

Gerhard Illing

Herausforderungen an die Europäische Zentralbank

Die Europäische Zentralbank (EZB) beginnt 1999 ihre Arbeit. Ihren Auftrag hat sie erhalten, die Mitglieder der Europäischen Währungsunion stehen fest. Dennoch sind einige wesentliche Fragen noch immer offen: Für welche geldpolitische Strategie soll sich die EZB entscheiden und wie kann sie sich Glaubwürdigkeit verschaffen?

Die Einführung einer einheitlichen Währung in Europa ist historisch ohne Beispiel – niemand kann vorhersagen, wie erfolgreich dieses Experiment sein wird. Manche malen ein recht düsteres Bild – insbesondere viele amerikanische Ökonomen sind äußerst skeptisch. Martin Feldstein¹, der Chef des National Bureau of Economic Research, prognostiziert gar ein jugoslawisches Szenario: Mit einer einheitlichen Währung sei das Ausbrechen von Konflikten in Europa fast unvermeidlich programmiert. Andere wiederum sehen den Euro als eine einmalige Chance für Europa als Aufbruch zu neuen Ufern. Wie auch immer das Experiment ausgehen wird, zunächst einmal erhöht der Euro die Unsicherheit auf den Märkten – er wirkt quasi als ein politisch verursachter Schock.

Zumindest für die Zukunft der Ökonomen sind politikinduzierte Schocks ja immer gute Nachrichten. Ihr Rat und Sachverstand ist stark gefragt; die Zeitungen sind täglich voll mit Spekulationen und Ratschlägen zum Euroland. Es bedeutet aber auch, daß die Europäische Zentralbank (EZB) nicht zu beneiden ist – sie steht vor erheblichen Herausforderungen. Wie soll sie den im Maastricht-Vertrag vorgegebenen Auftrag verwirklichen? Dies wirft eine Fülle von Fragen auf, vor allem folgende:

Kann eine einheitliche Geldpolitik in Europa überhaupt funktionieren?

Wie kann die EZB sich Glaubwürdigkeit verschaffen?

Welche geldpolitische Strategie soll sie wählen?

Das Europäische Währungsinstitut (EWI) als Vorläufer der EZB hat hervorragende Arbeit geleistet, um technisch optimale Voraussetzungen für einen glatten Start zu schaffen. Die geldpolitischen Instrumente sind bestens vorbereitet, das einheitliche Zahlungssystem TARGET gewährleistet europaweit einen reibungslosen Zahlungsverkehr. Die technischen Herausforderungen einer einheitlichen Geldpolitik sind somit weitgehend im Griff. Dagegen hat das EWI offen gelassen, ob die EZB als geldpolitische Strategie ein Inflationsziel oder eine Geldmengenstrategie verfolgen sollte. Mittlerweile zeichnet sich ab, daß zumindest am Anfang eine Mischstrategie verfolgt wird. Wie dies konkret umgesetzt wird, ist derzeit noch völlig offen.

Wirkung der Geldpolitik

Die wissenschaftliche Diskussion konzentriert sich momentan auf die Frage, ob eine einheitliche, Euroweite Geldpolitik überhaupt funktionieren kann. Konkret: Welche Konsequenzen hat ein einheitlicher Zins für den gesamten Euro-Raum? Sind große Spannungen nicht unvermeidlich, wenn die Konjunkturzyklen in den einzelnen Staaten divergieren? Doch selbst wenn die Konjunktur Euro-weit völlig synchron verlaufen würde, wirkt sich eine einheitliche Geldpolitik aufgrund stark divergierender Finanzierungsstrukturen in den einzelnen Staaten nicht völlig unterschiedlich aus? Kurz und prägnant: Lassen sich all die Bedürf-

Prof. Dr. Gerhard Illing, 42, ist Inhaber des Lehrstuhls für Wirtschaftstheorie an der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main und Associate Director des Center for Financial Studies (CFS) in Frankfurt am Main.

¹ Vgl. M. Feldstein: The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability, NBER Working Paper 6150, 1997.

nisse der verschiedenen Nationen im Euroraum überhaupt in eine einzige Konfektionsgröße pressen?

Letztlich geht es um die Frage nach dem Euro-weiten Transmissionsmechanismus. Welche Wirkung wird Geldpolitik im Euro-Land entfalten? Über die Antwort kann heute mangels Erfahrung nur spekuliert werden. Für Zentralbanker sind derartige Unsicherheiten im Prinzip freilich nichts Ungewöhnliches: Zentralbanken sind mächtige Institutionen, ihnen wird in allen Staaten weitreichender Einfluß auf die makroökonomische Performance zugemessen. Aber wie sich bestimmte geldpolitische Maßnahmen jeweils konkret auf Wirtschaftsaktivität und Inflationsrate auswirken, das läßt sich nur sehr vage abschätzen.

Vielen Ökonomen erscheint Geldpolitik überhaupt ein Rätsel: Wie können, so fragen etwa Vertreter des Real-Business-Cycle-Ansatzes, Änderungen des Zinssatzes für Tagesgeld, die ja nur einen verschwindend geringen Bruchteil des Gesamtvermögens einer Volkswirtschaft betreffen, einen so nachhaltigen Einfluß auf das gesamte Wirtschaftsgeschehen ausüben? Das erscheint ja so, als ob der Schwanz mit dem Hund wedelt. Auch traditionelle Keynesianer wie James Tobin argumentieren ähnlich: „Why does monetary policy work? How? It's a mystery, fully understood by neither central bankers nor economists.“²

Ganz so übel, wie es Tobin formuliert, steht es glücklicherweise weder um die Zentralbanker noch um die Ökonomen. Unter beiden herrscht zumindest Einigkeit bezüglich gewisser Standardkanäle, über die Geldpolitik ihre Wirkung auf die Wirtschaftsaktivität entfaltet. Ansatzpunkt ist die Steuerung der kurzfristigen Zinsen; der Geldmenge kommt dabei nur eine sehr untergeordnete Bedeutung zu. Eine Zinsänderung wirkt sich über zwei zentrale Kanäle aus: Den Nachfragekanal und den Erwartungskanal.

Zinseffekte

Nominale Zinssteigerungen dämpfen zunächst (mit gewisser Zeitverzögerung) über den Einfluß auf den Realzins die aggregierte Nachfrage. Nach weiteren Verzögerungen schlägt sich dieser Nachfrageeffekt über die Angebotsseite in einem Rückgang der Inflationsrate nieder. Dieser direkte Zinseffekt wird verstärkt durch den Kreditkanal (die Auswirkung von Zinsänderungen auf die Kreditverfügbarkeit) und den Wechselkurskanal (ein Zinsanstieg etwa bewirkt bei

starren Preisen eine reale Aufwertung und dämpft damit die Nettoauslandsnachfrage).

