

Auf dem Prüfstand: Die geldpolitische Strategie der EZB

von

Friedrich Kißmer und Helmut Wagner

Diskussionsbeitrag Nr. 346

Februar 2003

Erscheint in:

Kotz, H.-K., Simmert, D. B. und M. B. Hofer (Hrsg.): „Geld- und Wirtschaftspolitik in gesellschaftlicher Verantwortung“, Duncker & Humblot Verlag, Berlin, 2003.

Fachbereich Wirtschaftswissenschaft

FernUniversität in Hagen

Postfach 940

D-58084 Hagen

Prof. Dr. Helmut Wagner
Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb. Makroökonomik
Fachbereich Wirtschaftswissenschaft
FernUniversität in Hagen
Eugen-Schmalenbach-Gebäude
Universitätsstraße 41
D-58084 Hagen
helmut.wagner@fernuni-hagen.de

Dr. Friedrich Kißmer
Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb. Makroökonomik (Prof. Dr. Helmut Wagner)
Fachbereich Wirtschaftswissenschaft
FernUniversität in Hagen
Eugen-Schmalenbach-Gebäude
Universitätsstraße 41
D-58084 Hagen
friedrich.kissmer@fernuni-hagen.de

Auf dem Prüfstand: Die geldpolitische Strategie der EZB

Februar 2003

Friedrich Kißmer* und **Helmut Wagner**

FernUniversität in Hagen
Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insb. Makroökonomik
Universitätsstr. 41, ESG
D-58084 Hagen

Kurzfassung

Nach knapp vier Jahren einheitlicher Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion hat der noch amtierende Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Wim Duisenberg, angekündigt, dass die EZB ihre geldpolitische Strategie im ersten Halbjahr 2003 auf den Prüfstand stellt. Angesichts der Vielzahl von kritischen Kommentaren zur Zwei-Säulen-Strategie und den zahlreichen Nachbesserungsvorschlägen in der einschlägigen Literatur wird zunehmend die Frage aufgeworfen, ob die EZB eine grundsätzliche Reformierung ihrer Strategie vornehmen sollte. Aber sind diese Vorhaltungen berechtigt und begründen etwaige Schwächen in der EZB-Strategie tatsächlich einen Nachbesserungs- oder Reformbedarf? In dieser Arbeit verdeutlichen wir die Diskussionen sowohl um das vorrangige geldpolitische Ziel der EZB als auch um das Indikatoren-System der EZB-Strategie. Darüber hinaus ziehen wir einige Schlussfolgerungen hinsichtlich möglicher Modifikationen der EZB-Strategie.

Schlüsselwörter: EZB, Geldpolitik, Strategie, Europäische Währungsunion

JEL-Klassifikation: E52, E58

* Ansprechpartner: Friedrich Kißmer.
friedrich.kissmer@fernuni-hagen.de; Tel.: ++049-2331-987-2641; Fax: ++49-2331-987-19-2641.

I. Einleitung

Nach knapp vier Jahren einheitlicher Geldpolitik in der Europäischen Währungsunion hat der noch amtierende Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB), Wim Duisenberg, angekündigt, dass die EZB ihre geldpolitische Strategie im ersten Halbjahr 2003 auf den Prüfstand stellt.¹ Obwohl von Seiten der EZB immer wieder auf den rein routinemäßigen Charakter dieser Überprüfung hingewiesen wird, gewinnt die Diskussion um die Angemessenheit der EZB-Strategie seit der Ankündigung Duisenbergs erneut an Intensität.

Tatsächlich steht die geldpolitische Strategie der EZB, die so genannte Zwei-Säulen-Strategie, immer wieder im Mittelpunkt heftiger Diskussionen in Wissenschaft und Praxis. Zahlreiche Erläuterungen und wissenschaftliche Fundierungen durch die EZB wie auch Modifikationen der Strategie selbst konnten bislang die überwiegend kritische Beurteilung der EZB-Strategie nicht verhindern. Die Hauptkritikpunkte in der öffentlichen Diskussion sind zum einen der (vermeintlich) komplizierte, wenig transparente und diskretionäre Charakter der Zwei-Säulen-Strategie. Die EZB-Strategie erlaubt aus Sicht vieler Kritiker keine klare Kommunikation mit der Öffentlichkeit und behindert eine öffentliche Bewertung der Geldpolitik auf der Basis einer verständlichen Konzeption. Darüber hinaus ist sowohl die Rolle der Geldmenge, die diese im Konzept der EZB tatsächlich spielt bzw. spielen sollte, als auch die Höhe der Obergrenze für die im Euroraum noch tolerierbare Inflation Gegenstand heftiger Diskussionen.²

Angesichts der Vielzahl von kritischen Kommentaren zur Zwei-Säulen-Strategie und den zahlreichen Nachbesserungsvorschlägen in der einschlägigen Literatur wird zunehmend die Frage aufgeworfen, ob die EZB eine grundsätzliche Reformierung ihrer Strategie vornehmen sollte. Aber sind diese Vorhaltungen berechtigt und begründen etwaige Schwächen in der EZB-Strategie tatsächlich einen Nachbesserungs- oder Reformbedarf? Im folgenden Abschnitt II werden die Kernelemente der EZB-Strategie, wie sie sich aus unserer Sicht darstellen, kurz erläutert. Anschließend verdeutlichen wir die Diskussionen sowohl um das vorrangige geldpolitische Ziel der EZB (Abschnitt III) als auch um das Indikatorsystem (Abschnitt IV) der EZB-Strategie. In Abschnitt V

¹ Duisenberg (2002).

² Zu Quellen über die Strategiekritik vgl. Abschnitte III und IV dieser Arbeit sowie unsere umfangreichere Darstellung in *Kißmer / Wagner* (2002), auf die sich die vorliegende Arbeit häufig stützt.

ziehen wir mithilfe der wesentlichen Kritikpunkte aus den Abschnitten III und IV einige Schlussfolgerungen hinsichtlich möglicher Modifikationen der EZB-Strategie.

II. Die Kernelemente der EZB-Strategie

Der EG-Vertrag weist der EZB das vorrangige Ziel zu, Preisstabilität zu gewährleisten. Darüber hinaus soll die EZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unterstützen, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist.³

Ein Grundproblem für die EZB, jedoch auch für andere Notenbanken, besteht darin, dass sie das Preisniveau oder die Inflationsrate nicht direkt mit ihren geldpolitischen Instrumenten steuern kann. Zwischen dem Einsatz der Instrumente und den Wirkungen auf die Preise liegen 'lange und variable' zeitliche Verzögerungen, die den Geldpolitikern nicht völlig bekannt sind.⁴ Aus diesem Grund, jedoch auch infolge von sonstigen Unsicherheiten über die Struktur der Volkswirtschaft und über die Wirtschaftslage, beobachten Notenbanken eine Vielzahl von Indikatoren, die zum einen eine frühzeitige Einschätzung der Wirkung geldpolitischer Maßnahmen erlauben (Wirkungsindikatoren) und zum anderen rechtzeitig geldpolitischen Handlungsbedarf (Frühindikatoren) signalisieren sollen. Häufig liefern solche Indikatoren jedoch widersprüchliche Signale. Angesichts dieser Problematik wird eine erste Aufgabe geldpolitischer Strategien darin gesehen, den Geldpolitikern Orientierungshilfen zu liefern, die eine konsistente Geldpolitik erlauben.

Eine zweite Aufgabe geldpolitischer Strategien resultiert für viele Ökonomen aus dem Glaubwürdigkeitsproblem der Geldpolitik. Mangelnde Glaubwürdigkeit von Zentralbankpolitik wird in der Theorie vor allem damit begründet, dass aus Sicht der Öffentlichkeit die Geldpolitik dem Anreiz zur Überraschungsinflation ausgesetzt sein kann.⁵ So dient auch die Veröffentlichung einer spezifischen Strategie für die EZB dem Zweck, durch Einhaltung der Strategie im Laufe der Zeit Glaubwürdigkeit aufzubauen und Reputation zu erwerben. Die geldpolitische Strategie der EZB soll die Öffentlich-

³ Wir passen uns den Gepflogenheiten an und sprechen von EZB auch dann, wenn streng gesehen das ESZB oder das Eurosystem gemeint ist.

⁴ Zu einem Überblick über die Transmissionsmechanismen im Euroraum vgl. *EZB* (2002a).

