

Christoph Harff

# Indexierte Staatsanleihen und Preisniveaustabilität in Europa

*Mit Schaffung der EWU wird mit dem Währungsgesetz auch das Indexierungsverbot entfallen. Nach den Plänen von Bundeswirtschaftsministerium und Deutscher Bundesbank soll das Indexierungsverbot durch eine Änderung des Preisangabengesetzes zwar generell erhalten bleiben, die Kapitalmärkte sollen hiervon jedoch ausgenommen werden. Was ist von dieser Ausnahmeregelung zu halten?*

Die geplante Ausnahmeregelung für die Kapitalmärkte von dem Indexierungsverbot<sup>1</sup> ist unter Wissenschaftlern und Vertreterverbänden in Deutschland umstritten. Die Gegner fordern ein grundsätzliches Indexierungsverbot in Deutschland und in Europa<sup>2</sup>. Sie verweisen auf die Inflationsrisiken, die mit einer Indexierung einhergehen. Befürworter einer Ausnahmeregelung betonen dagegen die stabilisierende Wirkung einer Indexierung auf die Geld- und Fiskalpolitik in Europa<sup>3</sup>. So können zum Beispiel indexierte Staatsanleihen die Glaubwürdigkeit einer stabilitätsorientierten Geld- und Fiskalpolitik erhöhen. Diesen Aspekt sollte sich insbesondere die Europäische Zentralbank (EZB) zunutze machen, weil sie erst das Vertrauen in ihre Geldpolitik festigen muß. Vor diesem Hintergrund ist es sinnvoll, die Diskussion um die Indexierung systematisch zu führen und dabei die Bedeutung einer Ausnahmeregelung in Deutschland für die Preisniveaustabilität in Europa herauszuarbeiten.

## Indexierung und Inflation

Die Diskussion um Indexierung und Inflation ist nicht neu<sup>4</sup>. Werden Variablen wie Nominallöhne, Nominalzinsen, Mieten oder auch Sozialleistungen an einen Preisindex gebunden, so spricht man von Indexbindung bzw. Indexierung. Wird diese Anpassung im vollen Ausmaß vorgenommen, so können beispielsweise für Arbeitnehmer durch Preisniveau-Steigerungen keine realen Einkommensverluste entstehen. In der Regel finden sich Indexbindungen nur auf den Arbeits- und Kapitalmärkten. Gütermärkte werden nur selten indexiert. Die konkrete Ausgestaltung der jeweiligen Indexierung in bezug auf Umfang und zeitliches Profil sind zahlreich<sup>5</sup>, beeinflussen aber

nicht die prinzipiellen Auswirkungen einer Indexierung.

Indexierung ermöglicht es, die mit der Inflation einhergehenden Allokations- und Verteilungsverzerrungen zu vermeiden<sup>6</sup>. Dem stehen die Gefahren einer Indexierung in der Persistenz, in der umfassenden Ausbreitung (Ölflecktheorie)<sup>7</sup> und in der kontinuierlichen Steigerung der Inflation (Schwungradtheorie)<sup>8</sup> gegenüber. Für die deutsche Wirtschaftspolitik waren diese Gefahren ausschlaggebend für die bisherige Ablehnung einer Indexierung<sup>9</sup>.

Die entscheidende Frage ist, ob eine Indexierung der Volkswirtschaft grundsätzlich inflationäre Risiken in sich birgt. Die Kritiker einer Indexierung befürchten, daß sich eine sektorale Indexierung ölfleckartig in alle Bereiche der Volkswirtschaft ausbreitet<sup>10</sup>. Wenn ein Bereich der Volkswirtschaft indexiert wird, dann sind Marktteilnehmer in anderen Bereichen nicht bereit, reale Einbußen hinzunehmen. Ist erst die gesamte Volkswirtschaft indexiert, so sinkt der Inflationswider-

<sup>1</sup> Vgl. die Pressemitteilung des BMWi vom 11. 2. 1998.

<sup>2</sup> Vgl. O.-E. Kuntze: Lohn-Preis-Indexierung – Schwungrad der Inflation?, in: Ifo Schnelldienst Nr. 33 (1997), S. 13 ff. Ein Indexierungsverbot auf europäischer Ebene wird vorgeschlagen von der Gemeinschaft zum Schutz der deutschen Sparer: Mitteilungen und Kommentare zur Geldwertstabilität, Nr. 9, 1997.