Aus diesen Zusammenhängen ergibt sich aber auch, daß sich unterschiedliche Finanzierungsstrukturen unterschiedlich auf die Transmissionsmechanismen auswirken: Eine Zinsänderung wirkt um so stärker auf die Wirtschaftsaktivität, je sensibler die Nachfrage gegenüber dem kurzfristigen Zinssatz ist. Die Transmissionskanäle dürften demnach am schnellsten in den Ländern reagieren, die durch eine gegenüber den Ländern außerhalb des Euro-Raums besonders offene Volkswirtschaft (wie Irland und Belgien), durch einen starken Anteil der Verschuldung, der über kurzfristige oder variable Zinsen finanziert ist (wie Italien und Österreich), und durch einen hohen Anteil privater Verschuldung gekennzeichnet sind. Je bedeutender diese Faktoren sind, um so schmerzlicher wird sich ein Zinsanstieg auf die Nachfrage auswirken und um so schneller werden dadurch inflationäre Entwicklungen gedämpft.

Zahlreiche ökonometrische Analysen versuchen, die Bedeutung dieser verschiedenen Nachfragekanäle zu quantifizieren – allerdings mit recht widersprüchlichen Ergebnissen. Umstritten ist zunächst einmal, inwieweit Geldpolitik den langfristigen Realzins überhaupt verändern kann. Dies hängt vor allem davon ab, wie die zukünftigen Inflationserwartungen tangiert werden. Deshalb kommt neben dem Nachfragekanal auch dem Erwartungskanal eine entscheidende Bedeutung zu. Über ihn beeinflusst die Geldpolitik die Inflationserwartungen; diese wiederum wirken verzögert über die Lohn- und Preisbildung auf die Inflation.

Die Transmissionskanäle sind allerdings keine starren Relationen, die eine präzise Feinsteuerung erlauben. Die exakten Mechanismen sind trotz umfangreicher ökonometrischer Analysen schwer abzuschätzen; sie ändern sich zudem im Zeitablauf. Lange und variable Verzögerungen, von Milton Friedman viel beschworen, sind ein wesentliches Charakteristikum des Zentralbankgeschäfts. Kontrollfehler und komplexe stochastische Wirkungsverzögerungen verzerren die Wirkung jeder geldpolitischen Maßnahme auf Produktion und Preise. Die Geldpolitik eignet sich deshalb nur begrenzt zur konjunkturpolitischen Feinsteuerung.

Das Problem der Lags wird aber keineswegs dadurch umgangen, daß die Zentralbank ganz darauf verzichten würde, reale Größen zu beeinflussen und sich allein auf die Bekämpfung der Inflation zu beschränken sucht. Weil die Inflationsrate entscheidend

² Vgl. J. Tobin: Monetary policy: recent theory and practise, in: H. Wagner (Hrsg.): Current issues in monetary economics, Heidelberg 1998.

über den Nachfragekanal und dessen Einfluß auf die Wirtschaftsaktivität bestimmt wird, kann sie von den Notenbanken nur unvollkommen kontrolliert werden.

Die heute ausgewiesene Preissteigerungsrate ist im wesentlichen bereits von Entscheidungen determiniert, die schon lange zurückliegen (etwa von Kontrakten, die in der Vergangenheit abgeschlossen wurden). Aktuelle geldpolitische Maßnahmen können nur die Inflationsrate der Zukunft (in etwa zwei Jahren) mit langen und variablen Verzögerungen mitbestimmen. Zudem wird der Wirkungszusammenhang durch eine Vielzahl exogener, nicht-monetärer Störfaktoren verzerrt, die während dieses langen Zeitraums auftreten. Solche Störungen lassen sich aber aufgrund der Lags in dieser Zeit nicht mehr korrigieren. Daraus ergeben sich zwei wichtige Implikationen:

Zum einen muß erfolgreiche Geldpolitik vorausschauend sein. Angesichts der Lags sollte sie auf neue Informationen unmittelbar reagieren. Möglichst präzise Prognosen über alle Faktoren, die sich auf die Inflation der nächsten Jahre auswirken könnten, sind entscheidende Grundlage für eine gute Politik.

Zum anderen machen diese Lags jede Erfolgskontrolle extrem schwierig: Will man die Politik der EZB an ihren Früchten erkennen, bedarf es langer Geduld – der Erfolg ist frühestens nach zwei Jahren meßbar, im Prinzip kann er eigentlich erst nach Durchlaufen mehrerer Konjunkturzyklen abgeschätzt werden.

Starke Unsicherheit?

In der Startphase werden die Unsicherheiten zweifellos zunehmen, weil durch den Wechsel zum Euro bekannte Wirkungszusammenhänge aufgelöst werden. Die starke Unsicherheit, mit der sich die EZB konfrontiert sieht, haben Dornbusch, Favero, Giavazzi³ besonders plastisch ausgedrückt mit der Formulierung: „Shooting at a moving target in the fog is no easy task!“

Angesichts solch trüber Aussichten stellt sich die Frage: Werden die Europäischen Zentralbanker wirklich nur im Nebel herumstochern? Manche dramatische Warnung könnte auch nur vom Bestreben geleitet sein, die eigenen Ratschläge damit um so stärker zu Gehör zu bringen. Die Konjunktur verläuft in den meisten Eurostaaten verhältnismäßig homogen. Ökonometrische Studien der Transmissionsmechanismen

in den verschiedenen Ländern liefern, wie so häufig, durchaus widersprüchliche Ergebnisse; insgesamt erweisen sich die Wirkungen aber trotz unterschiedlicher Strukturen als überraschend ähnlich⁴.

So unbekannt ist das europäische Terrain schließlich auch wieder nicht. Letztlich wurde ja bereits in der Vergangenheit europaweit eine mehr oder weniger einheitliche Geldpolitik betrieben – freilich von der Deutschen Bundesbank, mit einer starken Betonung deutscher Belange. Das wird sich ändern – die EZB wird eine europäische Politik betreiben, ausgerichtet an europaweiten Faktoren. Nationale Schocks werden sich nicht mehr durch die Geldpolitik abfedern lassen. Der Wegfall geldpolitischer Anpassungsinstrumente, die asymmetrische Nachfrageschocks stabilisieren könnten, wird paradoxerweise häufig gerade von denjenigen am meisten beklagt, die jeden Beitrag der Geldpolitik zur Stabilisierung negieren. Gemäß der Optimum-Currency-Area-Theorie von Mundell müssen in der Währungsunion andere Anpassungsmechanismen das entfallende Instrument substituieren. Flexiblere Arbeitsmärkte, auf denen Lohnanpassung als Schockabsorber wirkt, verstärkte Faktormobilität, nationale Fiskalpolitik oder Fiskaltransfers zwischen den Regionen sind als alternative Stabilisatoren denkbar.

