

# Die Europäische Zentralbank und ihre Geldpolitik

Eine kritische Betrachtung der gegenwärtigen Debatte  
um die EZB und ihre geldpolitischen Verfahren

von Ernst Baltensperger  
Ordentlicher Professor für Volkswirtschaftslehre, Universität Bern

Von November 1998 bis Oktober 1999 war E. Baltensperger  
Externer Berater im Bereich Volkswirtschaft der Schweizerischen  
Nationalbank. Der Bericht wurde im Oktober 1999 abgeschlossen.

Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) und die Europäische Zentralbank (EZB) haben termingerecht zum 1. Januar 1999 ihre Tätigkeit aufgenommen und damit die Verantwortung für die Formulierung und Durchführung der Geldpolitik für den gesamten europäischen Währungsraum übernommen. Im vorliegenden Bericht unternehme ich den Versuch

- die bisherige Politik der EZB in ihren wesentlichen Zügen kurz darzustellen und zu evaluieren
- die allgemeinen Leitlinien und Prinzipien, auf welche sich die EZB bei der Formulierung ihrer Geldpolitik verlässt, zu diskutieren und zu beurteilen
- in diesem Zusammenhang auf die kritische Diskussion einzugehen, welche im Hinblick auf diese Fragestellung durch das Vorgehen der EZB ausgelöst worden ist
- zu überprüfen, ob aus dieser Diskussion für die Geldpolitik allgemein, und damit auch für die schweizerische Geldpolitik, relevante Erkenntnisse gewonnen werden können.

Im Zentrum der Diskussion steht die Beurteilung alternativer geldpolitischer Strategien – eine Auseinandersetzung, welche nicht nur in der Praxis, sondern auch in der Wissenschaft intensiv geführt wird. Im Mittelpunkt steht die Diskussion zwischen den Vertretern des Inflation Targeting und jenen einer Strategie der Geldmengenziele (Monetary Targeting) sowie die Beurteilung der von der EZB für ihre Politik gewählten Mischform dieser beiden. Diese Auseinandersetzung ist, meines Erachtens allerdings zum Teil etwas künstlich, von manchen Diskussionsbeteiligten stark verbunden worden mit Aspekten der Transparenz, der Rechenschaftsablegung gegenüber der Öffentlichkeit und der Glaubwürdigkeit der Notenbankpolitik – Aspekte, auf die ich ebenfalls eingehen werde.

Die Existenz, Wünschbarkeit und institutionelle Struktur des ESZB werde ich hingegen grundsätzlich als gegeben voraussetzen und in diesem Bericht nicht diskutieren, abgesehen von gewissen Aspekten, die in der laufenden Debatte kritisch behandelt worden sind. Die entsprechende Diskussion ist im Vorfeld der Entstehung der EWU bereits intensiv geführt worden und ist in ihren zentralen Zügen bekannt.

## 1 Hintergrund und bisherige Entwicklung der EZB-Politik

### Das geldpolitische Instrumentarium der EZB

Bereits im Vorfeld der Währungsunion haben die beteiligten Notenbanken im Rahmen der Arbeit des Europäischen Währungsinstituts, der Vorgängerinstitution der EZB, festgelegt und erklärt, auf welche geldpolitischen Instrumente sich diese bei der Durchführung ihrer Geldpolitik verlassen wird.<sup>1</sup> Das zentrale Instrument für die Steuerung des Geldmarktzins und der Liquiditätsversorgung der Wirtschaft ist die Offenmarktoperation. In seiner wichtigsten Variante wird dieses Instrument in der Form von regelmäßigen (wöchentlichen) Wertpapierpensionsgeschäften (Repotransaktionen) mit einer Fristigkeit von zwei Wochen eingesetzt (Hauptrefinanzierungsoperationen), ergänzt durch längerfristige, dreimonatige Repogeschäfte mit monatlicher Durchführung, kurzfristige Feinsteuermassnahmen auf Ad-hoc-Basis zur Zinsglättung und Geldmarktberuhigung, sowie «strukturelle» Operationen unterschiedlicher Formen und Motivationen. Der «Pensionsatz» oder «Reposatz», d.h. der für Repogeschäfte geltende Zinssatz wird damit zum entscheidenden Orientierungsdatum für die anderen Geldmarktsätze und zum zentralen Instrument der Geldpolitik der EZB, entsprechend der früheren Praxis der Deutschen Bundesbank sowie anderer wichtiger Zentralbanken.