<sup>3</sup> Vgl. H. Giersch: Wertgesichert und wachstumsfreundlich: eine EURO-Vision, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 27.12.1997; F. Heinemann: Die Indexierung der Staatsschuld fördert die Geldwertstabilität, in: Handelsblatt vom 7. 8. 1997; und Bundesverband deutscher Banken: Das Mark-gleich-Mark-Prinzip und der Euro – Zur Frage eines Indexierungsverbotes in der Währungsunion, Köln 1997.

<sup>4</sup> Mit steigenden Inflationsraten kam Anfang der 70er Jahre eine kontroverse Diskussion auf. Exemplarisch für Deutschland sind W. Ehrlicher (Hrsg.): Probleme der Indexbindung, in: Beihefte zu Kredit und Kapital, Heft 2, Berlin 1974; und das Zeitgespräch „Stabilität durch Indexierung?“ mit Beiträgen von O. Issing („Vorteile von Indexklauseln“) und H.-J. Schmahl („Verteilungskampf durchkreuzt das Konzept“), in: WIRTSCHAFTSDIENST, 54. Jg. (1974), H. 7, S. 338 ff.

*Christoph Harff, 27, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Kiel.*

stand der Marktteilnehmer. Die Öfflecktheorie stellt per se aber noch keine Erklärung für die Ursache der Inflation dar. Sie erklärt lediglich, warum sich ein sektoraler inflationärer Schock schnell über alle Bereiche der Volkswirtschaft ausbreitet.

Schwerwiegender ist das zweite Argument gegen eine Indexierung. Gemäß der sogenannten Schwungradtheorie kommt es bei einer Indexierung zur Verstärkung des Preisauftriebs. Hintergrund der Schwungradtheorie ist die Annahme, daß Preise aneinander gekoppelt sind. Steigt Preis A, dann steigt auch Preis B. Da auch A an B gekoppelt ist, steigt nun wieder Preis A. Dieses Verlaufsmuster der Schwungradtheorie wird insbesondere bei der Lohn-Preis-Indexierung vermutet. Löhne werden an Preise gekoppelt und Preise wieder an Löhne. Dies begünstigt den Preisauftrieb.

### Indexierung der Arbeitsmärkte

Eine Indexierung der Arbeitsmärkte erfolgt über eine Koppelung der Löhne an einen Preisindex. Die theoretische Auseinandersetzung mit den Gefahren der Lohnindexierung bringt klare Ergebnisse hervor<sup>11</sup>: Indexierung kann grundsätzlich kein Auslöser von Inflation sein. Die tatsächlichen Ursachen der Inflation sind dagegen eine systematisch expansive Geldpolitik oder zufällige inflationäre Schocks. Eine Lohnindexierung kann allerdings die Impulse einer expansiven Geldpolitik oder inflationärer Schocks über einen Multiplikator verstärken.

Lohnindexierung hat aber unterschiedliche Auswirkungen bei monetären und realen Schocks. Bei einem monetär bedingten Schock erweist sich Indexierung als stabilisierend und nützlich. Denn in einer indexierten Volkswirtschaft hat eine überraschende Geldmengenerhöhung keine Auswirkungen auf den realen Sektor, weil die Reallöhne durch die Indexierung fixiert sind. Allerdings kann eine Indexierung angebotsbe-

<sup>5</sup> Vgl. O.-E. Kuntze, a.a.O.

<sup>6</sup> Zu den Wirkungen von Inflation vgl. D. Cassel: Inflation, in: Vahlens Kompendium der Wirtschaftstheorie und Wirtschaftspolitik, 6. Auflage, München 1995, S. 265 ff.

<sup>7</sup> Vgl. D. Leuscher: Inflationistische Entwicklung und Realwert-sicherung von Geldvermögen durch Preisindexbindung, in: W. Ehrlicher (Hrsg.), a.a.O., S. 127 ff.

<sup>8</sup> Vgl. O.-E. Kuntze, a.a.O.

<sup>9</sup> Dennoch können Anträge auf Genehmigung einer Indexierung bei der Deutschen Bundesbank gestellt werden. 1996 wurden über 60000 solcher Anträge gestellt. In den letzten Jahren (1985-1996) lag der Anteil der genehmigten Anträge bei ca. 80%. Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht, Frankfurt 1996, S. 162.