⁵ *Barro / Gordon* (1983). In jüngeren Ansätzen werden Glaubwürdigkeitsprobleme auch mit einem „stabilization bias“ statt mit dem „inflation bias“ der Geldpolitik verbunden. Vgl. *Clarida et al.* (1999), *Kißmer / Wagner* (2002).

keit vom sachgerechten Handeln der EZB überzeugen und darüber hinaus einen Anker für die Inflationserwartungen liefern.⁶

Die EZB-Strategie beinhaltet zum einen die *Veröffentlichung* einer Definition für das vorrangige geldpolitische Ziel Preisstabilität. Der EZB-Rat hat Preisstabilität als *Anstieg* des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für den Euroraum von unter 2% gegenüber dem Vorjahr definiert. In diesem Zusammenhang betont die EZB, dass Preisstabilität *mittelfristig* beizubehalten ist.

Die EZB-Strategie beinhaltet zum anderen die Zwei-Säulen-Konzeption, die der EZB-Strategie ihren Namen (Zwei-Säulen-Strategie) gibt:

- Die *erste Säule* besteht in der herausragenden Rolle der Geldmenge, die vor allem in der Ankündigung des Referenzwertes für das Wachstum von M3 zum Ausdruck kommt. Dieser Referenzwert soll zum einen in Übereinstimmung mit der Definition von Preisstabilität stehen, und zum anderen sollen erhebliche und anhaltende Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert unter „normalen“ Umständen Risiken für die Preisstabilität signalisieren. Die EZB betont, dass der Referenzwert *kein* Zwischenziel ihrer Geldpolitik ist. Die erste Säule umfasst darüber hinaus die Analyse von weiteren monetären Indikatoren.
- Die *zweite Säule* besteht aus der 'breit fundierten Beurteilung der Preisperspektiven' im Euroraum. Im Rahmen der zweiten Säule analysiert die EZB eine Palette von Frühindikatoren aus realwirtschaftlichen Variablen und Finanzmarktdaten, die Aufschluss über die zukünftige Preisentwicklung und deren Bewertung durch andere Marktteilnehmer geben soll. Seit Dezember 2000 enthält die zweite Säule auch die Veröffentlichung von bedingten Inflations- und Wachstumsprognosen der EZB (so genannte Projektionen). Die EZB betont, dass die eigene Inflationsprognose *kein* Zwischenziel ihrer Geldpolitik ist.

III. Die Diskussion um das vorrangige Ziel der EZB

1. Mangelnde Transparenz der geldpolitischen Ziele?

Mit der Definition von Preisstabilität grenzt der EZB-Rat den Interpretationsspielraum ein, den ihm der EG-Vertrag im Hinblick auf die Operationalisierung von Preisstabilität gelassen hat. Geht man von den zwei oben beschriebenen Aufgaben einer

⁶ Vgl. Issing et al. (2001), S. 38 ff., EZB (2001c), S. 44, Issing (1999), S. 104 ff.

geldpolitischen Strategie aus, so kann man sagen, dass die *Veröffentlichung* dieser Definition durch die EZB vor allem dem Zweck dient, im Laufe der Zeit Glaubwürdigkeit und Reputation zu erlangen. Aus Sicht der EZB soll der Öffentlichkeit hiermit ein klarer Maßstab für die Beurteilung des geldpolitischen Erfolgs der EZB und eine Orientierungshilfe für die Inflationserwartung zur Verfügung gestellt werden.⁷ Kritiker werfen der EZB im Zusammenhang mit der Definition von Preisstabilität jedoch vor allem zwei Mängel vor: zu geringe Transparenz des Zielsystems und eine zu ehrgeizige Obergrenze für die mittelfristige Inflationsrate (vgl. Abschnitt III.2).

Die Definition von Preisstabilität des EZB-Rats enthält einige Aspekte, die unter dem Stichwort „mangelnde Transparenz“ Gegenstand vieler Diskussionen sind:⁸

- a) Die Definition enthält kein explizites, numerisches Punktziel (π^*) für die Inflationsrate.
- b) Die Untergrenze π^u des angegebenen Zielkorridors ($0\% < \pi^u < \pi^* < 2\%$) wird nicht eindeutig festgelegt.
- c) Der Politikhorizont für das vorrangige Ziel der EZB wird lediglich vage als mittelfristig umschrieben.

Die Uneindeutigkeiten reflektieren aus Sicht der EZB theoretische und empirische Unsicherheiten in der Geldpolitik. So wird der Verzicht auf die Vorgabe eines expliziten Punktwertes für das Inflationsziel (π^*) mit dem Hinweis begründet, dass die theoretischen Grundlagen zur Bestimmung einer optimalen Inflationsrate innerhalb des Zielkorridors ($0\% < \pi^u < \pi^* < 2\%$) nicht eindeutig sind.⁹ Analog wird hinsichtlich der Untergrenze π^u argumentiert, dass Deflation ausgeschlossen werden sollte. Die Definition von Preisstabilität berücksichtige hierbei, dass der HVPI-Messfehler zwar positiv, jedoch in der Höhe nicht genau bekannt sei.¹⁰ Die mangelnde Bereitschaft, den Politikhorizont präzise zu bestimmen, wird mit den Unsicherheiten über den optimalen Zeitraum zur Erreichung von Preisstabilität begründet. Der Politikhorizont sei abhängig von vielen unterschiedlichen Faktoren, wie der Ausgangslage sowie Herkunft und Ausmaß der Schocks, und könne deshalb nicht ex ante festgelegt werden.¹¹

Diese Argumente der EZB sind u. E. jedoch nicht völlig überzeugend. „Theorieunsicherheiten“ bezüglich des optimalen Index zur Messung der Inflation oder zur

⁷ Issing (1999), S. 104 und EZB (2001a), S. 56 ff.

⁸ Vgl. den ausführlicheren Überblick in *Kißmer / Wagner* (2002), S. 7 ff. sowie *Kieler* (2002).

⁹ Issing et al. (2001), S. 70.

¹⁰ ECB (2001), S. 38.

¹¹ Issing et al. (2001), S. 69.

optimalen Obergrenze für die tolerierbare Inflationsrate haben die EZB nicht davon abgehalten, diese Obergrenze mit 2% gemessen am HVPI festzulegen. Darüber hinaus entstehen aus den o. g. Uneindeutigkeiten in Verbindung mit anderen Aspekten der geldpolitischen Strategie sowie mit den einschlägigen Kommentierungen der EZB Widersprüchlichkeiten. So wird das Inflationsziel nicht veröffentlicht, obwohl die bisherige Herleitung des Referenzwertes für das Wachstum von M3 implizit ein Inflationsziel von $\pi^* = 1,5\%$ unterstellt.¹² Der Hinweis der EZB, der Referenzwert für das Wachstum von M3 ließe sich auch aus der Einkommenselastizität empirisch geschätzter Geldnachfragefunktionen für den Euroraum herleiten, steht im Widerspruch sowohl zu der Erläuterung, der HVPI-Messfehler sei die Untergrenze, als auch zu anderen EZB-Komentierungen der Untergrenze π^u . Wie an anderer Stelle von uns gezeigt, würden die Schätzungen über die Einkommenselastizität der Geldnachfrage eine Untergrenze für die Inflation von weit über einem Prozent, nämlich $\pi^u = 1,25\%$ implizieren.¹³ Die EZB vermutet jedoch, dass der HVPI-Messfehler weitaus geringer ist.¹⁴ In jüngeren Reden geht Issing einige Male auf die Deflationsgefahren einer auf Preisstabilität gerichteten Geldpolitik ein. In diesem Zusammenhang bezeichnet er eine Untergrenze von 1% für die Inflationsrate als adäquat. Dies wird gelegentlich bereits so interpretiert, dass die EZB tatsächlich ein Inflationsziel von 1,5% im Zielkorridor zwischen 1% und 2% anstrebt.¹⁵

Auch der mit 'mittelfristig' ungenau spezifizierte Politikhorizont ist Gegenstand vieler Diskussionen. Der Vorteil dieser Uneindeutigkeit besteht für die EZB sicherlich in der Flexibilität, mit der die EZB auf Schocks reagieren kann, ohne hierbei nachweislich ihre eigene Zieldefinition zu verletzen. Der Nachteil wird jedoch im Mangel an Transparenz und Überprüfbarkeit gesehen, der Spekulationen über die „wahren“ Motive der EZB begünstigt und ihr den Vorwurf einträgt, die Erwartungsbildung der Privaten zu behindern und sich der Rechenschaftspflicht entziehen zu wollen.¹⁶ So kann vermutet werden, dass die EZB entgegen ihrer offiziellen Rhetorik doch ein flexibles Inflation Targeting in dem Sinne betreibt, dass sie außer Preisstabili-

¹² Dies folgt aus den Annahmen, die bisher der Potenzialformel zur Herleitung des Referenzwertes zu Grunde lagen und aus der Tatsache, dass der Referenzwert als Punktwert (und nicht als Korridor) berechnet wird. Vgl. *Svensson* (1999), S. 95. Auch die Darstellungen in den jüngeren Monatsberichten der EZB zur realen Geldlücke basieren auf einem Punktziel für die Inflationsrate.