Zu diesem Instrument hinzu treten zwei ständige Kreditsinrichtungen (standing facilities), eine Spitzenrefinanzierungsfazilität (marginal lending facility) und eine Einlagefazilität (deposit facility), über welche die Geschäftsbanken zu festgelegten Zinsbedingungen kurzfristige Liquidität von der Zentralbank beziehen respektive an diese abgeben können. Die Zinssätze für die Benutzung dieser Kreditfazilitäten setzen Eckdaten für den Markt für Tagesgeld (overnight liquidity): Der Einlagesatz bildet die Untergrenze und der Spitzenrefinanzierungssatz (marginal lending rate) die Obergrenze für den Tagesgeldsatz. Diese Refinanzierungsgeschäfte werden von den nationalen Zentralbanken der Mitgliedsländer durchgeführt, aber zu einheitlichen, vom EZB-Rat für das gesamte Eurogebiet festgelegten Bedingungen. In der allerersten Phase der Währungsunion wurden diese beiden Sätze zwecks Vermeidung anfänglicher Schwierigkeiten für die beteiligten Finanzinstitute relativ eng um den Reposatz herum gelegt ( $\pm 0,25\%$ ), bald aber gemäss der eigentlichen Grundvorstellung in wesentlich grösserem Abstand vom Reposatz

<sup>1</sup> Europäisches Währungsinstitut, «Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB», September 1998.

(±1 bis 1,5%) neu festgelegt, da diese Fazilitäten von den Banken nur in wirklichen Ausnahmefällen benutzt und nicht zu Instrumenten der Normalfinanzierung werden sollen.

Schliesslich wird dieses Instrumentarium komplettiert durch eine Mindestreserveregelung (mit Durchschnittserfüllung über eine einmonatige Erfüllungsperiode und Verzinsung der Mindestreserven zum Satz für EZB-Hauptrefinanzierungsgeschäfte). Beabsichtigter Zweck der Mindestreserve ist die Schaffung einer «strukturellen» Nachfrage nach Zentralbankgeld und die Stabilisierung des Geldmarktzinssatzes.

Diese Festlegung des Instrumentenkastens der EZB blieb relativ wenig kontrovers und wurde entsprechend wenig diskutiert und kritisiert, obwohl gewisse Unterschiede zur Praxis anderer Zentralbanken bestehen, insbesondere die relativ starke Betonung der ständigen Fazilitäten. Am meisten umstritten war noch der Einschluss der Mindestreserve.

### **Festlegung der geldpolitischen Strategie**

Eine zum Teil sehr kritisch geführte Debatte hat sich umgekehrt rund um die Frage der angemessenen geldpolitischen Strategie entwickelt, welche die EZB bei der Verfolgung ihrer geldpolitischen Ziele verwenden soll. Diese Debatte ist auch vor dem Hintergrund der laufenden wissenschaftlichen Kontroverse um diese Fragestellung zu sehen. Wissenschaftliche Kritik spielt denn auch im Zusammenhang mit der aktuellen Strategiediskussion der EZB eine wichtige Rolle. In erster Linie geht es dabei um die Alternative Geldmengenziele (Monetary Targeting) versus Direkte Inflationsziele (Inflation Targeting) und um die Rolle des Geldes in der monetären Strategie der Zentralbank.

Im Vorfeld der Europäischen Währungsunion hatte das Europäische Währungsinstitut als Vorgängerin der EZB zunächst fünf mögliche Strategien in seine Erwägungen einbezogen:

- Wechselkursziele (Exchange Rate Targeting)
- Zinsziele (Interest Rate Targeting)
- Nominelle Einkommensziele (Nominal Income Targeting)
- Geldmengenziele (Monetary Targeting)
- Direkte Inflationsziele (Inflation Targeting)

Diese Strategien wurden evaluiert im Hinblick auf ihren Beitrag zur Effektivität und Durchschlagskraft der Geldpolitik, zur Transparenz der Geldpolitik, zur Überprüfbarkeit und Kontrollierbarkeit der Geldpolitik (accountability), zur Konsistenz mit der mittelfristigen Orientierung der Geldpolitik, zur Konti-

nuität mit der Vergangenheit und zur Vereinbarkeit mit dem Prinzip der Zentralbankunabhängigkeit. Dabei verengte sich die Diskussion relativ rasch auf die beiden letztgenannten Strategien, also auf das Monetary Targeting und das Inflation Targeting. Beide haben ihre Befürworter im Kreise der teilnehmenden nationalen Zentralbanken. Gewählt wurde aus dieser Situation heraus schliesslich eine Strategieversion, welche Elemente dieser beiden Ansätze miteinander verbindet.

Die geldpolitische Strategie der EZB, in ihren Grundsätzen bereits im Oktober 1998 festgelegt und Anfang 1999 präzisiert und bestätigt,<sup>2</sup> beruht auf drei zentralen Elementen:

- Einer quantitativen Definition des Endziels «Preisstabilität»
- Der Festlegung eines Referenzwerts für das Wachstum der Geldmenge  $M_3$  in der Eurozone
- Einer breit fundierten Beurteilung der Inflationsspektiven und der Risiken für die Preisstabilität im Euroraum.

Die *Preisstabilität* wird definiert als Zunahme des harmonisierten Indexes der Konsumentenpreise für die Eurozone «von weniger als 2%» (gemäss späterer Präzisierung des EZB-Präsidenten W. Duisenberg zu interpretieren als Zunahme zwischen Null und 2%). Dabei gilt eine mittelfristige Orientierung, d. h. eine gewisse Schwankungsbreite der Inflation in der kurzen Frist aufgrund von Einflüssen, welche nicht der Kontrolle durch die Geldpolitik unterliegen, wird akzeptiert. Die Festlegung eines klar definierten Zieles für die Geldpolitik dient der Gewährleistung von Transparenz und der Erfolgskontrolle (accountability) und ist aus diesem Grund ein zentrales Element der geldpolitischen Strategie.