<sup>10</sup> Zu den Kritikern in Deutschland vgl. O.-E. Kuntze, a.a.O.; und die Beiträge von H. Geiger, W. Nölling, W. D. Becker/ G. Zweig und D. Leuscher in: W. Ehrlicher (Hrsg.), a.a.O.

dingte Schocks verstärken. Kommt es beispielsweise zu einem Produktivitätsschock in der Volkswirtschaft, so kann dieser im Modell nur durch steigende Reallöhne ausgeglichen werden. Sind die Reallöhne fixiert, dann fällt die Outputschwankung größer aus<sup>12</sup>.

### Indexierung der Kapitalmärkte

Die Ergebnisse der Lohnindexierung basieren auf einem Modell, das keinen Einfluß der Indexierung auf die Geld- und Fiskalpolitik zuläßt. Fischer (1983) erweitert daher sein obiges Modell, indem die Kapitalmärkte indexiert werden. Er integriert eine Budgetrestriktion des Staates, die indexierte Staatsanleihen einbezieht. Dadurch wird eine dynamische Verbindung zwischen Indexierung, Inflation, Budgetdefizit und Geldmengenwachstum etabliert. Denn ist auch nur ein Teil der Staatsschuld indexiert, so erhöht sich das Budgetdefizit bei steigendem Preisniveau. Dieses erhöhte Defizit muß entweder über eine erneute Verschuldung oder durch die Notenpresse finanziert werden. Treten innerhalb dieses Modells inflationäre Schocks auf, dann steigt das Preisniveau sprunghaft an und nähert sich im Laufe der Zeit seinem Ursprungsniveau wieder an. Auch in diesem Modell gewinnt Indexierung keinen längerfristigen Einfluß via Geld- und Fiskalpolitik auf das Preisniveau. Die Schwungradtheorie läßt sich demnach theoretisch nicht fundieren.

Empirisch ergibt sich ein ähnliches Bild. Fischer untersucht, ob Länder mit Indexierung den Ölpreisschock 1974 mit höheren Inflationsraten bewältigt haben, als Länder ohne Indexierung. Seine Analyse zeigt, daß in Ländern mit Indexierung kein signifikanter inflationärer Schub im Vergleich zu den anderen Ländern zu beobachten ist<sup>13</sup>.

Befürworter einer Indexierung heben die Vorteile einer Indexierung für die Kapitalmärkte hervor<sup>14</sup>. Je nach Ausgestaltung der Indexierung kommt es zu einer relativ unkomplizierten und zügigen Anpassung an Preisniveauänderungen. Damit entsteht ein Gläubiger- und Schuldnerschutz. Eine Indexierung auf den Kapitalmärkten kann zudem eine Flucht in Sachwerte

<sup>11</sup> Vgl. S. Fischer: Indexing and Inflation, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 12 (1983), S. 519 ff.

<sup>12</sup> Vgl. J. Gray: Wage Indexation: A Macroeconomic Approach, in: Journal of Monetary Economics, Vol. 2 (1976), S. 221 ff.

<sup>13</sup> O.-E. Kuntze, a.a.O., kommt in einer Analyse verschiedener europäischer Staaten zwar zu einem anderen Ergebnis, ohne jedoch einen Vergleich mit Ländern vorzunehmen, die keine Indexierung betreiben.

<sup>14</sup> Zu den Vorteilen einer Indexierung vgl. die Beiträge von H. Giersch und O. Pfleiderer in: W. Ehrlicher (Hrsg.), a.a.O.; sowie H. Giersch: Wertgesichert und wachstumsfreundlich, a.a.O.

bei höherer Inflation vermeiden und die allgemeine Sparneigung der Volkswirtschaft aufgrund sicherer Anlagemöglichkeiten erhöhen<sup>15</sup>.

Es läßt sich somit festhalten, daß Indexierung weder eine notwendige noch eine hinreichende Bedingung für Inflation ist. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik mag dadurch erschwert werden, aber sie wird nicht grundlegend gestört. Es besteht aber die Gefahr, daß eine umfassende Indexierung den Inflationswiderstand vermindert und Inflation schnell in alle Bereiche einer Volkswirtschaft transportiert wird. Eine Lohnindexierung ist aufgrund der möglichen Outputschwankungen nicht wünschenswert. Eine Indexierung auf den Kapitalmärkten kann jedoch mit Vorteilen verbunden sein.