¹³ *Kißmer / Wagner* (2002), S. 13, *EZB* (2001c), S. 48.

¹⁴ EZB Monatsbericht April 1999, S. 35

¹⁵ *Svensson* (2002b), *Issing* (2002a, b).

¹⁶ Vgl. *Buiter* (1999), *Gros et al.* (2000), *Gali* (2001), *Svensson* (1999).

tät noch die Vermeidung von Outputschwankungen anstrebt.¹⁷ Andere hingegen vermuten, dass die EZB die Unklarheit über den Politikhorizont möglicherweise strategisch nutzt, um u.a. ein ehrgeiziges Preisniveaueziel (statt eines Inflationsziels) bei geringem politischen Widerstand verfolgen zu können.¹⁸

Haben diese Ungenauigkeiten tatsächlich zu einer Behinderung der Erwartungen etwa im Sinne von zu hohen oder stark schwankenden Inflationserwartungen im Euro-Raum geführt? Diese Frage lässt sich angesichts der bekannten Probleme mit der Beobachtung von Inflationserwartungen und infolge des kurzen Zeitraums nicht einfach mit Ja oder Nein beantworten. Bisherige Untersuchungen dokumentieren jedoch, dass die langfristigen Inflationserwartungen der Privaten um die Obergrenze für Preisstabilität von 2% schwanken, obwohl die kurzfristige Inflationsentwicklung (vgl. Abb. 1) teilweise erheblich oberhalb des Zielkorridors lag.¹⁹ Da die Zielinflationsrate der EZB gleichwohl nicht genau bekannt ist, bleibt somit unklar, wie gut die Inflationserwartungen damit auf dem Zielwert verankert sind.

2. Ist das Inflationsziel der EZB zu ehrgeizig?

Die Frage nach der Höhe der optimalen Inflationsrate ist seit langem ein fester Bestandteil von geldtheoretischen und –politischen Studien. Da der EG-Vertrag Preisstabilität als vorrangiges Ziel vorgibt, kann es bei der Diskussion um optimale Inflation im Zusammenhang mit der EZB-Strategie lediglich um die Frage einer optimalen *geringen* Inflation gehen. Viele Aspekte der Untersuchungen zu Erträgen und Kosten geringer Inflationsraten sind hierbei nicht EWU-spezifisch.²⁰ Dennoch hat die Diskussion um das implizite Inflationsziel der EZB bzw. um die Obergrenze des EZB-Zielkorridors an Intensität gewonnen. Hierfür sind mehrere Faktoren verantwortlich:

Zum einen überschritt die Jahresinflationsrate im Euroraum seit Beginn der Währungsunion die Obergrenze der EZB-Definition für Preisstabilität häufig und dauerhaft. Bis Ende 2002 blieb die HVPI-Jahresrate lediglich im Jahre 1999 im Durchschnitt unterhalb der 2%-Grenze (vgl. Abb. 1). Berücksichtigt man die Wirkungsverzö-

¹⁷ Zu entsprechenden Interpretationsversuchen der EZB-Zielfunktion und einzelner Zinsschritte vgl. *Svensson* (1999) und *De Grauwe* (2002). Gemeint sind Outputschwankungen um den Potenzialoutput und nicht um ein zu ehrgeiziges Outputziel, vgl. z. B. *Svensson* (2002c). Zu Gründen, warum Notenbanken Outputschwankungen vermeiden wollen, ohne dies öffentlich zu betonen vgl. *Cukierman* (2002) und *Mishkin* (2002).

¹⁸ *Von Hagen / Brückner* (2001).

¹⁹ Vgl. *Kieler* (2002), S. 11f.

gerungen in der Geldpolitik, so kann man sagen, dass es der EZB bisher nicht gelungen ist, das vorrangige Ziel der Preisstabilität im Sinne ihrer eigenen Definition zu gewährleisten. Hierdurch fühlen sich die Kritiker bestätigt, die in der Vorgabe einer 2%igen Obergrenze einen Bruch mit der langfristigen Inflationsentwicklung in den Mitgliedsländern der Währungsunion sehen. Selbst die in der Vergangenheit preisstabilsten Länder der Währungsunion realisierten im Durchschnitt längerer Zeiträume höhere Inflationsraten.²¹

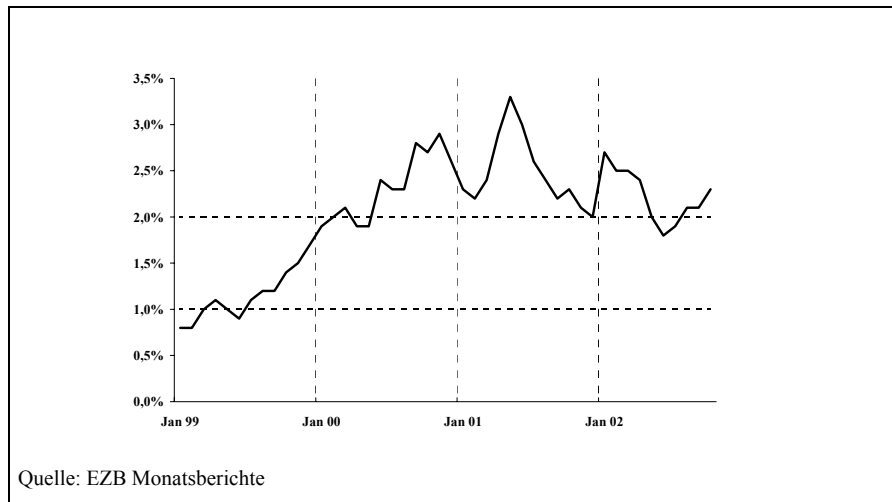


Abb. 1. Inflation im Euroraum (HVPI-Veränderungsraten gegenüber Vorjahr)

Zum anderen wird die Diskussion jedoch stark von regional asymmetrischen Inflationsentwicklungen geprägt. Die Definition von Preisstabilität des EZB-Rates bezieht sich auf die Inflationsrate im gesamten Euroraum: Eine Verantwortung für die regionale Inflationsentwicklung übernimmt die EZB damit ausdrücklich nicht. Da der HVPI des Euroraums ein gewichteter Durchschnitt der nationalen HVPI's können einzelne Teilnehmerländer Inflation oder Deflation selbst dann erfahren, wenn im Durchschnitt des Euroraum Preisstabilität im Sinne des EZB-Rates vorliegt. Tatsächlich hat die Divergenz der nationalen Inflationsraten seit Beginn der Währungsunion tendenziell wieder zugenommen.²² Regionale Inflationsdifferenzen in einem einheitlichen Währungsgebiet können unterschiedliche Gründe haben. Sie können z.B. auf unterschiedlichen regionalen Verbrauchsgewohnheiten (die Gewichte von Gütern und Dienstleistungen sind in den nationalen Indizes unterschiedlich) basieren oder Ausdruck

²⁰ Wir können in diesem Rahmen lediglich auf einige Aspekte eingehen, die besonders im Zusammenhang mit der Geldpolitik im Euroraum diskutiert werden. Zu weitergehenden Betrachtungen über Kosten und Erträge von geringen Inflationsraten vgl. auch *Kieler* (2002).

²¹ Die mittlere Inflationsrate der Konsumentenpreise lag im Zeitraum von 1950-1995 in Deutschland bei 2,87% und in Luxemburg bei 3,75%. Vgl. *Frenkel / Goldstein* (1998).

