz abhängig. Daher kann sie nicht mit externen Prognosen verglichen werden, die auf einem prognostizierten Zinspfad basieren. Vor allem ist jedoch ihr Informationsgehalt sehr begrenzt. Die Öffentlichkeit will wissen, ob es einen realistischen Zinspfad gibt, der ein Erreichen des Inflationsziels in absehbarer Zukunft ermöglicht. Aus der bedingten Prognose ist jedoch nur zu erfahren, was bei einem *hypothetischen* Zinsniveau geschehen wird. Die veröffentlichte Prognose enthält also nur eine einzige verlässliche Information, nämlich die *Richtung* der zukünftigen Zinsschritte, da ein Abweichen der bedingten Prognose vom Zielwert klar darauf hindeutet, dass das aktuelle Zinsniveau nicht beibehalten werden kann. Wie jedoch Erfahrungen mit der Zinspolitik der Fed, der Bundesbank und jetzt auch der EZB zeigen, ist die Richtung der künftigen Zinsentwicklung ohnehin meist relativ klar.

Was Experten aus einer Inflationsprognose ableiten können

Die Inflationsprognose einer Zentralbank könnte daher vor allem für *Experten* in privaten und öffentlichen Institutionen interessant sein, die ihre eigenen Prognosen erstellen. Im Gegensatz zur Öffentlichkeit können sie die Prognose der Zentralbank überprüfen und sie dazu nutzen, die *Kompetenz* des Stabes der EZB einzuschätzen. Damit können sie feststellen, ob die Zinsentscheidungen "auf Glück oder auf technischer Expertise" (Buiter 1999) beruhen. Dies wäre jedoch auch ohne

Lediglich drei Grundregeln

Veröffentlichte Inflationsprognose hat nur geringen Informationsgehalt für die Öffentlichkeit ...

... und ist für Experten ebenfalls nur von begrenztem Nutzen



eine veröffentlichte Prognose möglich. Es ist äußerst unwahrscheinlich, dass die Zinspolitik einer inkompetenten Zentralbank regelmäßig zu guten Resultaten führt. Anders ausgedrückt: für Experten ist eine Reihe korrekter Zinsentscheidungen bereits ein ausreichender Indikator für die technische Kompetenz der Mitarbeiter der Zentralbank.

Gefahr von Fehlinterpretationen und einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung

Der Informationsgehalt einer bedingten Inflationsprognose ist nicht nur relativ begrenzt. Es besteht überdies das Risiko, dass sie bei einer Veröffentlichung falsch interpretiert wird. Ein gutes Beispiel ist die Situation nach der Zinssenkung der EZB im April 1999. Zu dieser Zeit hätte eine bedingte Inflationsprognose auf der Grundlage des damaligen kurzfristigen Zinssatzes von 2,5% zu dem Ergebnis geführt, dass die Inflation im Euro-Raum bis April 2001 den Grenzwert von 2% überschreiten werde. Die Veröffentlichung dieser Information hätte eine ernsthafte Vertrauenskrise für den Euro ausgelöst. Sie hätte die EZB in Erklärungsnöte gebracht, warum sie trotz des prognostizierten Verfehlens des Inflationsziels die Zinsen nicht erhöhte.

Zudem besteht bei einer Veröffentlichung der Inflationsprognose das Risiko, dass sie zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung wird. In einem relativ großen Wirtschaftsraum wie Euroland sind die Löhne eine entscheidende Determinante der Inflationsrate. Bei der Erstellung der Inflationsprognose muss die EZB also vor allem die künftigen Tarifabschlüsse einschätzen. Sobald sie ihre Prognosen aufgrund der Erwartung überzogener Lohnabschlüsse nach oben korrigiert, dürften sich die Gewerkschaften mit großer Wahrscheinlichkeit bei den Tarifverhandlungen auf diese Prognose stützen und sie damit auch realisieren.