Strukturelle Reformen erforderlich

Die Frage, ob Euro-Land die Bedingungen eines optimalen Währungsraums erfüllt, wurde in der Vergangenheit intensiv diskutiert. Populär ist der Vergleich mit den USA, der regelmäßig zu dem Schluß führt, daß diese Bedingungen wohl in den USA, keineswegs aber in Europa erfüllt seien. So eingängig die Argumente auch scheinen, bei einem solchen Vergleich ist Vorsicht angebracht: Eine gemeinsame Währung induziert zwangsläufig einen Regimewechsel hin zu mehr Flexibilität, und insofern erscheint das theoretische Argument zirkulär: Die Bedingungen sind in den USA eben gerade deshalb erfüllt, weil dort eine gemeinsame Währung existiert.

Das impliziert natürlich, daß ein Regimewechsel hin zu flexibleren Arbeitsmärkten erforderlich ist. Am Anfang ist also ein schmerzhafter Anpassungsprozeß zu erwarten. Die Einführung des Euro kann sicher nicht die Arbeitslosigkeit reduzieren, sie könnte sie zumindest kurzfristig zunächst einmal vielmehr durch-

³ Vgl. R. Dornbusch, C. Favero, F. Giavazzi: Immediate Challenges for the European Central Bank, in: Economic Policy, special issue, 1998, S. 15-64.

⁴ Vgl. R. Dornbusch, C. Favero, F. Giavazzi, a.a.O.; vgl. R. Ramaswamy, T. Sloek: The Real Effects of Monetary Policy in the European Union: What Are the Differences?, IMF Working Paper 97/160, Washington 1997.

aus verschärfen: Der vielgepriesene Hauptvorteil einer einheitlichen Währung – die Reduktion von Transaktionskosten – ist ja gleichbedeutend mit der Freisetzung von Arbeitskräften im Finanzsektor. Langfristig kommt es darauf an, ob dies durch dynamische Gewinne aufgrund der stärkeren Wettbewerbsdynamik überkompensiert wird.

Vielfach wird der Euro als Triebfeder eines ohnehin unabdingbaren Umstrukturierungsprozesses angesehen. Kompetitivere Märkte und transparentere Preise zwingen zu mehr Flexibilität und wirkten so als Katalysator für eine Strukturreform. Daran mag manches wahr sein, problematisch ist aber, daß bisher so lange nichts unternommen wurde, um Anpassungen in diese Richtung zu erleichtern – zumindest nicht in den Kernländern Deutschland und Frankreich, eher vielleicht noch in Italien und Spanien. Man könnte vermuten, daß die Fixierung auf die Einhaltung der Maastricht-Kriterien verhindert hat, daß strukturelle Reformen angepackt wurden.

Das Ziel der Preisstabilität

Die wirtschaftspolitische Diskussion hat sich bisher stark auf die Bedeutung asymmetrischer Schocks und von Asymmetrien im Transmissionsmechanismus konzentriert. Die starke Betonung von Unsicherheiten über die Wirkungskette des Nachfragekanals in Europa erscheint mir freilich verfehlt. Zum einen gehört solche Ungewißheit zum Alltagsgeschäft jedes Zentralbankers.

Zudem ist zu erwarten, daß sich die Transmissionsmechanismen in den Euro-Ländern angleichen. Nationale Unterschiede sind ja nicht gottgegeben, sondern spiegeln die Reaktion der Wirtschaftssubjekte auf unterschiedliche nationale Politiken wider (so ist etwa der hohe Anteil kurzfristiger Verschuldung in Italien und England nicht zuletzt eine Konsequenz der Inflationserfahrung in diesen Ländern in der Vergangenheit). So gesehen, führt eine einheitliche Geldpolitik zur Konvergenz bezüglich der Wirkungsweise der Geldpolitik.

Letztlich ergibt sich die entscheidende Herausforderung der EZB in der Startphase nicht aus der Wirkungskette des Nachfragekanals, sie liegt vielmehr im Management des Erwartungskanal: Wie werden die Marktteilnehmer die Bereitschaft der EZB einschätzen, für Preisstabilität zu sorgen? Eine Vielzahl von Argumenten spricht dafür, daß die EZB eine stark stabilitätsorientierte Politik betreiben wird – ganz dem weltweiten Trend fast aller Zentralbanken folgend. Die Kapitalmärkte sind davon mittlerweile weitgehend überzeugt. Die Zusammensetzung des neuen Zentral-

bankdirektoriums mit altbewährten Gesichtern, die in den vergangenen Jahren europaweit für einen bemerkenswerten Rückgang der Inflationsraten sorgten, wirkt enorm beruhigend; gewisse anfängliche Irritationen über den politischen Gesundheitszustand des Zentralbankchefs konnten daran nichts ändern.

Nun sind Kapitalmärkte ja sehr kurzfristig orientiert; ihre Stimmung kann schnell umschlagen. In der Öffentlichkeit jedenfalls herrschen derzeit immer noch starke Zweifel im Hinblick auf die Glaubwürdigkeit der EZB. So stellt sich insbesondere die Frage, inwieweit das neu zusammengesetzte Gremium bereit ist, politischen Pressionen zu widerstehen. Wie kann die EZB die Öffentlichkeit davon überzeugen, daß sie für Preisstabilität sorgen wird? Aus informationsökonomischer Perspektive handelt es sich hier um ein Signalling-Problem.

Weil die EZB – im Gegensatz zur Fed oder zur Bundesbank – nicht auf eine lange Periode erfolgreicher Stabilitätspolitik verweisen kann, ist ihr der Weg versperrt, anhand der eigenen Erfolgsbilanz die Inflationserwartungen der Öffentlichkeit zu lenken. Die Früchte ihrer Politik lassen sich aufgrund der langen Wirkungsverzögerungen erst viel später messen. Am Anfang kann sie deshalb nur durch richtige Worte (eine möglichst transparente Strategie) und durch richtige Taten (ein angemessenes Zinsniveau) überzeugen.

Letztlich hat die EZB somit zwei Alternativen: Sie kann zum einen versuchen, in der Startphase ihre Härte durch eine restriktive Zinspolitik zu beweisen. Je größer die anfängliche Unsicherheit (je geringer ihre Ausgangsreputation), desto schärfer muß sie zunächst reagieren (desto härtere Taten müssen folgen). Der zweite Weg besteht darin, durch die Ankündigung einer möglichst transparenten Strategie die Öffentlichkeit von vornherein von ihrer hohen Glaubwürdigkeit zu überzeugen. Die beiden Alternativen sind nicht unbedingt komplementär, sondern durchaus substitutiv: Je transparenter die geldpolitische Strategie, um so eher ließe sich in der Startphase ein harter Kurs vermeiden.

Harter Kurs in der Startphase?