Der *Referenzwert für die Wachstumsrate von  $M_3$*  soll jene Zuwachsrate reflektieren, welche nach Einschätzung der EZB mit mittelfristiger Preisstabilität im Euroraum konsistent ist, unter Berücksichtigung des realen Wachstumspotenzials der europäischen Wirtschaft, der trendmässigen Veränderung der Umlaufgeschwindigkeit von  $M_3$  und der jeweiligen Ausgangslage. Seine Ableitung unterliegt damit weitgehend denselben Überlegungen wie jene der früheren Geldmengenziele der Bundesbank. Es wird aber von der EZB betont, dass eine Abweichung des effektiven Geldmengenwachstums von diesem Referenzwert nicht automatisch eine geldpolitische Reaktion (Zinsänderung) auslöst, sondern bloss die Notwendigkeit verschärfter Beobachtung und Analyse signalisiert. Für die geldpolitischen Entscheidungen werden weitere Indikatoren herbeigezogen, sowohl finan-

<sup>2</sup> Vgl. EZB Monatsbericht, Januar 1999.

zieller wie realwirtschaftlicher Art. Entscheidend sind letztlich die Inflationsperspektiven. Der Referenzwert soll aber die Rolle eines festen nominellen Ankers für die Geldpolitik spielen. Im Gegensatz zur früheren Politik der Bundesbank wird kein Korridor für das Geldmengenwachstum festgelegt. Zudem schliesst  $M_3$ -Europa die Geldmarktfonds ein, welche in der früheren Bundesbankdefinition nicht mitberücksichtigt waren.

Die *Inflationsperspektiven* werden von der EZB auf breiter Basis unter Berücksichtigung eines umfangreichen Spektrums von Indikatoren beurteilt. Grundsätzlich sollen alle verfügbaren Informationen Beachtung finden, welche zu einer Einschätzung der Inflationsrisiken beizutragen vermögen. Dazu werden sowohl finanzielle Variablen wie Zinssätze, Zinsstruktur, Geld- und Kreditaggregate, Wechselkurse und andere Vermögenspreise gezählt wie auch realwirtschaftliche Daten, insbesondere Indikatoren von gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Angebot wie output gap, Arbeitsmarktdaten, Kostenentwicklungen, fiskalpolitische Indikatoren, aber auch Umfrageergebnisse. Die EZB vermittelt allerdings ihre Einschätzung der Inflationsperspektiven nur in sehr allgemeiner Umschreibung an die Öffentlichkeit. Die EZB veröffentlicht keine formalen, quantitativen Inflationsprognosen der Art, wie dies das eigentliche Inflation Targeting vorsieht, insbesondere keine Inflationsprognosen im Sinne eines formal-statistischen Modells.<sup>3</sup>

Nicht zuletzt in diesem Punkt, aber auch im Zusammenhang mit der Rolle der Geldmenge in der geldpolitischen Strategie und der Frage der Transparenz und der Überprüfbarkeit der Geldpolitik, setzt die von verschiedener Seite her an der EZB geäußerte Kritik an, auf welche in nachfolgenden Abschnitten noch näher eingegangen werden soll.

## Die bisherige Geldpolitik der EZB

Wurden die grundsätzlichen, strategischen Entscheidungen der EZB von ihren Beobachtern teilweise sehr kritisch aufgenommen, so gab die effektive Durchführung der Geldpolitik durch die EZB bisher, abgesehen von gewissen Details und einigen anfänglichen Irritationen, vor allem zwischen dem ehemaligen deutschen Finanzminister Oskar Lafontaine und der EZB, zu verhältnismässig wenig Kritik Anlass. Dies hat natürlich nicht zuletzt damit zu tun, dass die Geldpolitik in Phasen der Lockerung und Expansion im Allgemeinen auf breites Wohlwollen und wenig Widerstand zu stossen pfllegt.

Der Zinssatz für die Offenmarktoperationen des ESZB (Reposatz, Hauptrefinanzierungssatz) wurde Anfang Jahr zunächst auf 3% festgelegt bzw. aus dem Vorjahr von der Bundesbank und den anderen teilnehmenden Zentralbanken übernommen, welche diesen Zinssatz noch im Dezember 1998 in einer koordinierten Aktion auf 3% reduziert hatten. Der marginale Refinanzierungssatz und der Einlagesatz der ständigen Fazilitäten wurden für die Übergangsphase auf 3,25% und 2,75% festgesetzt. Die Abweichungen vom Hauptrefinanzierungssatz wurden für die Anfangsphase der Währungsunion mit je einem Viertelprozentpunkt bewusst gering gehalten, um den Banken der teilnehmenden Länder die Angewöhnung an das neue System zu erleichtern. Schon von Anfang an wurde aber eine Erweiterung dieses Abstands auf je 1 bis 1,5 Prozentpunkte vorgesehen. Entsprechend wurden diese Sätze am 21.1.1999 auf 2% resp. 4,5% festgesetzt.