Keine empirischen Belege für positive Auswirkungen von *Inflation targeting*

Insgesamt ist also nicht damit zu rechnen, dass sich die *ex-ante*-Rechenschaftslegung der EZB oder der Fed durch die Übernahme des Ansatzes der BoE nennenswert verbessern würde. Gegen einen solchen Strategiewechsel spricht auch, dass es bisher keine überzeugenden empirischen Belege für den Erfolg des *Inflation targeting* gibt. In ihrer umfassenden Studie kommen Bernanke et al. zu folgendem Ergebnis:

„Inflation targeting hat den Ländern, die es anwenden, bedeutende Vorteile gebracht. Sie verzeichnen niedrigere Inflationsraten und –erwartungen. Preisniveauschocks schlagen sich in geringerem Maße in der Inflationsrate nieder. Und sie profitieren typischerweise von geringeren nominalen Zinssätzen infolge der niedrigeren Inflationserwartungen.“ (Bernanke et al., 1999, S. 6, eigene Übersetzung).

Bei näherer Betrachtung sind die Vorteile jedoch weniger offensichtlich. Selbst Verfechter des *Inflation targeting* wie Bernanke et al. müssen zugeben:

„Insgesamt müssen wir jedoch zugestehen, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung der Länder, die *Inflation targeting* verfolgen, über den betrachteten Zeitraum nicht nennenswert von derjenigen in anderen Ländern unterscheidet.“ (Bernanke et al., 1999, S. 283, eigene Übersetzung).

Im April 1999 wäre der Euro durch eine bedingte Prognose in eine Vertrauenskrise geraten

Länder mit *Inflation targeting* waren erfolgreich, ...

... erreichten jedoch keine besseren Ergebnisse als andere Länder

Lane und Van Den Heuvel (1998) sowie Jonsson (1999) kommen zu relativ ähnlichen Ergebnissen. Johnson zeigt, dass die Volatilität der Inflationsrate nach der Einführung eines *Inflation targeting* abnimmt; dieser Effekt ist jedoch auch in zahlreichen anderen Industrieländern zu beobachten. Neumann (2000) vergleicht die tatsächlichen Inflationsraten mit den Inflationszielen. Er weist nach, dass Großbritannien und Deutschland den größten Erfolg bei der Realisierung ihrer Ziele hatten. In anderen Ländern, in denen ein Inflationsziel verfolgt wird, sind größere Differenzen zwischen den Zielwerten und den tatsächlichen Ergebnissen zu beobachten.

Für eine zukunftsgerichtete Betrachtung ist es vor allem interessant, die Inflationsziele und –prognosen für dieses Jahr sowie die langfristigen Anleiherenditen von Ländern mit und ohne *Inflation targeting* zu vergleichen (Tabelle 1).

Tabelle 1:

Inflationsziele, Prognosen und Anleiherenditen (in %)

	Mittelfristiges Inflationsziel	Prognose für die Verbraucherpreis-inflation 2000	Langfristige Zinsen (10 Jahre)	Implizite Inflationsprognose (Realzins = 3,5 %)
Australien	2-3	3.7	6.6	3.1
Kanada	1-3	2.1	6.2	2.7
Neuseeland	0-3	2.3	7.1	3.6
Schweden	1-3	1.6	5.4	1.9
Großbritannien	2.5	2.2	5.3	1.8
Euroland (Deutschland)	<2	1.9	5.3	1.8
USA		2.9	6.4	2.9
Schweiz		1.6	3.9	0.4
Dänemark		2.7	5.6	2.1
Industrieländer		2.1		

Quelle: Deutsche Bank Research (2000)

Mit Ausnahme von Australien scheinen alle Länder, die ein *Inflation targeting* verfolgen, ihr Ziel in diesem Jahr erreichen zu können. Dasselbe gilt jedoch auch für die EZB. Bei den langfristigen Zinsen ist das Bild für einige Länder relativ ungünstig. Soweit Anleiherenditen (abzüglich einem durchschnittlichen langfristigen Realzins von 3,5 %) als Indikator für langfristige Inflationserwartungen gelten können, ist der private Sektor in Australien und Neuseeland nicht vollständig vom geldpolitischen Vorrang der Preisstabilität überzeugt. Der Vergleich zwischen Kanada und den USA liefert ebenfalls keine klaren Anhaltspunkte dafür, dass *Inflation targeting* die Erwartungen maßgeblich beeinflusst. Im Falle Großbritanniens und Schwedens kann kein klarer Vorteil gegenüber dem Euroraum und Dänemark festgestellt werden, wobei letzteres ein Wechselkursziel verfolgt.