²² So liegt die Spannweite der nationalen Inflationsraten seit dem Jahr 2000 wieder im Bereich von über 2,5 Prozentpunkten.

unterschiedlicher konjunktureller Entwicklungen sein. Wenn jedoch, wie geschehen, die beobachteten Inflationsdivergenzen zu der Forderung geführt haben, die Obergrenze des EZB-Inflationszielskorridors von 2% auf 2,5% anzuheben, dann liegt dies an der These, dass es sich hierbei um strukturell bedingte Inflationsunterschiede zwischen den Ländern handelt, die bei der Festlegung des Zielkorridors vor Beginn der Währungsunion nicht ausreichend einkalkuliert wurden.²³ Die Argumentation basiert hierbei auf dem *Balassa-Samuelson-Effekt*, womit eine erhöhte Inflation in aufholenden Ländern der Währungsunion mit sektoral unterschiedlichen Produktivitätsentwicklungen erklärt wird. Dieser strukturell bedingte Inflationsdruck, der im Zuge der Osterweiterung noch an Bedeutung gewinnen wird, führt zu einer Deflationsgefahr in hoch entwickelten Ländern der Währungsunion mit geringen Unterschieden im sektoralen Produktivitätswachstum, wenn die EZB ihr Stabilitätsziel an einer zu knapp bemessenen Durchschnittsgröße orientiert.²⁴

Die bisherigen Untersuchungen zur Größenordnung eines strukturellen Inflationsdrucks können noch nicht endgültig zusammengefasst werden. Die meisten Studien legen jedoch die Vermutung nahe, dass zumindest die quantitative Bedeutung des *Balassa-Samuelson-Effekts* in der Währungsunion ein geringeres als das von Sinn / Reuter (2001) konstatierte Ausmaß aufweist.²⁵

Geringe regionale Inflationsdifferenzen könnten durch die aktuelle Obergrenze für das Inflationsziel aufgefangen werden. Ein erheblicher strukturell bedingter Inflationsdruck würde die EZB jedoch vor ein schwieriges Abwägungsproblem stellen.²⁶ Auf der einen Seite droht der EZB ein Verlust an Glaubwürdigkeit, wenn es zu einer nachträglichen Anhebung der Obergrenze für Preisstabilität kommt. Darüber hinaus würde die Berücksichtigung nationaler Deflationsgefahren weitere Fragen der regionalen Verantwortlichkeit der EZB aufwerfen. Auf der anderen Seite besteht die Gefahr, dass zumindest kurzfristig andere Anpassungsformen in der Lohn-, Wettbewerbs- und Fiskalpolitik nicht greifen. Insofern ist fraglich, ob ein offizielles Festhalten an der 2%-Obergrenze für den Durchschnitt im Euroraum bei strukturell

²³ Sinn / Reuter (2001).

²⁴ Vgl. Wagner (2002a und 2002b) zur Diskussion um die E(W)U-Erweiterung.

²⁵ Vgl. Sachverständigenrat (2001), Ziffer 480ff. und Kieler (2002).

²⁶ Die Debatte um strukturell bedingte Deflationsgefahren in den großen Ländern der Währungsunion fällt zeitlich mit einer Neubetrachtung der Geldpolitik in Zeiten geringer Inflationsraten zusammen. So wird vielfach mit Hinweis auf die jüngsten historischen Erfahrungen in Japan die Gefahr betont, dass zu ehrgeizige Inflationsziele das Risiko erhöhen, im Falle unvorhergesehener Schocks in Deflation zu enden. Deshalb rät der IWF dazu, dass Inflationsziele nicht unterhalb von 2% liegen sollten. IWF (2002), S. 92.

bedingten Deflationsgefahren in den großen Ländern der Währungsunion tatsächlich einen Glaubwürdigkeitsverlust der EZB verhindern könnte.

IV. Die Diskussion um das Indikatorsystem der EZB

1. Zur Konzeption der zwei Säulen

Mit der Zwei-Säulen-Konzeption verbindet die EZB Elemente der Geldmengenstrategie und des Inflation Targeting. So kann man die Zwei-Säulen-Strategie als ein Verfahren begreifen, das im Rahmen eines modifizierten Inflation Targeting der Geldmengenentwicklung (1. Säule) eine bedeutende Rolle beimisst. Die Modifikationen des Inflation Targeting kommen auf der operativen Ebene vor allem darin zum Ausdruck, dass die eigenen Inflationsprognosen keine herausragende Rolle im offiziellen EZB-Konzept und in der Kommunikation mit der Öffentlichkeit spielen und die Geldmenge als langfristiger nomineller Anker dienen soll.²⁷ Umgekehrt ist es genau diese explizit herausgehobene Bedeutung der Geldmenge und insbesondere die formale Herleitung und Ankündigung des Referenzwertes für das Geldmengenwachstum, die die EZB-Strategie von den zurzeit verfolgten Strategien anderer Notenbanken unterscheiden. Die 1. Säule der EZB-Strategie erinnert an die Geldmengenstrategie der Deutschen Bundesbank. Die Modifikationen gegenüber der Geldmengenstrategie der Deutschen Bundesbank kommen durch die explizite Berücksichtigung der 2. Säule (insbesondere durch die Veröffentlichung einer Inflationsprognose), aber auch durch die öffentliche Abgrenzung des Referenzwertkonzeptes von einer Zwischenzielkonzeption zum Ausdruck. In der Vorgabe des Referenzwertes sieht die EZB keine Verpflichtung, Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert mithilfe ihrer geldpolitischen Instrumente zu korrigieren.

Die EZB vermeidet zwar eine eindeutige Gewichtung der beiden Säulen und erst recht eine feste Bindung der Geldpolitik an eine einzige Säule, an einen einzigen Indikator oder an ein Zwischenziel, jedoch betont die EZB mit dem Referenzwertkonzept die Rolle der Geldmenge.²⁸ Auch wenn die EZB in der Vorgabe eines

²⁷ Zu ähnlichen Interpretationen vgl. *Jaeger* (2002) und *Gerlach* (2003). Gegenüber der Theorie des Inflation Targeting besteht auf der Zielebene eine Modifikation insofern, als die Definition für Preisstabilität des EZB-Rates kein explizites Inflationsziel bzw. keinen eindeutigen Zielkorridor enthält. In der Praxis des Inflation Targeting wird jedoch die Formulierung der Inflationsziele sehr unterschiedlich und teilweise sehr ähnlich zum Vorgehen der EZB gehandhabt, vgl. *Mishkin / Schmidt-Hebbel* (2001).

²⁸ Die öffentlichen Erläuterungen der EZB zum relativen Gewicht der beiden Säulen sind im Laufe der Zeit einem gewissen Wandel unterlegen. Während zu Beginn der Währungsunion die erste Säule

Referenzwertes für das Wachstum von M3 keine Zwischenzielkonzeption sieht, so charakterisiert die EZB den Referenzwert gleichwohl als einen „Kompass“, der gewährleisten soll, dass die EZB bei ihrer Reaktion auf unterschiedliche Störungen des Wirtschaftsablaufs weiterhin beachtet, dass die Wachstumsrate der Geldmenge „ (...) über einen hinreichend langen Zeitraum hinweg mit ihrem Ziel der Preisstabilität vereinbar sein muss.“²⁹

Dahinter steht die Vorstellung, dass Inflation zwar über einen kürzeren Zeitraum auch von zahlreichen nicht-monetären Faktoren beeinflusst wird, jedoch langfristig betrachtet ein monetäres Phänomen ist. Der generelle Vorteil des Referenzwertkonzeptes wird darin gesehen, dass angesichts der Unsicherheit über die Wirtschaftslage und die Struktur der Volkswirtschaft den Geldpolitikern und der Öffentlichkeit quasi eine einfache Orientierungshilfe für die Beurteilung der mittel- bis langfristigen Inflationsrisiken an die Hand gegeben wird. Aus Sicht der EZB erfüllt hierbei die Geldmenge M3 im Euroraum bislang (Ende 2002) die nötigen Voraussetzungen zur Ankündigung eines Referenzwertes.³⁰ Diese bestehen darin, dass die Geldmengenentwicklung tatsächlich längerfristig in einem stabilen Zusammenhang mit der Preisentwicklung steht und die Geldmenge über Vorlaufeigenschaften verfügt, also aus dem Geldmengenwachstum tatsächlich auf die zukünftige Inflationsentwicklung geschlossen werden kann.