Der Referenzwert für das Wachstum von  $M_3$  wurde für 1999 auf 4,5% fixiert. Hinter dieser Ziffer standen die Vorstellungen eines realen Potenzialwachstums von 2–2,5% und einer trendmässigen Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit von  $M_3$  von einem halben bis einem Prozentpunkt pro Jahr (für 1999 «eher nur 0,5%») sowie die vorerwähnte Definition der Preisstabilität (Inflationsrate zwischen 0–2%).

Bei der Festlegung dieser Eckdaten ihrer Geldpolitik ging die EZB davon aus, dass die Inflationsperspektiven als günstig beurteilt werden können: Das Ziel der Preisstabilität im Euroraum sei praktisch erreicht und zukünftige Inflationsrisiken kaum sichtbar. Dies erlaubte es der EZB, in ihrer Politik den nach wie vor eher unsicheren Konjunkturaussichten durch die Beibehaltung des bisherigen Reposatzes von 3% Rechnung zu tragen. Eine weitere Senkung wurde aber angesichts der vorausgehenden Reduktion vom

<sup>3</sup> Inzwischen hat die EZB in Aussicht gestellt, solche Prognosen und die ihnen zugrundeliegenden Modelle zu veröffentlichen.

Dezember 1998 als unangemessen betrachtet. Der Stellenwert des  $M_3$ -Referenzwerts wurde untermauert durch den Hinweis auf Analysen, welche eine relativ hohe Stabilität der  $M_3$ -Nachfrage im Euroraum und der Beziehung zwischen Preisniveau und  $M_3$  zu belegen versuchen.<sup>4</sup>

Im April 1999 nahm die EZB erstmals eine Änderung ihres Hauptrefinanzierungssatzes vor, indem sie den Reposatz um 50 Basispunkte von 3% auf 2,5% ermässigte. Die marginal lending rate und der Einlagesatz wurden gleichzeitig auf 3,5% resp. 1,5% gesenkt. Dieser monetäre Lockerungsschritt erfolgte angesichts einer nach wie vor moderaten Konjunktur-entwicklung bei einer Inflationsrate von weniger als 1% und einer Wachstumsrate von  $M_3$ , welche mit 5,2% den Referenzwert knapp übertraf. Dieser Schritt bot eine gewisse Angriffsfläche für Kritik,<sup>5</sup> weil er als ein verspätetes und von der Wirtschaftslage her nicht unbedingt zwingendes Nachgeben gegenüber entsprechenden Forderungen, insbesondere seitens des früheren deutschen Finanzministers Oskar Lafontaine, interpretiert werden konnte. Da die unmittelbaren Inflationsrisiken aber allgemein als gering eingestuft wurden und die realwirtschaftliche Entwicklung in grossen Teilen Europas nach wie vor zu wünschen übrig liess, blieb diese Kritik bescheiden und überwog insgesamt klar der Applaus.

Zu einiger Verwirrung trugen im Laufe des ersten Halbjahres Äusserungen wichtiger Exponenten des ESZB zur Entwicklung des Wechselkurses bei. Der Euro startete zum Jahresbeginn in einer gewissen Euphorie und mit einigen Vorschusslorbeeren bei einem Kurs gegenüber dem US-Dollar von etwa 1,17 sehr stark, wertete sich dann aber gegenüber dem Dollar im Laufe des Jahres um zeitweise bis zu 10% ab, bevor er sich im Sommer wieder etwas auffing und im Verlaufe des Herbstes weiter befestigte. Diese Kursentwicklung darf an sich weitgehend als Normalisierung eines etwas übersteigerten, überoptimistischen Einstiegsurses sowie als Reflektion der Stärke der amerikanischen Wirtschaft und Wirtschaftspolitik betrachtet werden. Sie stellt auch nichts Aussergewöhnliches dar, gemessen an früheren Schwankungen der europäischen Währungen, einschliesslich der D-Mark, gegenüber dem Dollar. Gleichwohl wurde sie aber von den Finanzmärkten zunehmend als Misstrauensvotum gegenüber dem Euro und der hinter ihm stehenden europäischen Wirtschaftspolitik interpretiert. Dies veranlasste Repräsentanten der EZB zu einer Reihe von teilweise etwas widersprüchlichen Äusserungen zur Rolle des Wechselkurses für die Geldpolitik der EZB, welche abwechslungsweise

«benign neglect» und Berücksichtigung des Wechselkurses in Aussicht zu stellen schienen. So haben die Autoren des EMU-Monitor (1999) der EZB eine schlechte Kommunikation ihrer Haltung gegenüber der Wechselkursentwicklung vorgeworfen: Einerseits betone die EZB, dass sie kein Wechselkursziel verfolge, andererseits aber kündige sie Interventionen am Devisenmarkt im Falle von Verwerfungen an, ohne allerdings Angaben darüber zu machen, was genau unter Verwerfungen zu verstehen sei. Zudem habe sie durch ihre kräftige Zinssenkung vom April selber zur Schwächung des Euro beigetragen. Derartige Äusserungen zur Devisenmarktsituation stifteten nur Verwirrung und hätten im Rahmen einer auf Preisstabilität ausgerichteten EZB-Politik keinen Platz.