Relativ hohe Anleiherenditen in einigen Ländern, die *Inflation targeting* anwenden ...



Die relativ hohen Inflationserwartungen für einige der Länder, die *Inflation targeting* praktizieren, könnten darauf zurückzuführen sein, dass die Regierungen dieser Länder weiterhin bei der Festlegung der Ziele der Geldpolitik eine wichtige Rolle spielen. Im Gegensatz zur Empfehlung von Bernanke et al. scheint daher ein stärkerer Einfluss der Politik auf die Geldpolitik der USA und Eurolands nicht ratsam zu sein. Vielmehr benötigen die Länder, die ein *Inflation targeting* verfolgen, eine geldpolitische Verfassung, die Preisstabilität als Endziel festlegt und jegliche Eingriffe der Regierung in die Geldpolitik ausschließt.

Des Weiteren wird die Einschätzung der Effekte des *Inflation targeting* dadurch erschwert, dass alle Länder, die diesen Ansatz verfolgen, diese Strategie erst nach dem Erreichen niedriger Inflationsraten gewählt haben. Daher gibt es keine Belege dafür, dass *Inflation targeting* in besonderer Weise zur Senkung der Inflation beiträgt. Da erst seit kurzer Zeit Erfahrungen mit dieser Strategie gesammelt werden, kann auch ihr Funktionieren im Falle einer weltweiten Inflationsbeschleunigung nicht beurteilt werden.

Insgesamt gibt es also bisher keine empirischen Belege, dass sich *Inflation targeting* positiv auf die Transparenz, die Rechenschaftslegung und damit letztlich auf die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik auswirkt.

Implikationen für die EZB

Diese skeptische Bewertung des *Inflation targeting* bedeutet nicht, dass die EZB ihre "stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie" unverändert lassen sollte. Wie bereits erwähnt, wäre es in einem ersten Schritt sinnvoll, die Bedeutung der Geldmenge M3 als "Referenzwert" für die Geldpolitik zu verringern. Ohne die Geldmengen-Säule würde sich die Strategie der EZB nur noch auf eine Säule stützen. Damit würde es erforderlich, dass die "breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung" eine kohärentere und damit auch solidere Struktur als bisher erhält.

Ex-ante-Rechenschaftslegung der EZB muss gestärkt werden

Bei einer Strategieänderung der EZB sollte vor allem ihre *ex-ante*-Rechenschaftslegung gestärkt werden. Eine Aussage von Issing deutet darauf hin, dass die EZB bisher dieser zukunftsgerichteten Dimension der Rechenschaftslegung zu wenig Aufmerksamkeit geschenkt hat:

"Für die Rechenschaftslegung und um einen Anker für die Erwartungen zu schaffen, ist es wichtig, dass eine quantitative Definition von Preisstabilität vorgegeben wird. Zudem muss betont werden, dass Preisstabilität ein mittelfristiges Ziel ist. Ich glaube jedoch nicht, dass es notwendig ist, noch weiter zu gehen (...)" (Issing, 1999, S. 16, eigene Übersetzung)

Auch wenn man grundsätzlich Issings Skepsis gegenüber veröffentlichten Inflationsprognosen zustimmt, erscheint es wichtig, dass die *ex-ante*-Rechenschaftslegung der EZB verstärkt wird.

Die Rolle der privaten Inflationserwartungen

Als Grundlage für eine revidierte "stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie" können die *Inflationserwartungen des privaten Sektors* dienen. Der sogenannte *Erwartungskanal* für die Übertragung der Geldpolitik¹⁰ zeigt, dass die Inflationserwartungen als eine wichtige Deter-

... könnten auf unzureichende Unabhängigkeit der Geldpolitik von politischen Einflüssen zurückzuführen sein

Ernsthafter Testfall für *Inflation targeting* steht noch aus

„Ein-Säule-Strategie“ für die EZB ...