Gegen eine ausschließliche Orientierung an den monetären Indikatoren und am Referenzwert der 1. Säule spricht jedoch die geringe Kontrollierbarkeit von M3 und die hohe Volatilität der Umlaufgeschwindigkeit in der kürzeren Frist. Eine einseitige Ausrichtung der Geldpolitik an der 1. Säule birgt die Gefahr, dass systematisch Informationen der 2. Säule ignoriert werden, die auch für den mittelfristigen Inflationsprozess relevant sind und von den monetären Indikatoren nicht immer rechtzeitig angezeigt werden. Aus diesem Grund ergänzt die EZB ihre monetäre 1. Säule, deren Schwerpunkt also auf der Erklärung der mittel- bis längerfristigen Inflationsentwicklung liegt, um eine 2. Säule mit nicht-monetären Größen, deren Schwerpunkt auf dem kurz- bis mittelfristigen Inflationsprozess liegt. Neben der Analyse von zahlreichen Einzelindikatoren beinhaltet die 2. Säule seit Dezember 2000 auch die halbjährliche Veröffentlichung so genannter bedingter Inflationsprognosen (Projektionen), die auf der

teilweise im Sinne von „wichtigere“ Säule interpretiert wurde, kann dies jüngeren Erläuterungen der EZB nicht mehr entnommen werden. Vgl. auch *Jaeger* (2002).

²⁹ EZB (2002b).

³⁰ EZB (1999, 2000, 2001b, 2002b).

Annahme einer für den Prognosezeitraum von 2 Jahren unveränderten Geldpolitik beruhen.

Gegen eine ausschließliche Orientierung der Geldpolitik an der 2. Säule und insbesondere an den eigenen Inflationsprognosen wird von der EZB vor allem eingewandt, dass die Geldpolitik hierbei Gefahr läuft, zu häufig auf temporäre Schocks zu reagieren. Die EZB begründet die Begrenzung der Inflationsprognosen auf einen 2-jährigen Zeitraum mit der Zunahme von Unsicherheit bei Ausweitung des Prognosezeitraums. Da jedoch aus Sicht der EZB der optimale Politikhorizont endogen, nicht fix und darüber hinaus der Kontrollhorizont nicht völlig bekannt und variabel ist, könnte eine zu starke Fokussierung der Geldpolitik an den Inflationsprognosen der 2. Säule im Widerspruch zur mittelfristigen Zielsetzung stehen.³¹ In diesem Zusammenhang betont die EZB neuerdings auch immer wieder die Rolle der Geld- und Kreditmenge als Indikator für zukünftige Finanzmarktinstabilitäten. Diese Begründungen stützen sich auf Untersuchungen, die zeigen, dass finanzielle Ungleichgewichte häufig nach einem übermäßigen Geldmengen- und Kreditwachstum auftraten.³² Der Ausbruch einer Finanzmarktkrise kann dann jedoch Gefahren für die Preisstabilität bergen, ohne dass sich diese zuvor in der Preisentwicklung sowie in anderen Größen niedergeschlagen haben, auf denen die Inflationsprognosen der 2. Säule basieren.³³

2. Zur Kritik an der Zwei-Säulen-Konzeption

Die Konzeption der EZB läuft also darauf hinaus, das Gewicht einzelner Indikatoren bzw. das Gewicht der beiden Säulen diskretionär und zustandsabhängig zu bestimmen. Tendenziell gilt, dass die relative Bedeutung der 1. Säule mit Ausweitung des optimalen Politikhorizonts zunehmen sollte.³⁴ Allerdings gibt es keine Regel dafür, nach welchem Verfahren der EZB-Rat die entsprechenden Gewichte bestimmen soll. Dieser hybride und diskretionäre Charakter der EZB-Strategie ist in der Literatur massiv kritisiert worden. Zwar werden von einigen Ökonomen neben der Flexibilität, die dieses Verfahren der EZB einräumt, noch strategische Argumente vorgebracht, die darauf hinauslaufen, dass diese Vorgehensweise die Konsensfähigkeit im EZB-Rat oder die

³¹ Vgl. hierzu *Issing* (2001), S. 19. Zum Politikhorizont siehe auch Abschnitt III. Der Kontrollhorizont wird durch den Zeitpunkt definiert, an dem die Geldpolitik die größte Wirkung auf die Inflation ausübt. Er ist also durch die Wirkungsverzögerungen in der Geldpolitik bestimmt.

³² *Borio / Lowe* (2002).

³³ Zu den Herausforderungen von Finanzmarktkrisen für ein Inflation Forecast Targeting vgl. *Wagner / Berger* (2003), S. 25 ff.

³⁴ *Issing* (2002c), S. 9 f. und *Issing et al.* (2001), S. 106.

Machtposition des Direktoriums und damit möglicherweise eine EMU-weite Perspektive der EZB fördert.³⁵ Insgesamt jedoch behindert aus Sicht der Kritiker die Existenz von zwei Säulen in Verbindung mit der unklaren Rolle einzelner Indikatoren die Kommunikation mit der Öffentlichkeit.

So wird neben vielen Details zur Rolle und Abgrenzung einzelner Indikatoren innerhalb dieser Säulen vor allem der mangelnde Zusammenhang zwischen der Rhetorik der EZB und ihrer tatsächlichen Zinspolitik bemängelt.³⁶ Einzelne Entscheidungen der EZB scheinen kaum im Einklang mit einer selbst weit interpretierten Orientierung am Referenzwertkonzept zu stehen. So wird der EZB von Beobachtern aus unterschiedlichen wirtschaftstheoretischen Lagern vorgeworfen, dass sie die permanente und erhebliche Überschreitung der M3-Wachstumsraten nicht so beachtet, wie es eine Bindung an die eigene Strategie verlangen würde (vgl. Abb. 2).

Die EZB hat ihre Entscheidungen teilweise mit Sonderfaktoren gerechtfertigt. Insbesondere die Zinssenkungen im Mai und August 2001 wurden durch den Hinweis auf das starke Wachstum der marktfähigen Instrumente im Besitz von EWU-Ausländern mit der 1. Säule versöhnt. Tatsächlich musste die EZB zugestehen, dass sich entgegen ihren ursprünglichen Erwartungen durch die Berücksichtigung von Einlagen und kurzfristigen Papieren im Besitz von EWU-Ausländern erhebliche Verzerrungen im Wachstum von M3 niedergeschlagen haben. Die Wachstumsrate der vollständig bereinigten Geldmenge, die die EZB seit Dezember 2001 veröffentlicht, ist nach den neuen Zahlen zeitweise um mehr als 1,5 Prozentpunkte geringer als das Wachstum der unbereinigten Geldmenge gewesen (vgl. Abb. 2). Aber auch die Zinssenkung im Dezember 2002 steht nach einem mehr als einjährigen, permanenten und erheblichen Überschreiten des Referenzwertes kaum im Einklang mit der 1. Säule. Die EZB interpretiert diesmal die Geldmengenentwicklung vor dem Hintergrund der gestiegenen Unsicherheit an den Aktienmärkten, die aus Sicht der EZB Portfolioumschichtungen zu Gunsten von liquiden, risikoarmen Vermögenswerten der Geldmenge M3 induziert hat.

³⁵ Vgl. hierzu von Hagen / Brückner (2001), S.14f. und Schneider / Harff (2001).

³⁶ Vgl. Kießmer / Wagner (2002), S. 22 ff. zu einer ausführlicheren Würdigung von Details.