Das Wachstum von  $M_3$  blieb im ersten Halbjahr 1999 zwar etwas über dem Referenzwert, aber nur geringfügig, und gab somit wenig Anlass zu Befürchtungen zunehmender Inflation. Erst im Juli liess das Wachstum der Geldaggregate und des Kreditvolumens sowie ein leichtes Anziehen der Inflationsrate (auf allerdings nach wie vor sehr tiefem Niveau) gewisse Bedenken entstehen, welche den EZB-Präsidenten Duisenberg veranlassten, von einer leichten Neigung zu einer restriktiveren Politik zu sprechen («... that a bias towards a tighter monetary policy was creeping into the ECB's deliberations», Financial Times, 20. Juli 1999).

Im August hielten sich in Finanzmarktkreisen bei nach wie vor unverändertem Kurs der EZB unterschiedliche Meinungen und Spekulationen zur Frage einer Zinsänderung etwa die Waage. Einerseits schienen das nach wie vor etwas zu hohe Geldmengenzwachstum sowie die anziehenden Konjunkturaussichten für eine gelegentliche Straffung zu sprechen. Andererseits bewog die weiterhin sehr geringe Teuerung viele Beobachter zur Meinung, dass eine Zinserhöhung noch nicht unmittelbar bevorstehen sollte. Ende September/Anfang Oktober veranlassten die zunehmend positiver eingeschätzten Konjunkturaussichten und die stärker gewichteten Inflationsrisiken verschiedene Vertreter der EZB, die Möglichkeit einer gelegentlichen Straffung der europäischen Geldpolitik etwas stärker in den Vordergrund zu stellen.

### **Der Euro und der Schweizer Franken**

Das Verhältnis zwischen dem Euro und dem Schweizer Franken ist seit Beginn der Währungsunion äusserst stabil geblieben und durch geringfügige Schwankungen kaum gestört worden. Insofern hat sich die Einführung des Euro für die Schweiz und die SNB bisher praktisch problemlos vollzogen. Dies

4 Vgl. EZB Monatsbericht, Februar 1999.

5 Vgl. etwa EMU-Monitor 1999.

reflektiert zweifellos in starkem Mass eine im Grundsätzlichen genau gleich orientierte, auf mittel- und langfristige Preisstabilität ausgerichtete Politik sowie eine ähnliche Entwicklung des Wirtschaftszustands, aber auch das Bestreben der Nationalbank, durch ihre Politik und entsprechende Verlautbarungen den Franken als Objekt der Spekulation unattraktiv zu machen.

Bei allem Verständnis für dieses Bestreben denke ich, dass die SNB auch Sorge dazu tragen sollte, dass sie nicht allzu sehr als Anhängsel und Vasall des Eurosystems betrachtet wird. Andernfalls besteht die nicht zu unterschätzende Gefahr, dass die Märkte mehr und mehr den Franken als Schattenwährung zum Euro sehen. Ein solcher Zustand mag zwar heute als geld- und wirtschaftspolitisch angenehm und unproblematisch erscheinen. Er könnte sich aber ohne weiteres auch plötzlich einmal als unerwünscht erweisen, sollte der Euro in unruhige Gewässer geraten und in seiner Stabilität angezweifelt werden. Je stärker sich der Schweizer Franken zuvor in die Abhängigkeit des Euro begeben hat, umso schwieriger wäre es in einem solchen Fall, plötzlich wieder geldpolitische Selbständigkeit demonstrieren zu wollen. Ausserdem würde eine zunehmende Abhängigkeit zu einem Schwinden des Zinsvorteils für den Franken beitragen und im Extremfall zu seinem Verlust führen.

## 2 Die monetäre Strategie der EZB im Vergleich zum Inflation Targeting: Betonung einer irrelevanten Indikatorgrösse?

Die geldpolitische Strategie der EZB, welche eine Mischform zwischen einer Strategie der Geldmengensteuerung und jener des Inflation Targeting darstellt, ist von Anfang an starker Kritik seitens von Vertretern des reinen Inflation Targeting ausgesetzt gewesen. Hauptexponent dieser Kritik aus der Sicht der Wissenschaft ist Svensson, der in einer Reihe von Veröffentlichungen die monetäre Strategie der EZB mit der von ihm propagierten Form des Inflation Targeting, dem Inflation Forecast Targeting, konfrontiert hat (vgl. z. B. Svensson 1998, Svensson 1999).<sup>6</sup> Svenssons Kritik umfasst zwei Aspekte, welche in seiner Sicht miteinander verbunden sind, die ich hier aber gleichwohl getrennt behandeln will. Einerseits