### Indexierte Staatsanleihen

Eine Form der Indexierung auf Kapitalmärkten stellt die Emission von Staatsanleihen dar, denen eine garantierte Realverzinsung zugrunde liegt. Konkret bedeutet dies, daß sich der Nominalwert einer Staatsanleihe automatisch um die Inflationsrate zuzüglich der vereinbarten Realverzinsung erhöht. Zum Beispiel steigt der Wert einer Anleihe von 100 im Jahr  $t$  bei einer Inflationsrate von 2% und einer Realverzinsung von 3,5% für das Jahr  $t+1$  auf 105,5. Beläuft sich die Inflationsrate statt dessen auf 4%, ergibt sich ein Wert der Anleihe von 107,5 zum Zeitpunkt  $t+1$ <sup>16</sup>.

Indexierte Staatsanleihen betreffen in einer geschlossenen Volkswirtschaft drei Gruppen von Marktteilnehmern: Nettogläubiger, Nettoschuldner und die Notenbank. Für die Privaten und den Staat sind indexierte Anleihen direkt als Gläubiger und Schuldner von Bedeutung. Die Notenbank ist nur indirekt über die Ausgestaltung ihrer Geldpolitik betroffen.

Für die Gläubiger stellen indexierte Staatsanleihen eine sichere Anlagealternative dar. Für risikoaverse Anleger erhöht sich der Anreiz zum Sparen. Da Renditeunsicherheiten formal ausgeschlossen werden können, sind selbst kurzfristige nicht-indexierte Anleihen keine ausreichenden Substitute für inflationsgeschützte Staatsanleihen. Indexierte Staatsanleihen vervollständigen daher das Spektrum der Kapitalmärkte und erhöhen die gesamtwirtschaftliche Wohlfahrt<sup>17</sup>.

Ebenso positiv zu beurteilen ist der Einfluß indexierter Staatsanleihen auf das Verhalten des Schuldners. Eine Indexierung der Staatsschuld kann bewirken, daß der Staat kein Interesse mehr an einer „Überraschungsinflation“ hat<sup>18</sup>. Denn jede Inflation führt automatisch zu einer höheren Nominalverzinsung der Anleihen. Die realen Kosten der Verschuldung des Staates können durch Inflation nicht verringert werden. Außerdem stellen indexierte Anleihen eine günstige Finanzierungsform dar. Die Nominalverzinsung  $i$  nicht-indexierter Staatsanleihen setzt sich zusammen aus dem Realzins  $r$ , der erwarteten Inflationsrate  $p^e$  und einer Inflationsrisikoprämie  $\pi$  ( $i = r + p^e + \pi$ ). Aufgrund der garantierten Realverzinsung werden die Anleger auf eine Inflationsrisikoprämie bei indexierten Staatsanleihen verzichten. Die Kosten für den Staat reduzieren sich daher bei einer Indexierung um die Risikoprämie  $\pi$ <sup>19</sup>. Weil sich für den Staat durch indexierte Anleihen der Anreiz zur „Überraschungsinflation“ verringert, wird seine Politik glaubwürdiger und die Risikoprämie auf nicht-indexierte Staatsanleihen reduziert sich ebenfalls.

Für die Notenbanken ergeben sich aus dem Einsatz indexierter Staatsanleihen neue Möglichkeiten zur Beobachtung der Inflationserwartungen der Privaten. Die Reaktion indexierter Anleihen auf neue Informationen über die Preisentwicklung fällt wegen ihrer garantierten Realverzinsung geringer aus. Lediglich über Substitutionseffekte zwischen indexierten und nicht-indexierten Anleihen ergeben sich Reaktionen durch einen veränderten Kurs der indexierten Anleihen. Die Rendite nicht-indexierter Staatsanleihen muß den veränderten Inflationserwartungen dagegen voll Rechnung tragen. Die Differenz aus den Renditen indexierter und nicht-indexierter Anleihen gleicher Laufzeit entspricht demnach einer Inflationsrisikoprämie und der am Markt erwarteten zukünftigen Inflationsrate. Ist die Risikoprämie konstant, ergeben sich aus den veränderten Renditedifferenzen automatisch die im Zeitablauf veränderten Inflationserwartungen<sup>20</sup>.

Die Einführung indexierter Staatsanleihen ist jedoch auch mit Problemen behaftet. Bedenken werden geäußert, daß die Schaffung einer neuen Anleihe zu

<sup>15</sup> Vgl. J. Campbell, R. Shiller: A Scorecard for Indexed Debt, in: NBER Macroeconomic Annual 1996, S. 155 ff.

<sup>16</sup> Vgl. J. Campbell, R. Shiller, a.a.O.; und P. Shen: Benefits and Limitations of Inflation Indexed Treasury Bonds, in: Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, Vol. 80 (1995), Heft 3, S. 41 ff.