... würde *ex-ante*-Rechenschaftslegung verstärken

Wichtige Indikatoren für Inflationserwartungen der Privaten

¹⁰ Vgl. Bofinger et al. (1996) und Svensson (1997).

minante für die zukünftige Inflation angesehen werden können, insbesondere in einem relativ großen Wirtschaftsraum wie Euroland (Finger 2000). Mehrere Zentralbanken veröffentlichen bereits umfangreiche Informationen über diese Erwartungen. Vier Gruppen von Indikatoren sind zu unterscheiden:

- Umfragen zu den Ergebnissen der von Experten erstellten Inflationsprognosen. So führt die EZB vierteljährlich eine Umfrage zu den Inflationserwartungen im Euroraum durch: den sogenannten "Survey of Professional Forecasters" (SPF)¹¹. Sie veröffentlicht den SPF zusammen mit anderen, auf Umfragen basierenden Indikatoren für die künftige Preisentwicklung (z.B. von Consensus Economics). Gegenüber einer Zentralbankprognose haben derartige Umfragen den Vorteil, dass sie eine größere Bandbreite von Modellen und Einschätzungen bieten. Was die Verfügbarkeit von Daten betrifft, so werden alle wichtigen Daten zeitnah veröffentlicht, so dass die Zentralbank gegenüber anderen Prognoseinstituten keinen nennenswerten Vorsprung besitzt.
- Umfragen zu den Inflationserwartungen von privaten Haushalten, Unternehmen und Gewerkschaften. Diese Daten werden z.B. von der Reserve Bank of Australia oder der Bank of England veröffentlicht.
- Von Finanzmarktdaten abgeleitete Indikatoren für Inflationserwartungen. Dabei sind insbesondere die Renditen für langfristige Anleihen sowie die Zinsdifferenz zwischen solchen Titeln und indexierten Anleihen von Bedeutung.
- Zudem können die Ergebnisse von Tarifverhandlungen als wichtige Indikatoren für die Inflationserwartungen und den künftigen Kostendruck dienen. Die jüngsten Lohnabschlüsse in Deutschland, die für zwei Jahre gelten, deuten klar auf weiterhin sehr geringe Inflationsrisiken hin.

Eine einfache Richtschnur für die Geldpolitik

Im Vergleich zur äußerst komplizierten Erstellung einer internen Inflationsprognose bietet eine umfassende Analyse der Inflationserwartungen eine relativ einfache Richtschnur für die Geldpolitik, die sowohl für interne Entscheidungen als auch für den Dialog mit der Öffentlichkeit genutzt werden kann. Solange die Inflationserwartungen dem Inflationsziel entsprechen, ist das Risiko eines Verfehlens des Inflationsziels relativ gering, insbesondere bei einem großen Währungsraum, der ziemlich unempfindlich gegenüber Wechselkursschwankungen ist. Wenn die Inflationserwartungen vom Zielwert abweichen, deutet dies klar darauf hin, dass die Zentralbank das Zinsniveau verändern muss.

Eine derartig simple Grundlage für die Geldpolitik würde den diskretionären Spielraum einer Zentralbank effektiv einschränken. Eine objektive und zeitnahe Bewertung der Zentralbankpolitik wäre so jederzeit möglich. Wenn die Prognosen externer Beobachter beträchtlich vom

Vier Indikatorengruppen:

1. Umfrage zu Inflationserwartungen bei berufsmäßigen Prognostikern

2. Inflationserwartungen privater Haushalte

3. Finanzmarktindikatoren

4. Ergebnisse von Tarifverhandlungen

Indikatoren, mit deren Hilfe die Geldpolitik von außen beurteilt werden kann ...

... und der diskretionäre Spielraum der Notenbanker effektiv beschränkt wird

¹¹ Für eine detaillierte Beschreibung siehe EZB (2000, S. 32, Monatsbericht März 2000): "Die aus dem SPF gewonnenen Inflationserwartungen beruhen auf der Auswertung eines Fragebogens, der an einen Kreis von 83 Prognostikern in allen EU-Ländern gerichtet ist. Die Befragten sollen Auskunft über ihre Einschätzung der zu erwartenden Veränderungsrate des HVPI für das Eurogebiet in einem und in zwei Jahren geben. Einmal im Jahr, nämlich im Februar, werden im SPF auch die Erwartungen für die Inflationsrate in fünf Jahren erfragt."