geht es um den Vorwurf der Berücksichtigung und Betonung einer geldpolitisch irrelevanten Indikatorgrösse, des Geldmengenwachstums, andererseits um die Anschuldigung, dass die EZB-Strategie aus genau diesem Grund inhärenterweise intransparent sei und der Rechenschaftsablegung der Zentralbank gegenüber der Öffentlichkeit und ihrer Leistungskontrolle durch die demokratisch dazu legitimierten Organe hinderlich sei. Der erste dieser beiden Kritikpunkte hat mit der Rolle des Geldes für die Analyse des geldpolitischen Entscheidungsprozesses zu tun, der zweite mit seiner Rolle für die Kommunikation der Zentralbank mit der Öffentlichkeit. Ich will im vorliegenden Abschnitt auf den ersten dieser beiden Kritikpunkte eingehen. Der zweite, der u. a. auch von Buiter (1999) mit Nachdruck erhoben worden ist, soll in einem anschliessenden Abschnitt behandelt werden.

Die Strategie der EZB ist weder ein reines Monetary Targeting noch ein reines Inflation Targeting, umfasst aber Elemente beider Ansätze. Svensson stösst sich an der Tatsache, dass die EZB sich in ihrer Analyse der Geldpolitik, wie auch in der Vermittlung dieser Geldpolitik gegenüber der Öffentlichkeit, in erheblichem Masse auf die Geldmengenentwicklung abstützen will. Er ist der Überzeugung, dass dies entweder zu einer ineffizienten, suboptimalen (im Falle einer Hinwendung zu «striktem» Monetary Targeting) oder aber zu einer unnötig komplizierten Geldpolitik führt (mit Konsequenzen für die Kommunikation und Transparenz der Geldpolitik).

<sup>6</sup> Ähnlich argumentieren zahlreiche andere Autoren, z. B. Bofinger (1999) Bernanke et al. (1999) oder Blinder (1998).

## Svenssons Analyserahmen

Zum Verständnis dieser Kritik ist es notwendig, den gedanklichen Rahmen von Svenssons Analyse des Inflation Targeting und des Monetary Targeting kurz zu skizzieren. Svenssons Diskussion beruht auf einem ziemlich konventionellen makroökonomischen Modelltypus, welcher genau bekannte ökonomische Strukturzusammenhänge, einschliesslich einer exakt bekannten Lagstruktur, unterstellt. Unsicherheit wird allein in der Form additiver Störterme berücksichtigt, nicht aber in der Form von Ungewissheit über Modell- und Lagstruktur. Der (einzige im Modell erscheinende) Zinssatz wird als Instrument der Zentralbankpolitik behandelt, erscheint also als eine rein politikbestimmte Variable. Das Modell funktioniert im Wesentlichen so, dass die Zentralbank durch eine Senkung des Zinssatzes mit einer Verzögerung von einer Periode die gesamtwirtschaftliche Nachfrage anregt und damit das Produktions- und Einkommensniveau erhöht, und vice versa. Eine «neutrale» Situation liegt dabei vor, wenn der Zinssatz so festgelegt wird, dass sich nach Abzug der erwarteten Inflationsrate gerade der «natürliche» Realzinssatz ergibt, d. h. jener Realzinssatz, der mit einer «Outputlücke» von Null respektive einer Nachfrage genau auf der Höhe des Potenzialoutputniveaus konsistent ist. Wird der Zinssatz über diesem Niveau festgesetzt, ergibt sich eine positive Outputlücke, und umgekehrt. Die Veränderung der Inflationsrate gegenüber der Vorperiode bestimmt sich dann durch die Outputlücke (der Vorperiode), also über einen kurzfristigen Phillipskurvenzusammenhang. Die Zentralbank bestimmt somit mit ihrer Zinspolitik das Einkommensniveau mit einer einperiodigen und die Inflationsrate mit einer zwei-periodigen Verzögerung. Diese Wirkungen der Geldpolitik können natürlich durch die Einflüsse von Störvariablen kurzfristig überlagert werden. An den Wirkungszusammenhängen der Geldpolitik ändert dies aber nichts.

Da die Zentralbankpolitik in diesem Modell als reine Politik der Zinsfestlegung charakterisiert wird, muss die Zentralbank die Geldmenge stets an die beim festgelegten Zinssatz ausgeübte Geldnachfrage anpassen, wobei Svensson auch hier eine einperiodige Verzögerung in der Anpassung der Geldnachfrage an Zinsänderungen unterstellt. Die Geldmenge wird also rein endogen mit einer Verzögerung von einer Periode durch die Zinspolitik der Notenbank bestimmt. Eine Interaktion zwischen Geldmenge, Zinssätzen und Produktion respektive Einkommen in der laufenden Periode findet annahmegemäss nicht statt. Es ist aus dieser Modellformulierung heraus

nahe liegend, dass Geldmenge und Geldnachfrage unter diesen Bedingungen für die Formulierung der Geldpolitik keine wesentliche Rolle spielen können – genau so, wie dies Svensson in seiner Analyse auch findet.