<sup>20</sup> Zur genauen Berechnung von Inflationserwartungen mit Hilfe indexierter Staatsanleihen siehe M. Deacon, A. Derry: Deriving Estimates of Inflation Expectations from the Prices of UK Government Bonds, in: Bank of England Working Paper, Nr. 23, 1995.

<sup>15</sup> Vgl. G. Bach, R. Musgrave: A Stable Purchasing Power Bond, in: American Economic Review, Dezember 1941, S. 823 ff.

<sup>16</sup> Eine detaillierte Darstellung findet sich in R. Price: The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds, in: IMF Working Paper 97/12, Washington D.C. 1997.

<sup>17</sup> Vgl. G. Bach, R. Musgrave, a.a.O.

**Tabelle 1**  
**Einführung direkter Inflationsziele und indexierter Staatsanleihen sowie durchschnittliche jährliche Inflationsraten**

Land	Zeitpunkt der Einführung direkter Inflationsziele	Dauerhafte Emission indexierter Staatsanleihen seit	Durchschnittliche Inflationsrate 1985 bis Einführung Inflationsziele	Durchschnittliche Inflationsrate ab Einführung Inflationsziele bis 1996
Australien	1993	1993	6,3	2,7
Kanada	1991	1991	4,4	2,1
Finnland	1993	1945	4,7	1,2
Großbritannien	1992	1981	5,9	2,7
Israel	1991	1955	71,0	12,6
Neuseeland	1990	1995	11,3	2,7
Schweden	1993	1994	6,3	2,4
Spanien	1994		6,4	4,3
USA		1997	3,5	

Quellen: G. Debelle: Inflation Targeting in Practice, in: IMF Working Paper 97/35, Washington D.C. 1997; R. Price: The Rationale and Design of Inflation-Indexed Bonds, in: IMF Working Paper 97/12, Washington D.C. 1997; und IMF: International Financial Statistics Yearbook 1997; eigene Berechnungen.

einer „Balkanisierung“ im Anleihenmarkt führt<sup>21</sup>. Sollten weitere neue Anleihen folgen, so könnten zu viele unterschiedliche Märkte entstehen. Deren individuelle Liquidität könnte so gering sein, daß dem Schuldner eine zusätzliche Liquiditätsprämie abverlangt wird<sup>22</sup>.

Bei dem heutigen Umfang staatlicher Verschuldung erscheinen diese Bedenken jedoch wenig begründet. Allein der Bestand deutscher Staatsanleihen beträgt ca. 2000 Mrd. DM. Andere Probleme sind eher technischer Natur und betreffen beispielsweise die Wahl des Preisindex oder die steuerliche Behandlung indexierter Staatsanleihen<sup>23</sup>. Letzteres ist insofern von Bedeutung, als eine Besteuerung der Nominalzinsen wieder eine Inflationsunsicherheit bei den Erträgen indexierter Staatsanleihen hervorrufen würde.

**Geldpolitik in Europa**

Das Europäische Währungsinstitut (EWI) hat die geldpolitischen Strategien der EZB bereits vorgezeichnet<sup>24</sup>. Als Alternativen werden nur eine geldmengenorientierte Zwischenzielstrategie oder eine direkte Inflationssteuerung („Inflation Targeting“) genannt. Zwar wird eine Geldmengenorientierung in Anlehnung an das erfolgreiche Modell der Deutschen Bundesbank favorisiert, jedoch bedarf es dafür in Europa einer stabilen Geldnachfrage, damit der erforderliche Zusammenhang zwischen Geldmenge und dem

Endziel Preisniveau systematisch nutzbar ist. Zahlreiche Studien scheinen diese empirische Voraussetzung zu bestätigen<sup>25</sup>. Allerdings schließt selbst die Deutsche Bundesbank nicht aus, daß es in der Anfangsphase der Europäischen Währungsunion (EWU) zu größeren Volatilitäten der Geldmenge kommen kann. Auch die Deutsche Bundesbank unterstützt daher den Vorschlag, daß die EZB zu Beginn der EWU beide Strategien parallel anwenden sollte<sup>26</sup>.