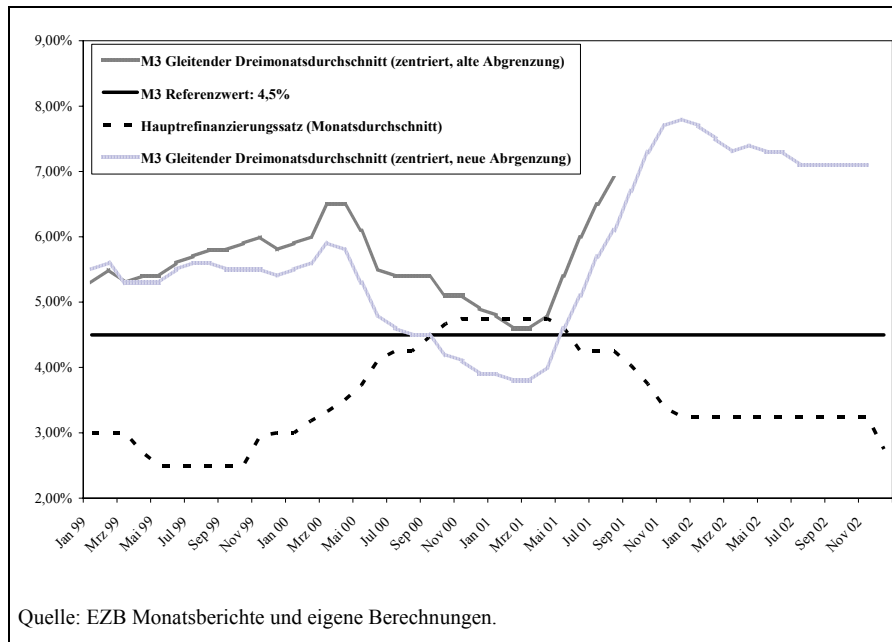


Abb. 2. Zinspolitik und Geldmengenwachstum

Angesichts des mangelnden bzw. zumindest schwer vermittelbaren Zusammenhangs zwischen der Zinspolitik des EZB-Rates und der Geldmengenentwicklung steht der „EZB-Kompass“ zur Diskussion. Der EZB wird vielfach und insbesondere von Protagonisten eines Inflation Targeting geraten, der Geldmengenentwicklung auch in der Kommunikation eine weniger herausgehobene Rolle zuzuordnen und die monetäre Analyse in die 2. Säule zu integrieren. Aus Sicht des Inflation Targeting ist die 1. Säule nicht nur überflüssig, sondern schädlich („Giftsäule“).³⁷ Die EZB sollte die Inflationsprognose im Dialog mit der Öffentlichkeit stärker betonen. Dieser Vorschlag basiert, abgesehen von der „Diskrepanz“ zwischen „Worten und Taten“, im Kern auf folgenden Gesichtspunkten:

- a) In dem für die Geldpolitik relevanten Zeitraum von 1 bis 3 Jahren wird der empirische Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation als schwach und variabel angesehen. Empirische Untersuchungen zu den Prognoseeigenschaften der Geldmenge M3 deuten darauf hin, dass zwar auf M3 basierende Indikatoren wie die reale Geldlücke bzw. die Preislücke entsprechend des P*-Ansatzes über gute Vorlaufeigenschaften für einen Prognosezeitraum von 1 bis 2 Jahren verfügen, jedoch das Wachstum der Geldmenge M3 allein als Indikator erst für weitaus längere Zeiträume relevant ist.³⁸ Die Inflationsprognose sollte daher auf allen relevanten Informationen basieren.

³⁷ Begg et al. (2002), S. 18.

³⁸ Gerlach / Svensson (2001), Nicoletti-Altimari (2001), Sachverständigenrat (2002).

- b) In jüngeren Untersuchungen wird darüber hinaus auch der langfristige Zusammenhang zwischen Geldmenge und Inflation bezweifelt. Einige Arbeiten deuten an, dass bei geringer Inflation kein langfristiger Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Inflation besteht.³⁹
- c) Im Rahmen von Standardansätzen der jüngeren Makroökonomik spielt die Geldmenge keine aktive Rolle in der Transmission geldpolitischer Impulse. Die EZB betone daher eine irrelevante Größe.⁴⁰

Auch von Protagonisten (bzw. „ehemaligen“ Befürwortern) einer Geldmengensteuerung wird das Referenzwertkonzept in seiner jetzigen Form kritisch gesehen. Einige Ökonomen fordern, dass die Kommunikation der EZB sich nicht auf einen einfachen Vergleich von Geldmengenwachstum und Referenzwert beziehen sollte. Bei der Ableitung des Referenzwertes sollen vielmehr die Informationen der realen Geldlücke in Form eines unvermeidlichen Preisdrucks aus der Vergangenheit berücksichtigt werden.⁴¹ Die Beobachter der EMU-Monitor Gruppe schlagen den Übergang zu Bandbreiten (± 1 Prozentpunkt um den Referenzwert) für das Geldmengenwachstum vor, gehen jedoch wohl davon aus, dass die Voraussetzungen zur Ankündigung eines Referenzwertes für das Geldmengenwachstum weiterhin gegeben sind.⁴² Die sicherlich radikalste Änderung in der Bewertung der Geldmenge nahm der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in seinen Gutachten von 1999 bis 2002 vor. Der Sachverständigenrat hat noch im Jahresgutachten 1999 / 2000 die EZB nachdrücklich zu einer potenzialorientierten Geldmengenstrategie aufgefordert. Nach mehreren Modifikationen seiner ursprünglichen Empfehlung rät er nun zu einer stärkeren Fokussierung auf eine Politik der direkten Inflationssteuerung, in der nicht die Geldmenge, sondern die Inflationsprognose der EZB im Mittelpunkt der Kommunikation mit der Öffentlichkeit stehen soll. Dieser Meinungswandel wird u. a. mit empirischen Ergebnissen zur mangelnden Stabilität, Kontrollierbarkeit und Prognosequalität von M3 begründet.⁴³

Die Inflationsprognosen der 2. Säule spielen bislang in der Kommunikation der EZB eine untergeordnete und unklare Rolle. Die begrenzte Relevanz der Projektionen

³⁹ De Grauwe / Polan (2000), Begg et al. (2002), Gerlach (2003).

⁴⁰ Svensson (1999). Zu einer kritischen Auseinandersetzung mit dieser Argumentation vgl. Wagner (1999) und Baltensperger (2000).

⁴¹ Borchert et al. (2001), S. 31 ff.

⁴² Vgl. EMU-Monitor (2002), Hayo / von Hagen (2002).

⁴³ Vgl. Sachverständigenrat (1999, 2000, 2001, 2002), insbesondere die Jahresgutachten 2002/2003, Ziffer 90-101, 562 ff. sowie 2001/2002, Ziffer 498 ff.

kommt u. a. darin zum Ausdruck, dass sie lediglich halbjährlich mit vergleichsweise oberflächlichen Erläuterungen zur Prognoseunsicherheit veröffentlicht werden. Es handelt sich auch nicht um die besten Vorhersagen bezüglich der zukünftigen Inflation, sondern um bedingte Prognosen auf der Annahme einer konstanten Geldpolitik im Prognosezeitraum. Diese Projektionen einer Expertengruppe des Eurosystems sind auch nicht gleichzusetzen mit der „Inflationsprognose“ des EZB-Rates. Vielmehr gehen sie in die Beurteilungen über die zukünftigen Preisentwicklungen des EZB-Rates mit ein. In diesem Zusammenhang wird häufig darauf hingewiesen, dass die Projektionen der 2. Säule auf kurz- bis mittelfristigen Ansätzen basieren, die der Geldmenge kaum einen Erklärungswert für diese Frist zuordnen. Auf welche Weise jedoch der EZB-Rat durch Auswertung von monetären Indikatoren zu einer möglicherweise anderen Einschätzung über die zukünftige Inflationsentwicklung kommt, bleibt unklar.⁴⁴

Es gibt bislang erst wenige Untersuchungen zur Frage, in wieweit die Zinspolitik der EZB vorhergesehen wurde. Allerdings zeigen die vorliegenden Studien, dass zwar das timing einiger Zinssenkungen nicht antizipiert wurde, dass jedoch im Durchschnitt die Zinspolitik des EZB-Rates keine großen Überraschungen für die Teilnehmer am Geldmarkt beinhaltet.⁴⁵ Hieraus kann jedoch nicht unmittelbar auf ein gutes Verständnis der Zwei-Säulen-Strategie geschlossen werden. Möglicherweise hat die EZB häufig erst reagiert, nachdem die Märkte die Zinsentscheidung vorweggenommen haben. Denkbar ist auch, dass die Marktteilnehmer trotz der EZB-Rhetorik zur herausragenden Rolle der Geldmenge die Bedeutung des Referenzwertkonzeptes herabstufen.