Zielwert abweichen, steht die Notenbank unter einem eindeutigen Rechtfertigungszwang, der besonders ausgeprägt ist, wenn sie (wie die EZB) regelmäßig vor dem Parlament Rechenschaft ablegen muss.

Keine „mechanistische“ Reaktion auf Erwartungen des privaten Sektors

Die Verwendung von Inflationserwartungen als eine einfache geldpolitische Richtschnur impliziert nicht, dass die Zentralbank mechanistisch darauf reagieren muss. Entscheidend ist allein, ob die Notenbanker Abweichungen plausibel erklären können (Bernanke und Woodford 1997, S. 682).

Indem die Notenbank zu den Inflationserwartungen der Privaten Stellung nimmt, wird bereits sehr früh deutlich, ob eine Abweichung zwischen den Inflationserwartungen und dem Zielwert

- auf einen vorübergehenden Nachfrage- oder Angebotsschock zurückzuführen ist, auf den die Zentralbank aufgrund ihrer mittelfristig ausgerichteten Politik nicht reagieren will,
- durch einmalige Effekte wie eine Anhebung der Mehrwertsteuer ausgelöst wurde,
- auf eine unangemessene Zinspolitik (bzw. die Erwartungen hinsichtlich einer solchen Politik) zurückzuführen ist, die eine Korrektur erfordert,
- oder durch eine Abweichung zwischen der Prognose der Zentralbank und externen Prognosen erklärt werden kann.

Nur im letzten Fall wäre es wirklich sinnvoll, dass die Zentralbank ihre eigene Prognose veröffentlicht. Dies setzt voraus, dass die Notenbankvolkswirte von der Fehlerhaftigkeit der externen Prognosen überzeugt sind.

EZB ist bereits auf dem richtigen Weg

All dies könnte relativ leicht von der EZB umgesetzt werden. Wie schon erwähnt, werden im Monatsbericht der EZB bereits Indikatoren zu den Inflationserwartungen des Privatsektors veröffentlicht. Dies sollte jedoch systematischer und regelmäßiger getan werden. Vor allem sollte diesen Daten und ihrer Analyse im Monatsbericht ein deutlich höherer Stellenwert beigemessen werden. Anstelle einer langatmigen Beschreibung der Geldmengenentwicklung und des Kreditwachstums sollte die EZB ihren Monatsbericht mit einem Überblick über die Inflationserwartungen und nötigenfalls einer Begründung für Abweichungen vom Zielwert beginnen lassen. Da derzeit sämtliche Umfragen (Tabelle 2) sowie die Finanzmarktdaten auf eine Inflationsrate unterhalb des Grenzwerts von 2% hindeuten, sollte die EZB dieses Ergebnis sehr viel stärker publik machen als bisher. Insbesondere in den letzten Monaten hätte ein derartiger, offensiver Ansatz die Position des Euro sowohl an den internationalen Finanzmärkten als auch in der öffentlichen Meinung gestärkt. Zwar sollte eine Zentralbank im Hinblick auf die Inflationseentwicklung grundsätzlich besonders wachsam sein; die EZB hätte derzeit jedoch allen Grund, sehr viel selbstbewusster als bisher aufzutreten.

Zusammenfassend lässt sich sagen: Die EZB kann vom *Inflation targeting* lernen, dass sie ihre Rechenschaftslegung stärker auf eine *ex-ante*-Perspektive hin ausrichten sollte. Als Richtschnur für ihre eigenen Entscheidungen sowie für den Dialog mit der europäischen Öffentlichkeit und dem Europäischen Parlament sollte sie jedoch nicht ihre eigene bedingte Inflationsprognose, sondern vielmehr die Inflationserwartungen des Privatsektors heranziehen.

Keine „mechanistische“ Reaktion auf Abweichungen vom Zielwert, ...

... aber hoher Erklärungsbedarf

EZB sollte selbstbewusster auftreten

Tabelle 2:

Inflationsprognosen für Euroland (Harmonisierter Verbraucherpreisindex)

	2000	2001
IWF (10/99)	1.3	-
OECD (11/99)	1.7	1.7
EU (Q4/99)	1.5	1.5
Survey of Professional Forecasters (2/2000)	1.8	1.7
Consensus Economics (2/2000)	1.7	1.6

Quelle: EZB, Monatsbericht März 2000. Die OECD-Prognose gilt für den Deflator für den privaten Verbrauch.