**Direktes Inflationsziel**

Die Unterschiede zwischen einer Geldmengensteuerung und einer direkten Inflationssteuerung sind in der Praxis gering<sup>27</sup>. Eine direkte Inflationssteuerung hat aber den Vorteil, daß sich die Geldpolitik einzig und allein dem Ziel der Preisniveaustabilität verschreibt. Dies geschieht öffentlich und durch Vorgabe konkreter Zielwerte. Damit ist die Performance der Notenbank jederzeit nachprüfbar<sup>28</sup>. Eine direkte Inflationssteuerung erhöht daher die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und verringert den Anreiz der Notenbank, mittels inflationärer Politik („Inflation

<sup>21</sup> Vgl. J. Campbell, R. Shiller, a.a.O.

<sup>22</sup> Vgl. P. Shen, a.a.O.

<sup>23</sup> Zu den technischen Problemen bietet R. Price, a.a.O., einen umfassenden Überblick.

<sup>24</sup> Vgl. Europäisches Währungsinstitut: The Single Monetary Policy in Stage Three, Frankfurt 1997.

<sup>25</sup> Einen Überblick bietet F. Browne, G. Fagan, J. Henry: Money Demand in EU Countries: A Survey, in: Staff Paper Nr. 7, European Monetary Institute, Frankfurt 1997.

<sup>26</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Geldpolitische Strategien in den Ländern der Europäischen Union, in: Monatsbericht, Januar 1998, S. 33 ff. Skeptischer äußern sich L. Leidermann, L. E. O. Svensson: Inflation Targets, in: What Monetary Policy for the European Central Bank?, CEPR Conference at Frankfurt, 9./10. Juni 1995. Sie argumentieren, daß eine parallele Strategie nur zu Zielkonflikten führt und deshalb die EZB zu Beginn lediglich eine direkte Inflationssteuerung bevorzugen sollte.

<sup>27</sup> Vgl. A. Haldane: Some Issues in Inflation Targeting, in: Bank of England Working Paper Nr. 74, 1997.

<sup>28</sup> Vgl. L. E. O. Svensson: Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, in: European Economic Review, Vol. 41 (1997), S. 1111 ff.

**Tabelle 2**  
**Indexierte Staatsanleihen (März 1996)**

Land	Indexierte Anleihen in Mrd. US-\$	Anteil indexierter Anleihen an den gesamten Staatsanleihen in %
Australien	2,7	3,8
Kanada	4,3	1,4
Großbritannien	71,1	17,8
Israel	27,9	79,0
Neuseeland	0,1	0,7
Schweden	5,7	4,5

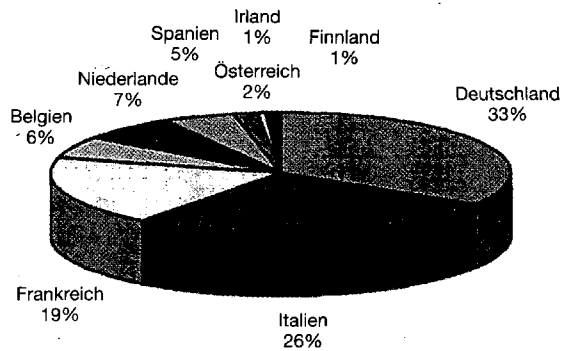
Quelle: Bank of England: Indexed-Linked Debt, in: Papers Presented at the Bank of England Conference, September 1995.

bias“) die Arbeitslosigkeit zu bekämpfen<sup>29</sup>. Ein Vergleich der Spalten drei und vier in Tabelle 1 deutet die Reduzierung der Inflationsrate seit Einführung der direkten Inflationssteuerung in einigen ausgewählten Ländern an.

Die Realisierung des direkten Inflationsziels ist jedoch mit Problemen behaftet. Zum einen ist die Inflationsrate nur bedingt durch die Notenbank steuerbar. Zum anderen erschwert die eingeschränkte Steuerbarkeit auch eine Kontrolle der Geldpolitik durch die Öffentlichkeit. Diese Probleme reduzieren wiederum die potentiellen Glaubwürdigkeitsgewinne der direkten Inflationssteuerung. Svensson<sup>30</sup> zeigt, daß eine direkte Inflationssteuerung nur dann erfolgreich ist, wenn Inflationsprognosen als Zwischenziel verwendet werden. Da Inflationsprognosen jede bekannte Information über die zukünftige Inflationsrate enthalten, sollte eine Notenbank ihren Instrumenteneinsatz an diesen Prognosen ausrichten. Liegt die Prognose oberhalb (unterhalb) des Inflationsziels, sollten die Leitzinsen erhöht (gesenkt) werden.