⁴⁴ Vgl. auch *Kißmer / Wagner* (2002), S. 26 ff. So ist insbesondere auch der oben beschriebene zeitliche Bezug der beiden Säulen nicht zweifelsfrei. Einige Ausführungen der EZB deuten auf darauf hin, dass die monetäre Analyse (1. Säule) zur Vorhersage der langen Frist und die 2. Säule zur Bildung von Inflationsprognosen für den kurz- bis mittelfristigen Zeitraum gedacht ist. Insofern würde sich die wechselseitige Überprüfung der beiden Säulen auf unterschiedliche Zeiträume beziehen. Vgl. *Issing et al.* (2001), S. 106. Andere Erläuterungen wiederum deuten an, dass die EZB eine Überprüfung durch konkurrierende Inflationstheorien für dieselbe „mittlere“ Frist meint. Vgl. *Issing et al.* (2001), S. 107. Hierfür spricht auch, dass die Indikatoren der 1. Säule selbst nach Untersuchungen der EZB für ganz unterschiedliche Zeiträume geeignet sind und einige Indikatoren der 2. Säule ebenfalls langfristige Wirkungsverzögerungen aufweisen. Vgl. hierzu auch *EZB* (2001b), *Schneider / Harff* (2001), und *Jaeger* (2002). Nach *Gerlach* (2003) basiert die Inflationstheorie der EZB auf der Vorstellung, dass sich die Inflationsrate aus einer lang- und einer kurzfristigen Komponente zusammensetzt, denen jeweils ganz unterschiedliche Bestimmungsgrößen entsprechend den zwei Säulen zugeordnet sind.

⁴⁵ Zu einem Literaturüberblick und einem Vergleich der EZB mit anderen Notenbanken (Fed und Bank of England) vgl. *Ross* (2002).

V. Schlussfolgerungen

Der EZB-Strategie werden zwei Kernaufgaben zugewiesen: Zum einen die Aufgabe, die interne Entscheidungsfindung zu erleichtern, und zum anderen, das Verständnis der Öffentlichkeit für die Geldpolitik zu fördern.

In der vorliegenden Arbeit sind wir auf den ersten Gesichtspunkt zur Effizienz der internen Entscheidungsfindung nur selten eingegangen, weil dem EZB-Rat bislang kaum vorgeworfen worden ist, *systematisch* falsche Zinsentscheidungen zu treffen und weil über interne Diskussionen im EZB-Rat offiziell wenig bekannt ist. Es wird jedoch gelegentlich vermutet, dass der hybride und diskretionäre Charakter der EZB-Strategie in Verbindung auch mit spezifischen Verfahrensregeln förderlich für die Konsensfähigkeit im EZB-Rat war.⁴⁶

Demgegenüber steht jedoch die Außendarstellung der EZB-Politik in der Öffentlichkeit stark in der Kritik. Dies ist auch der Schwerpunkt in der vorliegenden Arbeit. Die Zwei-Säulen-Strategie belässt dem EZB-Rat Ermessensspielräume sowohl im Hinblick auf die Operationalisierung der geldpolitischen Ziele als auch bei der Gewichtung von Indikatoren bzw. Indikatorsystemen. In der Sprache der Geldtheorie hat die EZB sich damit weder auf eine spezifische Zielregel noch auf eine Instrumentenregel festgelegt.⁴⁷ Der Vorteil dieses Vorgehens liegt in der Flexibilität, mit der die EZB auf Störungen im Wirtschaftsablauf reagieren kann. Als nachteilig erweisen sich die hohen Anforderungen an die Kommunikation der EZB und die Präsenz einiger Widersprüchlichkeiten.

Hinsichtlich der geldpolitischen Ziele könnte die EZB die Transparenz ihres Zielkorridors verbessern. Die Untergrenze für die Zielinflationsrate sollte trotz der unvollständigen Kenntnisse über die Höhe des HVPI-Messfehlers und dessen mangelnder zeitlicher Konstanz klar benannt werden. Wohl kaum jemand erwartet, dass diese Untergrenze ewig fest ist. Analog könnte die EZB mehr Klarheit darüber herstellen, ob ihre Zielinflationsrate eher an der bisherigen 2% Obergrenze liegt, wie es die bisherige Inflationsentwicklung und die Diskussion um die regionalen Inflationsdivergenzen im Euroraum vermuten lassen, oder doch bei 1,5%, wie es die bisherige Praxis bei der Herleitung des M3 Referenzwertes vermuten lässt. Die Diskussion um die „wahren“ Ziele der EZB könnte sie durch Veröffentlichungen von Zielzonen für die gewünschte Kombination aus Inflations- und Outputstabilität eingrenzen. Hierzu müsste

⁴⁶ Vgl. hierzu *Schneider / Harff* (2001), *von Hagen / Brückner* (2001).

⁴⁷ Zu den Regelbegriffen vgl. *Svensson* (2002d).

sie ihre Vorstellungen über Verlauf und Lage der *Taylor*-Kurve im Euroraum und somit ihre Schätzungen über die erreichbaren Kombinationen von Inflations- und Outputvolatilitäten veröffentlichen.⁴⁸

Die herausragende Rolle der Geldmenge im offiziellen EZB-Konzept und die unklare Gewichtung der beiden Säulen sowie einzelner Indikatoren sind immer wieder Anlass für heftige Diskussionen. Auch wenn nachvollziehbar ist, dass die EZB sich nicht auf eine einfache Instrumentenregel festlegen will, so scheinen doch auf der anderen Seite die Zinsschritte der EZB kaum im Einklang mit dem Referenzwertkonzept zu stehen.⁴⁹ Allerdings sind die Erfahrungen mit der Geldmenge im Euroraum nach vier Jahren noch relativ gering. Die Einschätzung über die Rolle der Geldmenge im EZB-Konzept sollte deshalb nicht allein auf Grund der bisherigen Erfahrungen im Euroraum getroffen werden. Die Jahresgutachten des Sachverständigenrates belegen, wie drastisch sich die Einschätzungen über die Stabilität grundlegender Zusammenhänge in diesem Zeitraum verändern konnten. Die Beurteilung sollte daher auch berücksichtigen, welche Rolle die Geldmenge zukünftig spielen wird. In diesem Zusammenhang wird in der jüngeren Forschung zunehmend die Rolle von monetären Indikatoren zur Frühdiagnose von Inflationsrisiken thematisiert, die sich aus dem Auftreten von Finanzmarktinstabilitäten ergeben. Zweifelhaft ist jedoch, ob eine so verstandene prominente Rolle des Geldmengen- und Kreditwachstum zu Gunsten der *Veröffentlichung* eines Referenzwertes für das Geldmengenwachstum spricht.

Literaturverzeichnis

- Baltensperger*, Ernst: Die Europäische Zentralbank und ihre Geldpolitik: Eine kritische Betrachtung der gegenwärtigen Debatte um die EZB und ihre geldpolitischen Verfahren, Schweizerische Nationalbank Quartalsheft 1, 2000, S. 48 ff.
- Barro*, Robert. J. / *Gordon* David. B.: A Positive Theory of Monetary Policy, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 17, No. 1, 1983, S. 101 ff.
- Begg*, David / *Canova*, Fabio / *De Grauwe*, Paul / *Fatás*, Antonio / *Lane*, Philip R.: Surviving the Slowdown, *Monitoring the European Central Bank* 4, CEPR, 2002.
- Bofinger*, Peter: The EMU after Three Years: Lessons and Challenges, *Würzburg Economic Papers* No. 33, 2002.
- Borchert*, Manfred / *Kösters*, Wim / *Leschke*, Martin / *Polleit*, Thorsten: Can the ECB Do More For Growth?, *ECB Observer*, Analyses of the Monetary Policy of the European System of Central Banks, Nr. 2, 2001.
- Borio*, Claudio / *Lowe*, Philip: Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus”, *BIS Working Papers* No. 114, 2002.

⁴⁸ Vgl. *Parkin* (2000) zu einem solchen Vorschlag für die Bank of Canada.

⁴⁹ Vgl. *Taylor* (1999) und *Bofinger* (2002) zum Vorschlag einer einfachen Taylor-Regel für die EZB. Die Autoren verstehen jedoch eine solche Regel eher im Sinne von „Daumenregel“, von der auch abgewichen werden kann. Ein solcher Ansatz verdeutlicht jedoch nicht die Regel, die Abweichungen von der *Taylor*-Regel erlaubt, vgl. *Svensson* (2002d). Insofern werden Taylor-Regeln in der Praxis häufig auch lediglich im Sinne von Zins-Indikatoren benutzt.