Die anfängliche Unsicherheit bedeutet spieltheoretisch: Die wahre Zielfunktion der Zentralbank ist der Öffentlichkeit nicht exakt bekannt. Selbst wenn die Zentralbank formal unabhängig ist, wird ganz sicher versucht werden, Einfluß auf die geldpolitischen Entscheidungen zu nehmen. Ob und in welchem Umfang das Zentralbankgremium solchem Druck widerstehen wird, muß sich erst erweisen. Wir wissen nicht genau,

in welchem Ausmaß die Zentralbanker politischem Druck nachgeben. Es liegt eine Situation asymmetrischer Information vor.

Gerade in der Anfangsphase mag ein starker Ansporn bestehen, sich als neu geschaffenes Gremium besonders stark am Ziel der Preisstabilität zu orientieren, um so (zur Vermehrung des eigenen Prestiges) die Unabhängigkeit gegenüber den Interessen der Auftraggeber zu beweisen

Natürlich ließe sich diese Unsicherheit vermeiden, wenn die Zentralbank der Öffentlichkeit ihre wahre Zielfunktion übermitteln könnte. Das Problem besteht aber darin, daß die Zentralbank immer daran interessiert ist, die Inflationserwartungen niedrig zu halten. Selbst wenn ein starkes Interesse an der Stimulierung des Wachstums besteht, wäre es vorteilhaft, sich als Wolf im Schafspelz zu tarnen, um dann später um so wirkungsvoller eine expansive Politik durchsetzen zu können. Es besteht also ein starker strategischer Anreiz, die wahre Zielfunktion zu verschleiern. So ist es nur natürlich, daß rein verbalen Aussagen, solange sie mit keinen realen Konsequenzen verbunden sind, wenig Glaubwürdigkeit zugemessen werden.

Anders verhält es sich, wenn geldpolitische Maßnahmen mit realen Konsequenzen verbunden sind – wenn also, um mit den Worten von Konrad Adenauer zu sprechen, die Zentralbank ihr Fallbeil über die Konjunktur senkt. Restriktive Maßnahmen können in glaubwürdiger Weise Signale übermitteln, weil sie mit Kosten verbunden sind. Das tatsächliche Verhalten gibt Aufschluß über die konkreten Ziele und damit über die in der Zukunft verfolgte Politik.

Die informationsökonomische Analyse macht dabei eine eindeutige, recht robuste Prognose: Der Versuch, sich Reputation aufzubauen, hat zur Konsequenz, daß im Durchschnitt eine restriktivere Politik betrieben wird als bei vollständiger Information⁵. Die Intuition hinter dieser Aussage ist verhältnismäßig einfach; sie entspricht zudem vielen Beobachtungen in der Realität: Die ersten Entscheidungen neu ernannter Zentralbanker oder neuer Gremien, wenn sie überhaupt informativ sind, fallen meist im Sinne einer restriktiveren Politik aus. Ein gutes Beispiel etwa war die Zinserhöhung, die das neu geschaffene Monetary Policy Committee in England auf seiner ersten Sitzung beschlossen hat.

Der Grund dafür läßt sich anhand einer einfachen

strategischen Überlegung klar machen: Ein laxes Gremium kann sich nur durch eine harte Reaktion Reputation verschaffen; und die einzige Chance eines harten Gremiums, sich als wahrhaft hart zu erweisen, besteht in einer noch viel schärferen Reaktion. Beide Argumente sprechen dafür, daß zumindest in der Startphase die europäische Zentralbank eine entsprechend restriktive Politik verfolgen wird. Zweifellos wird die EZB in der Startphase jeden Eindruck zu vermeiden suchen, der Inflation gegenüber zu lasch zu reagieren.

Die Zinsschraube anzusetzen, nur um sich Respekt zu verschaffen – das verspricht nicht gerade ein rosiges Szenario: Eine restriktive Politik mag zwar die Glaubwürdigkeit erhöhen. Sie würde aber in den Kernländern Frankreich und Deutschland das zarte Pflänzchen der mühsam anspringenden Konjunktur austrocknen und brächte so einen weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit in Europa. Rigorose Verfechter der Preisstabilität mögen sich daran zwar erfreuen, es wäre aber kein allzu glorioser Start der EZB.

Inflationsrate als Zielgröße

Ein anderer Weg erscheint deshalb viel erfolgversprechender: Die EZB kann sich am besten dadurch Glaubwürdigkeit verschaffen, daß sie sich von vornherein auf eine offene, transparente geldpolitische Strategie verpflichtet. Die EZB steht vor der Alternative, das Konzept der Geldmengensteuerung der Bundesbank zu übernehmen oder die Inflationsrate direkt als Zielgröße einzusetzen – dem Beispiel Neuseelands, Englands und Schwedens folgend.

Aus theoretischer Sicht unterscheiden sich beide Konzepte dramatisch. Lange Zeit tobte ein heftiger Streit zwischen den Protagonisten der Geldmengenstrategie und Verfechtern des Inflationsziels. In der wissenschaftlichen Diskussion scheint dieser Streit schon lange zugunsten des Inflationsziels entschieden. In der Praxis sind Unterschiede zwischen beiden Konzepten jedoch kaum feststellbar, der Entscheidung kommt allerdings eine wichtige Signalfunktion zu.

Welche theoretischen Argumente sprechen für das Inflationsziel? Benjamin Friedmans⁶ Analyse der Geldpolitik als stochastisches Kontrollproblem zeigt klar, daß die Orientierung an einem Endziel im allgemeinen der Verwendung von Zwischenzielen überlegen ist. Die dahinterstehende Überlegung ist recht simpel:

⁵ Vgl. G. Illing: Gradualism vs Cold Turkey – How to establish credibility for the ECB, Volkswirtschaftliche Diskussionbeiträge Nr. 93, Universität Frankfurt 1998.

⁶ Vgl. B. Friedman: Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 17 (1975), 1, S. 443-473.

Will die Zentralbank ihren Auftrag „Preisstabilität“ erfüllen, so bedeutet dies nichts anderes als die Inflationsrate auf einem bestimmten niedrigen Niveau zu halten. Das exakte Niveau (bzw. die Bandbreite innerhalb derer die Inflationsrate schwanken darf) kann – wie etwa in Neuseeland oder England – vom Parlament direkt als Norm vorgegeben werden; sie mag aber auch von der Zentralbank selbst als Konkretisierung eines verbalen Auftrags formuliert werden, wie er im Maastricht-Vertrag verbindlich vorgegeben wurde. Ist dieses Endziel gegeben, sollte die Zentralbank alles in ihrer Macht Stehende tun, um das Ziel tatsächlich zu realisieren. Insbesondere müssen dazu alle potentiell verfügbaren Informationen ausgenutzt werden. Deuten entsprechende Signale an, daß das Ziel gefährdet ist, sollte ein rechtzeitiges Gegensteuern eine Zielverfehlung verhindern.