Svensson geht davon aus, dass die Zentralbank bestrebt sein sollte, mithilfe ihrer Politik die Abweichungen der Inflationsrate von einem Inflationsziel zu minimieren, dass sie zugleich aber mit einem gewissen Gewicht auch Schwankungen der Produktion und des Einkommens um ihren Normalwert herum zu vermeiden versuchen sollte. Er betont aber richtigerweise, dass zwischen den Zielgrössen Inflation und Output eine klare Asymmetrie besteht. Währenddem die Zentralbank mit ihrer Politik sowohl die durchschnittliche (trendmässige) Inflationsrate wie auch die Schwankungen der Inflationsrate um diesen Durchschnittswert herum bestimmt, muss sie das durchschnittliche Outputniveau (Potenzialoutputniveau) als realwirtschaftlich gegeben hinnehmen und sich darauf beschränken, auf die Schwankungen des Outputs um diesen Durchschnittswert herum einzuwirken. Es gibt also in diesem Sinn für die Geldpolitik kein mit dem von ihr wählbaren Inflationsziel vergleichbares (wählbares) Outputziel.

Wie sieht eine optimale Geldpolitik in diesem Kontext aus? Offensichtlich ist es unter den von Svensson modellierten Bedingungen effizient, wenn die Zentralbank ihre Instrumente direkt auf das angestrebte Endziel hin ausrichtet, also bei einem prioritären Endziel «Inflation» in erster Linie auf das Inflationsziel. Bei exakt bekannter Modellstruktur ist es stets problemlos möglich, genau jenen Instrumenteneinsatz zu berechnen, der mit dem angestrebten Endziel übereinstimmt. Eine monetäre Zwischenzielstrategie, egal mit welchem Zwischenziel, ist offensichtlich überflüssig. Anders ausgedrückt: Ein direktes, einstufiges Optimierungsverfahren ist optimal, ein zweistufiges Entscheidungsverfahren mit einem zusätzlichen, intermediären Ziel ist redundant und hat keine Rechtfertigung. Bei Unsicherheit in Form additiver Störelemente lässt sich aus der Instrumentenfestlegung natürlich nur auf die durchschnittliche oder «erwartete» Zielerreichung schliessen, d. h. man kann den Instrumenteneinsatz so festlegen, dass das Endziel im Durchschnitt bzw. im Erwartungswert realisiert wird. Dies ist genau das, was Svensson als Inflation Targeting resp., bei additiver Unsicherheit, als Inflation Forecast Targeting beschreibt: Die Zentralbank reagiert mit ihrem Instrument auf Abweichungen zwischen der Inflationsprognose und ihrem Inflationsziel bzw. sie bestimmt den Instrumen-

teneinsatz so, dass die erwartete Inflationsrate mit dem Inflationsziel übereinstimmt. Die Geldmenge und die Geldnachfrage können unter diesen Bedingungen als Indikatorvariablen für die Geldpolitik nur eine Rolle spielen, wenn und soweit sie für die Inflationsprognose relevante Informationen enthalten. In dem von Svensson verwendeten Modelltypus ist dies, wie bereits erwähnt, offensichtlich nicht der Fall: Die Geldmenge ist eine mit einperiodiger Verzögerung durch den von der Zentralbank festgelegten Zinssatz und die Geldnachfrage rekursiv bestimmte Grösse und kann für die geldpolitischen Entscheidungen der Zentralbank keine Rolle spielen.

Auf diesem gedanklichen Hintergrund diskutiert Svensson das Monetary Targeting und die Strategie der EZB. Was das Monetary Targeting betrifft, unterscheidet er zwischen einer «strikten» und einer «flexiblen» Version. Striktes Monetary Targeting bedeutet, dass die Zentralbank die Geldmenge als eine zusätzliche, intermediäre Zielgrösse (neben der Endzielgrösse Inflation) einführt, wobei der Zielwert so bestimmt ist, dass er im Erwartungswert mit der angestrebten Inflationsrate konsistent ist. Die Zentralbank versucht dann, die Abweichungen der Geldmenge von diesem Zielwert möglichst gering zu halten. Wie bereits erwähnt ist dies bei einer bekannten ökonomischen Struktur, welche höchstens durch additive Störterme kompliziert wird, nicht optimal.<sup>7</sup> Flexibles Monetary Targeting andererseits bedeutet, dass die Zentralbank die eben genannte Problematik berücksichtigt und das Zwischenziel immer so anpasst, dass es mit dem angestrebten Endziel konsistent ist. Diese Art von Monetary Targeting, welche viel näher bei dem ist, was die eine Politik der Geldmengenziele verfolgenden Notenbanken wirklich praktizieren, ist im Endergebnis äquivalent mit Svenssons Inflation Forecast Targeting (Svensson spricht deshalb auch von «Inflation Targeting in Disguise»), also mit der effizienten Strategie, ist aber unnötig kompliziert (und behindert gemäss Svensson die Kommunikation der Zentralbank mit der Öffentlichkeit, vgl. Abschnitt 4). Die monetäre Strategie der EZB ist für Svensson aus dem Grunde unglücklich gewählt und abzulehnen, weil sie der Geldmenge eine prominente Rolle einräumt, d.h. zumindest teilweise die Verfahren des Monetary Targeting übernimmt.