- Buiter, Willem H.: Alice in Euroland, Policy Paper No. 1, CEPR, London, 1999.
- Clarida, Richard / Galí, Jordi / Gertler, Mark: The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective, in: Journal of Economic Literature, Vol. 37, 1999, S. 1661 ff.
- Cukierman, Alex: Are Contemporary Central Banks Transparent about Economic Models and Objectives and What Difference Does it Make?, in: Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 84, No. 4, 2002, S. 15 ff.
- De Grauwe, Paul: Central Banking as Art or Science: Lessons from the Fed and the ECB, in: International Finance, 2002.
- De Grauwe, Paul / Polan, Magdalena: Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? CEPR Discussion Paper No. 2841, 2000.
- Duisenberg, Wim: Testimony before the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament, Brussels, 3. December 2002, <http://www.ecb.int>.
- ECB: The Monetary Policy of the ECB, Frankfurt a. M., 2001.
- EMU-Monitor: Press Statement No. 10, 3 December, ZEI, 2002.
- EZB: Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems, in: Monatsbericht, Januar, 1999, S. 41 ff.
- EZB: Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB, Monatsbericht, November, 2000, S. 41 ff.
- EZB: Geldpolitik bei Unsicherheit, in: Monatsbericht, Januar, 2001a, S. 47 ff.
- EZB: Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse, in: Monatsbericht, Mai, 2001b, S. 43 ff.
- EZB: Fragen im Zusammenhang mit geldpolitischen Regeln, in: Monatsbericht, Oktober, 2001c, S. 43 ff.
- EZB: Jüngste Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet, in: Monatsbericht, Oktober, 2002a, S. 47 ff.
- EZB: Überprüfung des quantitativen Referenzwerts für das Geldmengenwachstum, in: Pressemitteilung der EZB, 2002b, <http://www.ecb.int>.
- Frenkel, Jacob A. / Goldstein, Morris: Die internationale Rolle der Deutschen Mark, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.): Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948, München, 1998, S. 723 ff.
- Galí, Jordi: Monetary Policy in the Early Years of EMU, Paper presented at the Conference on „The Functioning of EMU: The Challenges of the Early Years“, Brüssel, 2001.
- Gerlach, Stefan: The ECB's Two Pillars, CEPR Discussion Paper No. 3689, 2003.
- Gerlach, Stefan / Svensson, Lars E. O.: Money and Inflation in the Euro Area: A Case for Monetary Indicators, Bank for International Settlements Working Paper No. 98, 2001.
- Gros, Daniel / Davanne, Olivier / Emerson, Michael / Mayer, Thomas / Tabellini, Guido / Thygesen, Niels: Quo Vadis Euro? The Cost of Muddling Through. 2nd Annual Report of the CEPS Macroeconomic Policy Group, Brüssel, 2000.
- Hayo, Bernd / von Hagen, Jürgen: Money and Inflation in the Euro Area, in: Caesar, Rolf / Scharrer, Hans-Eckart (Hrsg.): European Economic and Monetary Union: An Initial Assessment, 2002, S. 127 ff.
- Issing, Otmar: Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank, in: Simmert, Diethard B. / Welteke, Ernst (Hrsg.): Die Europäische Zentralbank: Europäische Geldpolitik im Spannungsfeld zwischen Wirtschaft und Politik, Stuttgart, 1999, S. 101 ff.
- Issing, Otmar: The Euro Area and the Single Monetary Policy, OeNB Working Paper 44, 2001.
- Issing, Otmar: ECB Watchers Conference: Monetary Policy and the Role of the Price Stability Definition, Speech in Milan June 10, 2002a, <http://www.ecb.int>.
- Issing, Otmar: The Euro After Four Years: Is There a Risk of Deflation?, 16th European Finance Convention, Speech in London December 2, 2002b, <http://www.ecb.int>.
- Issing, Otmar: Monetary Policy in a Changing Economic Environment, Symposion: Rethinking Stabilization Policy, Jackson Hole, Wyoming, 2002c, <http://www.ecb.int>.
- Issing, Otmar / Gaspar, Vitor / Angeloni, Ignazio / Tristani, Oresti: Monetary Policy in the Euro Area. Strategy and Decision Making at the European Central Bank, Cambridge, 2001.
- IWF: World Economic Outlook, Recessions and Recoveries, April 2002.
- Jaeger, Albert: The ECB's Policy Strategy: An Assessment of the Role of the Money Pillar, in: Jaeger, Albert / Kieler, Mads / Ross, Kevin: Monetary and Exchange Rate Policies of the Euro Area, IMF, Washington D. C., 2002, S. 47 ff.
- Kieler, Mads: The Eurosystem's Definition of Price Stability, in: Jaeger, Albert / Kieler, Mads / Ross, Kevin: Monetary and Exchange Rate Policies of the Euro Area, IMF, Washington D. C., 2002, S. 4 ff.
- Kißmer, Friedrich / Wagner, Helmut: Braucht die EZB eine 'neue' geldpolitische Strategie?, in: List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Heft 1, Band 28, 2002, S. 1 ff.
- Mishkin, Frederic S.: The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy, NBER Working Paper No. 9291, 2002.

- Mishkin, Frederic S. / Schmidt-Hebbel, Klaus*: One Decade of Inflation Targeting in the World: What do We Know and What do We Need to Know?, Central Bank of Chile Working Papers No. 101, 2001.
- Nicoletti-Altissimi, Sergio*: Does Money Lead Inflation in the Euro Area?, ECB Working Paper No. 63, 2001.
- Parkin, Michael*: What Have We Learned About Price Stability?, Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy, Proceedings of a Seminar held by the Bank of Canada, 2000, S. 223 ff.
- Ross, Kevin*: Market Predictability of ECB Policy Decisions: A Comparative Analysis, in: *Jaeger, Albert / Kieler, Mads / Ross, Kevin*: Monetary and Exchange Rate Policies of the Euro Area, IMF, Washington D. C., 2002, S. 78 ff.
- Sachverständigenrat* zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Wirtschaftspolitik unter Reformdruck, Jahresgutachten 1999/2000, Stuttgart, 1999.
- Sachverständigenrat* zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Chancen auf einen höheren Wachstumspfad, Jahresgutachten 2000/2001, Stuttgart, 2000.
- Sachverständigenrat* zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Für Stetigkeit - Gegen Aktionismus, Jahresgutachten 2001/2002, Stuttgart, 2001.
- Sachverständigenrat* zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Zwanzig Punkte für Beschäftigung und Wachstum, Jahresgutachten 2002/2003, Stuttgart, 2002.
- Schneider, Stefan / Harff, Christoph*: Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB: Eine erste Beurteilung, Deutsche Bank Research €WU-Monitor Nr. 92, 2001.
- Sinn, Hans-Werner / Reutter, Michael*: The Minimum Inflation Rate for Euroland, NBER Working Paper 8085, 2001.
- Svensson, Lars E. O.*: Monetary Policy Issues for the Eurosystem, in: Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 51, 1999, S. 79 ff.
- Svensson, Lars E. O.*: A Reform of the Eurosystem's Monetary-Policy Strategy Is Increasingly Urgent, Briefing Paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament, 2002a, <http://www.princeton.edu/~svensson>.
- Svensson, Lars E. O.*: A Good Thing Could Happen at the ECB: An Improvement of the Eurosystem's Definition of Price Stability, Briefing Paper for the Committee on Economic and Monetary Affairs (ECON) of the European Parliament, 2002b, <http://www.princeton.edu/~svensson>.
- Svensson, Lars E. O.*: Monetary Policy and Real Stabilization, in: *Federal Reserve Bank of Kansas City: Rethinking Stabilization Policy*, Jackson Hole, Wyoming, 2002c, S. 29 ff.
- Svensson, Lars E.O.*: What is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy through Targeting Rules, NBER Working Paper No. 9421, 2002d.
- Taylor, John B.*: The Robustness and Efficiency of Monetary Policy Rules as Guidelines for Interest Rate Setting by the European Central Bank, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, 1999, S. 655 ff.
- Von Hagen, Jürgen / Brückner, Matthias*: Monetary Policy in Unknown Territory. The European Central Bank in the Early Years, ZEI Working Paper B18, 2001.
- Wagner, Helmut*: Inflation Targeting versus Monetary Targeting, in: *Kredit und Kapital*, 32. Jahrgang, Heft 4, 1999, S. 610 ff.
- Wagner, Helmut*: Pitfalls in the European Enlargement Process – Financial Instability and Real Divergence, Discussion Paper 06/02, Economic Research Centre of the Deutsche Bundesbank, 2002a.
- Wagner, Helmut*: Growth Effects of “Heterogeneous” Economic Integration: The Example of EMU Enlargement, in: *Journal of Economic Integration*, Vol. 17, No. 4, 2002b, S. 623 ff.
- Wagner, Helmut / Berger, Wolfram*: Financial Globalization and Monetary Policy, in: *DNB Staff Reports* No. 95, 2003.