Orientiert sich die Notenbank dagegen an einem Zwischenziel, so setzt sie ihre Instrumente ausschließlich dazu ein, das anfangs formulierte Zwischenziel zu stabilisieren. Sie verhält sich quasi so, als ob das Zwischenziel ihr Endziel wäre. Würde eine solche Politik strikt durchgeführt, dann müßte jedes Überschießen der Geldmengenentwicklung durch eine entsprechende Gegenreaktion der Instrumente korrigiert werden. Umgekehrt erfolgt keinerlei Reaktion, solange die Geldmenge entsprechend den Vorgaben wächst, selbst wenn andere Indikatoren auf ein inflationäres Potential hindeuten würden.

Geldmengensteuerung keine optimale Strategie

Wird Geldpolitik als Problem optimaler stochastischer Kontrolle verstanden, spricht wenig dafür, eine solche Zwischenzielpolitik zu betreiben, statt sich direkt am Endziel zu orientieren. Nur für den Spezialfall nämlich, daß das Wachstum der Geldmenge der beste Schätzer der Inflationsentwicklung ist, entspricht die Geldmengensteuerung der optimalen Strategie. Liefern darüber hinaus aber andere Indikatoren noch wesentliche Informationen für die Inflationsentwicklung, so wäre eine Politik, die sich allein am Zwischenziel orientiert und damit auf wichtige Informationen verzichtet, offensichtlich ineffizient. Sie könnte zu gravierenden Fehlentscheidungen führen. Angesichts der Instabilität der Geldnachfrage, die in den meisten Ländern in den vergangenen Jahrzehnten beobachtet wurde, ist die Politik der Geldmengensteuerung weltweit mittlerweile stark diskreditiert.

Eine Studie von Benjamin Friedman⁷ zeigt eindringlich, daß der traditionell stabile Zusammenhang zwischen Geldmengenwachstum und Output- und Preisentwicklung im letzten Jahrzehnt – etwa aufgrund von Finanzinnovationen – zusammengebrochen ist. Daran konnte der Wechsel zu immer neuen Geldmengenaggregaten ebenso wenig etwas ändern wie die Berücksichtigung des Finanzvermögens als zusätzliche Erklärungsvariable. Ähnliche Erfahrungen haben auch Zentralbanken anderer Staaten wie Großbritannien, Schweden und Neuseeland veranlaßt, auf eine Geldmengensteuerung zu verzichten.

Einzig die Bundesbank beharrt – zumindest in ihren offiziellen Verlautbarungen – auf diesem Konzept, die Kontinuität ihrer Politik seit dem Zusammenbruch von Bretton Woods betonend. De facto verfolgte sie freilich schon immer eine sehr pragmatische Politik. Sie zeichnet sich dadurch aus, daß sie sich gerade nicht starr und engstirnig an der Geldmenge orientierte⁸. Insofern ist der Verweis auf die Stetigkeit ihrer Politik durchaus berechtigt. Seit dem Verkünden von Geldmengenzielen hat sie ihre selbstgesteckten Ziele nur in der Hälfte aller Fälle wirklich eingehalten (in jüngster Zeit verbesserte sich ihre Erfolgsbilanz allerdings wieder).

Ganz anders die Fed in den USA: Sie versuchte in der Zeit von 1979 bis 1982 die Geldmenge stur zu steuern – eine Politik, die in einer entsprechend hohen Volatilität der Zinsen resultierte und deshalb rasch wieder aufgegeben wurde. Seitdem steuert die Fed den kurzfristigen Zins – angesichts von Instabilitäten der Geldnachfrage eine viel effizientere, weltweit verfolgte Strategie.

Im Gegensatz zur Fed hat die Bundesbank von vornherein nicht versucht, ein starres Korsett der reinen Geldmengensteuerung in der Praxis durchzuziehen. Von überzeugten Verfechtern des Monetarismus wurde sie für ein solches Abweichen von der reinen Lehre heftig gerügt. Umgekehrt wurde von all denen, die ihren Verlautbarungen Glauben schenkten, vielfach kritisiert, sie halte starrsinnig am Geldmengenkonzept fest. Amerikanische Ökonomen haben erst in jüngster Zeit in ökonometrischen Analysen erstaunt zur Kenntnis genommen, daß die Entwicklung der Geldmenge für das Verhalten der Bundesbank – allen offiziellen Statements zum Trotz – nur wenig Erklärungsgehalt besitzt⁹. Der legendäre Ruf der Bun-

⁷ Vgl. ders.: The Rise and Fall of Money Growth Targets as Guidelines for U.S. Monetary Policy, NBER Working Paper 5465, 1996.

⁸ Vgl. T. Laubach, A. Posen: Disciplined Discretion: Monetary Targeting in Germany and Switzerland, Essays in International Finance, 206, Princeton University 1997.

desbank beruht letztlich auf ihrem Erfolg bei der Inflationsbekämpfung, kaum auf ihrer Geldmengenstrategie.

Eine transparente Strategie

Warum dann der ganze Streit um die richtige geldpolitische Strategie? Das Problem liegt darin, daß eine direkte Inflationssteuerung faktisch nicht durchführbar ist. Grund dafür sind die schon mehrfach angesprochenen langen Lags zwischen geldpolitischem Handeln und der Wirkung auf die Inflationsrate. Die Zeitverzögerungen machen jede Erfolgskontrolle extrem schwierig. Gerade in der Anfangsphase muß die EZB jedoch stark daran interessiert sein, der Öffentlichkeit bereits frühzeitig verlässliche Signale über ihre Politik zu vermitteln – ihre Politik muß transparent sein. Unter diesem Gesichtspunkt erscheint die Verwendung von Zwischenzielen in neuem Licht: Ein Zwischenziel kann als Informationsvariable dienen – als Kommunikationsinstrument, das der Öffentlichkeit die Beurteilung des geldpolitischen Handelns erleichtert.

Der Vorteil des Zwischenziels Geldmengenwachstum besteht aus dieser Sicht darin, einen Standard festzulegen, der bei Abweichungen einen expliziten Rechtfertigungszwang auslöst. Weicht die Geldmenge vom vorher verkündeten Standard ab, besteht ein eindeutiger Zwang, die Gründe für die Verfehlung explizit zu machen. Die Zentralbank muß somit alle Faktoren dokumentieren, die für eine Revision ihrer Politik maßgeblich waren. Von manchen Beobachtern wird die Strategie der Bundesbank gerade als ein solches Kommunikationsinstrument interpretiert. Es scheint ihr erfolgreich gelungen zu sein, Abweichungen jeweils plausibel durch entsprechende Sonderfaktoren zu begründen. Umgekehrt besteht freilich auch dann Rechtfertigungsbedarf, wenn zwar die Geldmenge im vorgesehenen Rahmen bleibt, andere Faktoren aber eine Zinsanpassung notwendig machen.