Der Erfolg einer Notenbank bei der Verfolgung direkter Inflationsziele kann laut Svensson nicht an der Differenz der tatsächlichen Inflationsrate und deren Ziel gemessen werden. Aufgrund von Prognoseun-

**Der Markt für Staatsanleihen in der Währungsunion (1996)**



Für die Länder Luxemburg und Portugal stehen keine vergleichbaren Daten zur Verfügung.

Quelle: Merrill Lynch: The Size and Structure of the World Bond Market, 1997.

sicherheiten und eingeschränkter Kontrolle bleiben Abweichungen unvermeidbar. Entscheidend ist aber, daß die Notenbank die Inflationsprognosen dem Ziel annähert. Inflationsprognosen kommt daher bei der direkten Inflationssteuerung eine bedeutende Rolle zu. Sie erhalten einen expliziten Zwischenzielcharakter<sup>31</sup>. Einerseits dienen sie dazu, den Privaten eine Vorstellung über den Erfolg oder Mißerfolg der Notenbank zu geben, und andererseits dazu, der Notenbank rechtzeitig Handlungsbedarf aufzuzeigen. Die Notenbanken orientieren sich bei ihren Prognosen insbesondere an Indikatoren, deren Entwicklung Inflationserwartungen widerspiegeln können.

**Messung von Inflationserwartungen**

Ein Index für Inflationserwartungen kann auf verschiedenen Wegen gewonnen werden. Zum einen können Inflationserwartungen direkt mit Hilfe von Umfragen ermittelt werden. Zum anderen besteht die Möglichkeit, Inflationserwartungen indirekt durch Marktdaten zu erfassen<sup>32</sup>. Umfragen sind mit zahlreichen Problemen behaftet und neigen dazu, dem tatsächlichen Inflationsprozeß nachzulaufen. Dieses Verhalten entspricht weder dem Anforderungsprofil eines geldpolitischen Indikators noch dem eines Zwischenziels. Auf der Grundlage von Finanzmarktdaten ermittelte Inflationserwartungen können dagegen am ehesten Erwartungen der Marktteilnehmer widerspiegeln. Sie sind außerdem jederzeit verfügbar. Zusätzlich hat dieser Ansatz zur Bestimmung von Inflationserwartungen den Vorteil, daß er einem marktrelevanten Kalkül entspringt.

Um eben diese Inflationserwartungen aus Marktdaten zu gewinnen, sind diejenigen Notenbanken, die

<sup>29</sup> Vgl. L. E. O. Svensson: Optimal Inflation Targets, Conservative Central Banks, and Linear Inflation Contracts, in: American Economic Review, Vol. 97 (1997), Nr. 1, S. 98 ff.

<sup>30</sup> Vgl. L. E. O. Svensson: Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets, in: European Economic Review, Vol. 41 (1997), S. 1111 ff.

<sup>31</sup> Vgl. M. King: Monetary policy in the UK, in: Fiscal Studies 15 (1994), Nr. 3, S. 109 ff., hier S. 118: „The use of an inflation target does not mean that there is no intermediate target. Rather, the intermediate target is the expected level of inflation at some future date chosen to allow for the lag between changes in interest rates and the resulting changes in inflation.“

<sup>32</sup> Eine verbreitete Form stellt die Analyse der Zinsstruktur dar; vgl. S. Schich: Alternative Spezifikationen der deutschen Zinsstrukturkurve und ihr Informationsgehalt hinsichtlich der Inflation, in: Diskussionspapier 8/96, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe, Deutsche Bundesbank, Frankfurt 1996.

explizit oder implizit ein direktes Inflationsziel verfolgen, dazu übergegangen, indexierte Staatsanleihen zu emittieren. Tabelle 1 stellt die Zeitpunkte der Einführung direkter Inflationsziele und indexierter Staatsanleihen gegenüber. Tabelle 2 zeigt die quantitative Bedeutung indexierter Staatsanleihen auf.

Bei vier der sieben Staaten, die ein direktes Inflationsziel verfolgen und indexierte Staatsanleihen begeben, sind die Zeitpunkte der Einführung identisch (Australien und Kanada) bzw. kurz aufeinanderfolgend (Neuseeland und Schweden). Die USA, die kein explizites Inflationsziel verfolgen, führten indexierte Anleihen erst 1997 ein. Aber auch die amerikanische Notenbank will Informationen über Inflationserwartungen aus den indexierten Anleihen gewinnen, um damit ihre Inflationsprognose zu verbessern<sup>33</sup>.