Literaturhinweise

- Bank of England (2000), Inflation Report.
- Bernanke, Ben und Michael Woodford (1997), Inflation forecasts and monetary policy, in: Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 29, No. 4, S. 651-684.
- Bernanke, Ben, Thomas Laubach, Frederic Mishkin und Adam Posen (1999), Inflation Targeting: Lessons from the International Experience, Princeton: Princeton University Press.
- Bofinger, Peter, Julian Reischle und Andrea Schächter (1996), Geldpolitik, Verlag Vahlen, München.
- Bofinger, Peter (1999), Die Geldpolitik der EZB: Anspruch und Wirklichkeit, Deutsche Bank Research, EWU-Monitor Nr. 76, 9. Juli 1999; Internet: <http://www.dbresearch.de/docs-de/topics/emu/index.html>.
- Buiter, Willem (1999), Alice in Euroland, Policy Paper No. 1, Centre for Economic Policy Research, London, April 1999.
- Clarida, Richard und Mark Gertler (1996), How the Bundesbank conducts monetary policy, NBER Working Paper Series, No. 5581.
- Coenen, Günter und Juan-Luis Vega (1999), The demand for M3 in the euro area, ECB Working Paper Series, No. 6, September 1999; Internet: <http://www.ecb.int/pub/wp/ecbwp006.pdf>.
- Deutsche Bank Research (2000), Economic and Financial Outlook; Internet: <http://www.dbresearch.de/nav-de/efo-online/>.
- Duisenberg, Willem F. (1999), Monetary policy in the euro area, Speech at the New Year's reception organised by Deutsche Börse at the Chamber of Commerce and Industry, Frankfurt am Main, 25. Januar 1999; Internet: www.ecb.int/key/sp990125.htm.
- Europäische Zentralbank (1999), Die Stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, Monatsbericht Januar 1999, S. 43-56; Internet: <http://www.bundesbank.de/ezb/de/monatsbericht/oeffent/bericht01/99/text/text.pdf>.
- Finger, Harald (2000), Informationsgehalt von Inflationsumfragen, Deutsche Bank Research, Aktuelle Themen Nr. 154, 29. Februar 2000, S. 9-11; Internet: <http://www.dbresearch.de/docs-de/publications/alphabetical/index.html>.
- Haldane, Andrew (1998), Some issues in inflation targeting, Bank of England Working Paper No. 74, January 1998; Internet: <http://www.bankofengland.co.uk/wplist.htm>.
- Issing, Otmar (1999), The Eurosystem: transparent and accountable, Policy Paper No. 2, Centre for Economic Policy Research, London, April 1999.
- Jonsson, Gunnar (1999), The relative merits and implications of inflation targeting in South Africa, IMF Working Paper, WP/99/116; Internet: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/1999/wp99116.pdf>.
- Lane, Timothy und Skander Van Den Heuvel (1998), The United Kingdom's experience with inflation targeting, IMF Working Paper, WP/98/87; Internet: <http://www.imf.org/external/pubs>
- Neumann, Manfred J. M. (2000), Ist die direkte Inflationssteuerung einer Zwischenzielstrategie überlegen? Mimeo.
- Schächter, Andrea (1999), Die geldpolitische Konzeption und das Steuerungsverfahren der Deutschen Bundesbank: Implikationen für die Europäische Zentralbank, Mohr Siebeck, Tübingen, Oktober 1999.
- Svensson, Lars (1997), Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets, European Economic Review, No. 41, S. 1111-1146.
- Svensson, Lars (1999), Inflation targeting as a monetary policy rule, Journal of Monetary Economics, Vol. 43, S. 607-654.
- Svensson, Lars (2000), The first year of the Eurosystem: Inflation targeting or not?, American Economic Review, Papers and Proceedings, im Erscheinen.
- Vickers, John (1998), Inflation targeting in practice: the UK experience, Bank of England, Quarterly Bulletin, November 1998, S. 368-375.