Verständlicherweise plädiert die Bundesbank dafür, daß auch die EZB die Geldmenge als Zwischenziel verwenden sollte – auf diese Weise könnte die Kontinuität der Politik betont werden; die legendäre Reputation der Bundesbank ließe sich somit direkt auf die EZB übertragen. Das Problem ist freilich, daß die Ausgangssituation der EZB eine ganz andere ist als bei der Deutschen Bundesbank; deshalb könnte es gefährlich sein, daran anzuknüpfen.

Inflationsprognose als Zwischenziel

Welche Alternative zur Geldmenge bietet sich als Zwischenziel an? Verfechter des Inflationsziels sehen in der Inflationsprognose das ideale Zwischenziel. Liegt die prognostizierte Inflationsrate über der Zielgröße bzw. dem Zielkorridor, ist dies ein eindeutiges Signal dafür, daß eine restriktivere Politik nötig ist. Ergreift die Zentralbank keine entsprechenden Korrekturmaßnahmen, kann die informierte Öffentlichkeit Abweichungen unmittelbar überprüfen und sanktionieren¹⁰.

Die Bank of England orientiert sich seit 1992 an der Inflationsprognose. Sie veröffentlicht vierteljährlich einen umfangreichen Inflation Report, in dem auch detaillierte, mit Hilfe komplexer ökonomischer Modellanalysen erstellte Prognosen über die Inflationsentwicklung dargelegt werden. Statt nur den Erwartungswert anzugeben, wird – analog zu modernen Wetterprognosen – die gesamte Verteilungsfunktion über mögliche Abweichungen dargestellt¹¹. In gewisser Weise sind die vierteljährlichen Inflation Reports eine Verfeinerung der Kommunikationsstrategie der Bundesbank. Sie bedienen sich modernster ökonomischer Methoden, um die Öffentlichkeit über geldpolitische Zusammenhänge aufzuklären.

Verfechter des Inflation Targeting wie der schwedische Ökonom Lars Svensson¹² argumentieren, daß die Inflationsprognose die Vorzüge einer effizienten wie zugleich auch transparenten Strategie in idealer Weise miteinander kombiniert. Die explizite Diskussion der Inflationsprognose erleichtert der Öffentlichkeit das Verständnis der Geldpolitik; zudem werden alle relevanten Informationen in die Entscheidung einbezogen. Im Gegensatz dazu, so Svensson, besteht bei der Geldmengenstrategie ein unentrinnbares Dilemma zwischen Effizienz und Transparenz: Eine strikte, lehrbuchmäßige Geldmengenstrategie, die das angekündigte Geldmengenziel starr einzuhalten sucht, wäre zwar transparent, aber auch extrem ineffizient: Solch ein starres Festhalten an vormals angekündigten Wachstumsraten widerspricht in der Regel einer vernünftigen, optimalen Politik. Soll die Politik der Notenbank dagegen effizient sein, müßte sie das Geldmengenziel je nach aktueller Information in einem wenig transparenten Prozeß revidieren.

¹⁰ Vgl. G. Illing: Theorie der Geldpolitik, Berlin/Heidelberg 1997.

¹¹ Vgl. A. G. Haldane: Some Issues in Inflation Targeting, Working Paper 74, Bank of England 1998.

¹² Vgl. L. Svensson: Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule, Working Paper, Stockholm 1998.

⁹ Vgl. B. Bernanke, I. Mihov: What does the Bundesbank Target? in: European Economic Review, 1997; vgl. R. Clarida, M. Gertler: How the Bundesbank Conducts Monetary Policy, in: Ch. D. Romer, D. H. Romer (Hrsg.): Reducing Inflation: Motivation and Strategy, The University of Chicago Press, Chicago 1997.

Qualität der Inflationsprognose

Svenssons Sichtweise suggeriert, die Inflationsprognose sei ein transparenter, von allen leicht nachprüfbarer Prozeß, während jeder Begründung einer Abweichung vom früher festgelegten Geldmengenziel Willkürcharakter anhaftet. Bei näherer Betrachtung könnte man freilich ebenso umgekehrt argumentieren: Die Inflationsprognose basiert ja auf einem viel komplexeren (und damit weniger durchschaubaren) Prozeß als die Strategie der Geldmengensteuerung. Sie orientiert sich von vornherein an einer Vielzahl verfügbarer Informationsvariablen, denen je nach aktueller Bedeutung eine unterschiedliche Gewichtung zugemessen wird. Der Mechanismus wäre nur dann transparent, wenn die publizierten Prognosen von der Zentralbank nicht manipuliert werden könnten.

Denkbar wäre etwa, daß externe Institutionen (die berühmten Zentralbank-watcher – seien es wirtschaftswissenschaftliche Experten oder private Rating-Agenturen) die Prognosequalität anhand eigener Berechnungen bewerten. Die Zentralbank muß sich aber bei ihrer Politik an den eigenen Prognosen orientieren; sie darf sich nicht von externen Prognosen leiten lassen. Andernfalls besteht die Gefahr multipler Gleichgewichte und potentieller Instabilitäten, weil sich Feedback-Effekte zwischen den Inflationserwartungen privater Wirtschaftssubjekte und der Zentralbankpolitik ergeben könnten¹³.

Grundsätzlich könnte auch eine umfassende Dokumentation all der Sonderfaktoren, die ein Abweichen vom festgelegten Geldmengenziel erfordern, die gleiche Transparenz wie eine Inflationsprognose erreichen. Falls neue Informationen eine Zielabweichung signalisieren und eine Revision der Geldpolitik erforderlich machen, wäre es ja letztlich gleichgültig, ob der Öffentlichkeit die Ursachen anhand der Revision der Inflationsprognose detailliert bekanntgegeben werden oder durch Erläuterung von Sonderfaktoren, die eine Revision des Geldmengenziels erfordern.

Überspitzt formuliert könnte man sagen: Das Verhalten der Bundesbank ist de facto das erfolgreichste Beispiel einer cleveren Inflation-Targeting-Strategie. Die jährliche Festlegung der Wachstumsrate der Geldmenge anhand der Quantitätsgleichung basiert zwangsläufig auf einem Inflationsziel: die Preisnorm (vor 1984 als unvermeidliche Inflationsrate bezeichnet) spielt eine entscheidende Rolle bei der Bemessung

des „angemessenen Geldmantels“. Zunächst lag der normative Preisanstieg bei 2%, 1997 wurde er auf 1,5 bis 2% reduziert¹⁴. Ebenso erfordert die Geldmengenstrategie eine Prognose über das Outputwachstum: Um die Wachstumsrate des Produktionspotentials bestimmen zu können, muß die Zentralbank eine Vorstellung über die NAIRU entwickeln.

Wenn aber in der Praxis zwischen den Ansätzen ein Unterschied kaum erkennbar ist, erweist sich dann die ganze Diskussion um die geeignete geldpolitische Strategie nur als ein Scheingefecht? Bei näherer Betrachtung zeigen sich doch diffizile Unterschiede: Sie lassen sich auf die Frage zurückführen, ob Angebots- oder Geldnachfrageschocks dominieren.