### Auswirkungen eines Indexierungsverbotes

Die Skepsis der deutschen Wirtschaftspolitik gegenüber einer Indexierung der Arbeitsmärkte ist nachzuvollziehen. Aber das Beispiel indexierter Staatsanleihen macht deutlich, daß eine Indexierung auf den Kapitalmärkten nicht nur die Kosten der Verschuldung des Staates reduziert, sondern sogar für eine stabilitätsorientierte Politik nützlich ist. Länder wie Australien, Kanada oder Schweden, die keine hohen Inflationsraten verzeichneten, blieben auch in den 80er Jahren ohne stabilitätspolitische Reputation. Mit Hilfe indexierter Staatsanleihen versuchen sie, die Glaubwürdigkeit ihrer Bemühungen zu unterstützen<sup>34</sup>.

Die in jüngerer Zeit verbreitete Emission indexierter Staatsanleihen verdeutlicht die veränderte Rolle der Indexierung: Diente Indexierung ab den 60er Jahren in lateinamerikanischen Ländern<sup>35</sup> vorrangig zur Entschärfung des durch hohe Inflation verursachten Umverteilungskonflikts, so wird Indexierung heute als

Garant stabilitätsorientierter Politik und zur Informationsbeschaffung eingesetzt<sup>36</sup>.

Aufgrund der großen Bedeutung des deutschen Anleihemarktes in Europa (siehe Schaubild) wäre ein allgemeines deutsches Indexierungsverbot für die Europäische Zentralbank mit Nachteilen verbunden. Die EZB benötigt für eine Strategie der direkten Inflationssteuerung verlässliche Inflationsprognosen als Indikator oder Zwischenziel. Eine zentrale Grundlage dieser Prognosen stellen die aus dem Anleihemarkt ermittelten Inflationserwartungen dar. Wenn der deutsche Anleihemarkt über keine indexierten Staatsanleihen verfügt, ist der europäische Markt für indexierte Anleihen nicht liquide genug. Dies hätte wiederum eine verzerrende Liquiditätsprämie zur Folge. Eine Messung der Inflationserwartungen könnte grundlegend erschwert werden. Das entzieht der EZB eine potentielle Informationsquelle für ihre direkte Inflationssteuerung und verursacht vermeidbare Unsicherheiten in der europäischen Geldpolitik.

Festzuhalten bleibt: Eine Indexierung im Bereich der Staatsanleihen ist für die Privaten, den Staat und den Finanzplatz Europa von Vorteil. Außerdem gewinnt die Geldpolitik einen wertvollen Indikator. In der geldpolitisch schwierigen Anlaufphase der Europäischen Währungsunion ist dieser Aspekt von großer Bedeutung.

<sup>33</sup> Vgl. Committee on the Government Operations House of Representatives: Inflation-Indexed Treasury Debt as an Aid to Monetary Policy, Washington 1992.

<sup>34</sup> Frankreich hat ebenfalls angekündigt, zukünftig indexierte Staatsanleihen zu begeben.

<sup>35</sup> Brasilien begibt seit 1965 indexierte Staatsanleihen, Chile und Kolumbien seit 1967.

<sup>36</sup> H. Giersch, a.a.O., schlägt sogar vor, die gesamte Staatsschuld in Europa zu indexieren. Die EZB sollte dann diese indexierten Anleihen teilweise aufkaufen, damit der Euro, analog zur Goldwährung, über eine wertgesicherte Deckung verfügt.

**HERAUSGEBER:** HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung – Hamburg (Präsident: N. N., Vizepräsident: Prof. Dr. Hans-Eckart Scharrer)

**Geschäftsführend:** Dr. Otto G. Mayer

**REDAKTION:**

Dr. Klaus Kwasniewski (Chefredakteur), Dipl.-Vw. Susanne Erbe, Dipl.-Vw. Claus Hamann, Dipl.-Vw. Cora Wacker-Theodorakopoulos, Hëlga 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 sinnentstellenden redaktionellen Bearbeitung einverstanden.

**Verlag, Anzeigenannahme und Bezug:**

Nomos Verlagsgesellschaft mbH & Co. KG, Waldseestraße 3-5, 76530 Baden-Baden, Tel. (0 72 21) 21 04-0, Telefax (0 72 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, Stadtparkasse Baden-Baden, Konto 5-002266

**Anzeigenpreislste:** Nr. 1 vom 1. 1. 1993

**Erscheinungsweise:** monatlich

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