Die Bedeutung von Angebotsschocks

Angesichts von Angebotsschocks kann die Geldmengenstrategie politökonomische Vorteile mit sich bringen: Sie enthält ja implizit ein Element automatischer Stabilisierung von Angebotsschocks. Ein striktes Inflationsziel würde dagegen auf Angebotschocks überhaupt nicht reagieren. Keine Zentralbank der Welt kann sich freilich leisten, solche Schocks zu ignorieren; sie würde unter starken Rechtfertigungszwang geraten¹⁵. In der Praxis wird beim Inflation-Targeting Flexibilität erreicht, indem die Effekte von Angebotsschocks durch entsprechende Abgrenzung aus der Zielrate (der zugrundeliegenden Inflationsrate) einfach herausgerechnet werden (wie Energiepreise, Erhöhung indirekter Steuern). Zudem wird die Zeitspanne bis zum Erreichen der vorgegebenen Inflationsrate entsprechend angepaßt.

Das Festlegen der richtigen Zeitspanne hängt sehr stark davon ab, welches Gewicht der Output- bzw. Beschäftigungsstabilisierung zugemessen wird. Besteht in der Gesellschaft darüber weitgehend Einigkeit, wäre dies nicht weiter problematisch: Ein flexibler Zeitrahmen wäre dann nur Ausdruck einer transparenten Strategie. Er macht transparent, daß die Zentralbank nicht allein für Preisstabilität sorgt, sondern (implizit) immer auch Beschäftigungsschwankungen im Auge hat.

Jede Zentralbank ist sich dessen bewußt; trotzdem leugnen Zentralbanker in der Regel diese Tatsache vehement. Mit Transparenz ist ein solches Vorgehen schwer zu vereinbaren; allein politökonomische Argumente könnten es rechtfertigen: Die Zentralbank ne-

¹⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1996.

¹⁵ Vgl. M. King: Changes in UK monetary policy: Rules and discretion in practice, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 39 (1997), 1, S. 81-97.

¹³ Vgl. B. Bernanke, M. Woodford: Inflation Forecasts and Monetary Policy, in: Journal of Money, Credit and Banking, 1997.

giert jeden Einfluß ihrer Maßnahmen auf die Arbeitslosigkeit, um so nicht unter politischen Druck zu geraten, Mitverantwortung für die Arbeitslosenrate zu übernehmen. Dieses Argument übersieht freilich, daß Transparenz gerade dazu beitragen kann, die Akzeptanz für die Geldpolitik in der Öffentlichkeit zu erhöhen. Schließlich wirken Maßnahmen zur Preisstabilisierung bei Nachfrageschocks zugleich immer auch beschäftigungsstabilisierend. Umgekehrt läßt sich bei Angebotsschocks ein kurzfristiger Trade-off zwischen Preis- und Beschäftigungsstabilität nicht leugnen. Ob die Geldmengenstrategie die Gefahr politischer Pressionen reduzieren kann, indem sie diesen Zusammenhang weniger explizit macht, erscheint durchaus fraglich.

Schwankungen der Geldnachfrage

Die Geldmengenstrategie gerät immer dann in Schwierigkeiten, wenn Schwankungen der Geldnachfrage dominieren. Ein Großteil von Umschichtungen zwischen verschiedenen Anlageformen wird gar nicht erst nachfragewirksam (sei es durch den verstärkten Gebrauch von elektronischem Bargeld oder durch einen Wechsel in innovative Anlageformen, die von der Geldmengendefinition nicht erfaßt werden). Die Inflationsprognose bleibt von solchen Bewegungen unberührt und das Geldangebot würde sich bei einer Zinssteuerung automatisch an die veränderte Nachfrage anpassen. Im Gegensatz dazu muß das Geldmengenziel unter solchen Bedingungen jeweils revidiert werden.

Starke Instabilitäten der Geldnachfrage – etwa aufgrund von Innovationen im Finanzsektor – waren ausschlaggebend für die weltweit zu beobachtende Abkehr von der Geldmengenstrategie. Ob die Geldmengenentwicklung im Euro-Land stabiler sein wird als in anderen Regionen, bleibt abzuwarten. Ökonometrische Analysen aufgrund von Daten aus der Vergangenheit legen zwar den Schluß nahe, daß auf europäischer Ebene die Geldnachfrage stabiler sein wird, als sie in den einzelnen Staaten war – stabiler sogar als in Deutschland. Doch diese Berechnungen in die Zukunft zu extrapolieren, wäre reine Spekulation.

Einerseits entfallen im Euro-Land all die Nachfrageschocks, die auf dem Umschichten zwischen Geldanlagen innerhalb Europas (etwa von Deutschland nach Luxemburg und zurück) beruhen. Andererseits wirkt die Einführung des Euro als eine Finanzinnovation par excellence. Umschichtungen mit entsprechenden Instabilitäten sind also gerade in der Startphase nicht auszuschließen. So dürfte gerade in der Anfangsphase mit Parallelwährung Bargeld stark durch Elec-

tronic cash substituiert werden. Es wäre riskant, darauf zu wetten, daß sich das gute Szenario realisiert.

Nun ist die Bundesbank ja trotz oder besser gerade wegen des Verfehlens der selbst gestellten Geldmengenziele sehr erfolgreich gewesen. Zyniker könnten sagen, daß ihr Erfolgsgeheimnis gerade im eigenen Versagen begründet ist. Das Problem ist, daß ein solch paradoxer Erfolg sich kaum kopieren läßt.

Ist das Modell „Bundesbank“ übertragbar?

Es wäre erstaunlich, wenn eine allzu häufige Revision die Glaubwürdigkeit der Strategie nicht beschädigen würde. Je häufiger Abweichungen auftreten, desto skeptischer dürfte die Öffentlichkeit reagieren. Die gleichen Leute, die heute die Bundesbank ob ihrer Cleverness bewundern, wenn sie sich selbst bei einem drastischen Überschießen der Geldmenge nicht aus der Ruhe bringen läßt, und es ihr immer wieder gelingt, die Entwicklung durch Sonderfaktoren zu begründen, – genau die gleichen Leute werden vermutlich „Zeter und Mordio“ schreien, sobald die Europäische Zentralbank ähnlich reagiert.

Aus diesen Gründen ist es für die EZB riskant, sich auf eine Geldmengenstrategie einzulassen. Dies erkennend will die EZB das Geldmengenziel um eine mehr oder weniger explizite Inflationsprognose ergänzen. Dabei besteht zwangsläufig die Gefahr, daß die beiden Zwischenziele widersprüchliche Informationen liefern. In gewisser Weise erinnert dieses Vorgehen an die altbewährte Taktik innerhalb der Europäischen Union, durch Kompromisse allen Interessen irgendwie gerecht zu werden – für Geldpolitik nicht unbedingt ein erfolgversprechendes Fundament.

Nun mögen ja erfahrene Zentralbanker genügend Flexibilität aufweisen, um die eigene Politik der Öffentlichkeit immer als Erfolg zu verkaufen – je mehr Zwischenziele formuliert werden, desto höher ist schließlich die Wahrscheinlichkeit, daß wenigstens eines davon erreicht wird. Eine solche Taktik kann sich aber auch als Schuß nach hinten erweisen: Wird sie als Versuch interpretiert, Fehler zu verschleiern, leidet zwangsläufig die Glaubwürdigkeit.

Transparenz als Verpflichtung

Deshalb sollte die Umsetzung der geldpolitischen Strategie ein Maximum an Transparenz ermöglichen. Die Verpflichtung auf eine explizite Inflationsprognose wäre ein Signal, für entsprechende Transparenz zu sorgen. Mit der Verpflichtung, geldpolitische Entscheidungen durch das Offenlegen der zugrundeliegenden Kriterien und aller relevanten Informationen berechen-

bar zu machen, wäre zugleich all denen der Wind aus den Segeln genommen worden, die ein Demokratie-defizit der EZB beklagen. Die transparente Erläuterung der eigenen Politik ist die vielleicht wichtigste Herausforderung in der Startphase der EZB.

Erfahrungsgemäß fällt es Zentralbankern besonders schwer, eine transparente Politik zu betreiben. Sie scheinen es zu genießen, sich eine Aura der Unfehlbarkeit zu schaffen, um so kritische Diskussionen über die eigene Politik möglichst zu unterbinden. Milton Friedman¹⁶ formulierte dies folgendermaßen: „From revealed preference, I suspect that by far and away the two most important variables in the central bankers loss function are avoiding accountability on the one hand and achieving public prestige on the other.“

Diese Aussage von Friedman liegt fast zehn Jahre zurück. Mittlerweile hat sich viel geändert. Heute geht der Trend unter den Zentralbanken weltweit eindeutig zu mehr Transparenz und Accountability. Die EZB kann sich diesem Trend nicht verschließen; ganz im Gegenteil: Sie ist in besonderem Maße darauf angewiesen, die Unterstützung der relevanten Öffentlichkeit durch möglichst große Offenheit zu gewinnen. Es ist zu befürchten, daß die Wahl einer Mischstrategie einen solchen Weg erschwert. Entscheidend muß deshalb sein, der Öffentlichkeit von Anfang an klar zu machen, daß das Zwischenziel „Geldmengenwachstum“ nicht mehr bedeutet als das Festlegen eines Standards. Der wesentliche Zweck dieses Standards liegt im Begründungszwang bei einem Abweichen.

Es sollte ausgeschlossen sein, daß ein solches Abweichen als geldpolitisches Versagen interpretiert werden kann. Genauso wenig darf der Eindruck entstehen, die Begründung für Zielabweichungen sei arbiträr und diene nur dem Vertuschen von Fehlern. Deshalb wird die EZB gar nicht darum herumkommen, so exzellente Inflationsprognosen wie nur möglich zu erstellen. Dazu bedarf es natürlich eines entsprechend großen, hoch qualifizierten Stabs von Mitarbeitern. Schon das Eigeninteresse der Frankfurter Zentrale, nicht schlechter informiert zu sein als die nationalen Zentralbanken, wird für einen entsprechenden Ausbau der Abteilungen sorgen. Für genügend Jobs für Volkswirte ist somit auf jeden Fall gesorgt.

Zweifellos muß verhindert werden, daß politische Interessengruppen Druck auf die EZB ausüben. Dies läßt sich aber nicht erreichen, indem der Entscheidungsprozeß der EZB aus Furcht vor Fehlern intransparent bleibt, um ihn so allen Kritikmöglichkeiten zu entziehen. Der beste Weg dazu besteht vielmehr in einer nachvollziehbaren Politik. Je detailliertere Informationen die Zentralbank liefert, desto weniger angreifbar wird sie.

Die EZB wird von der informierten Öffentlichkeit von Anfang an kritisch unter die Lupe genommen. Nicht nur die Finanzmärkte werden sie genau beobachten; auch eine große Zahl wissenschaftlicher Institutionen begleitet ihren Weg mit kritischen Augen. Eine klare, berechenbare Politik ist der sichere Garant dafür, die Unterstützung dieser Öffentlichkeit zu gewinnen. Transparenz und Accountability macht die EZB nicht angreifbar, sondern stärkt im Gegenteil ihre Unabhängigkeit gegenüber dem Druck politischer Partikularinteressen.

¹⁶ M. Friedman, zitiert nach S. Fischer: Rules versus Discretion in Monetary Policy, in: B. M. Friedman, F. H. Hahn (Hrsg.): Handbook of Monetary Economics, Vol. 2, North Holland, Amsterdam u.a.O. 1990.

HERAUSGEBER: HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: N. N., Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Eckart Scharrer). <http://www.hwwa.uni-hamburg.de>

Geschäftsführend: Dr. Otto G. Mayer

REDAKTION:

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Susanne Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Dipl.-Vw. Cora Wacker-Theodorakopoulos, Helga Wenke, Dipl.-Vw. Irene Wilson, M.A.

Anschrift der Redaktion: Neuer Jungfernstieg 21, 20347 Hamburg, Tel.: (0 40) 35 62 306/307

Verantwortlich für den Inhalt des HWWA-Konjunkturforums: Dr. Eckhardt Wohlers, Dr. Günter Weinert

Die Zeitschrift sowie alle in ihr enthaltenen einzelnen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen. Namentlich gezeichnete Artikel müssen nicht die Meinung der Herausgeber/Redaktion wiedergeben. Unverlangt eingesandte Manuskripte – für die keine Haftung übernommen wird – gelten als Veröffentlichungsvorschlag zu den Bedingungen des Verlages. Es werden nur unveröffentlichte Originalarbeiten angenommen. Die Verfasser erklären sich mit einer nicht sinnenstellenden redaktionellen Bearbeitung einverstanden.

Verlag, Anzeigenannahme und Bezug:

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG, Waldseestraße 3-5, 76530 Baden-Baden, Tel. (072 21) 21 04-0, Telefax (072 21) 21 04 27

Bezugsbedingungen: Abonnementpreis jährlich DM 118,- (inkl. MwSt.), Studentenabonnement DM 59,- zuzüglich Porto und Versandkosten (zuzüglich MwSt. 7%); Einzelheft DM 10,-; Abbestellungen vierteljährlich zum Jahresende. Zahlungen jeweils im voraus an: Nomos-Verlagsgesellschaft, Stadtsparkasse Baden-Baden, Konto 5-002266

Anzeigenpreisliste: Nr. 1 vom 1. 1. 1993

Erscheinungsweise: monatlich

Druck: AMS Wünsch Offset-Druck GmbH, 92318 Neumarkt/Opf.