### **Die Rolle von Ungewissheit über Modell- und Lagstruktur**

Ist dies eine sinnvolle Interpretation des Monetary Targeting? Ich bin der Meinung, dass Svenssons Diskussion dem Gedanken des Monetary Targeting

und der Rolle der Geldmenge in einer geldpolitischen Strategie nicht wirklich gerecht wird. In Svenssons Diskussionsrahmen, d.h. bei Absenz von Ungewissheit über Modell- und Lagstruktur, ist ein einstufiges Optimierungsprozedere immer vorzuziehen und hat somit eine monetäre Zwischenzielvariable in offensichtlicher Weise keinen Platz. Dies ist eigentlich in der Literatur unbestritten. Es trifft zwar meines Erachtens zu, dass eine rigorose Begründung einer zweistufigen Strategie mit Zwischenziel auf formal-analytischer Ebene bisher von niemandem wirklich befriedigend geleistet worden ist. Die entsprechenden Argumentationen sind immer in verbaler und etwas unpräziser Form vorgebracht worden. Es war aber immer klar, dass die Rechtfertigung für eine Zwischenzielstrategie essenziell in Unsicherheit über die Modell- und Lagstruktur begründet sein muss; vgl. z.B. Brunner und Meltzer (1969) oder Friedmans lange und variable Lags (Friedman, 1959, 1968). Wenn man das Monetary Targeting, aufgefasst als zweistufiges Verfahren mit Zwischenziel, ernsthaft analysieren will, müsste man daher die Diskussion auf dieser Ebene aufnehmen und prüfen, ob es sich unter diesen Bedingungen als vereinfachtes Verfahren («rule of thumb») rechtfertigen lässt. Etwas anderes ist von seinen Vertretern nie wirklich beansprucht worden. Dies tut aber Svensson nicht. Er beweist stattdessen etwas, was im Grunde genommen völlig unkontrovers ist, nämlich die Optimalität eines einstufigen Optimierungsverfahrens bei exakt bekannter Modell- und Lagstruktur. Dabei ist daran zu erinnern, dass in der ökonomischen und wirtschaftspolitischen Realität Ungewissheit über Modell- und Lagstruktur zu den zentralen Herausforderungen zählen. Ich glaube deshalb, dass Svensson das Monetary Targeting auf einer Ebene diskutiert, auf der es nicht diskutiert zu werden braucht, und dass er es umgekehrt nicht auf jener Ebene diskutiert, auf der es diskutiert werden sollte.

<sup>7</sup> Vgl. dazu Friedman (1975) oder Niehans (1978).



## Alternative Modellformulierungen und die Rolle des Geldes in der Geldpolitik

Aber selbst wenn wir auf der Basis einer exakt bekannten Modell- und Lagstruktur argumentieren, so dass ein einstufiges Entscheidungsprozedere effizient ist, lässt sich Svenssons Ergebnis, wonach Geldmenge und Geldnachfrage für die optimale Geldpolitik irrelevante Variable seien, bei einer allgemeinen Betrachtungsweise hinterfragen. Dieses Ergebnis ist für den von Svensson verwendeten Modelltyp sicherlich folgerichtig. Wir können aber durchaus alternative Spezifikationen der ökonomischen Struktur in Betracht ziehen, welche a priori ebenso vernünftig und vertretbar sind wie die von Svensson bevorzugte, jedoch dieses Ergebnis in Frage stellen und dem Geld eine potenziell bedeutende Rolle für die Geldpolitik zurückgeben. Im Folgenden seien vier Alternativen betrachtet, welche das Modell von Svensson in diesem Sinne in nicht trivialer Weise verändern:

### *a. Geldmarktzins versus Kapitalmarktzins und explizite Modellierung des monetären Kontrollprozesses*

Svenssons Überlegungen basieren auf einem Modell, welches nur einen Zinssatz und nur ein monetäres Aggregat enthält, entsprechend dem verbreiteten makroökonomischen Standardmodell (IS-LM, AS-AD). Ein Modell dieser Abstraktionsstufe ist für die Analyse zahlreicher makroökonomischer und auch geldtheoretischer Fragestellungen sicher zweckmässig. Es erlaubt aber keine Beschreibung des Prozesses, über welchen die Zentralbank mithilfe ihrer eigentlichen Instrumente die Geld- und Finanzmärkte, und damit den Kapitalmarktzins und die verschiedenen Geldaggregate, beeinflusst. Insofern stellt sich die Frage, ob es für eine explizite Analyse des geldpolitischen Kontrollprozesses und alternativer geldpolitischer Strategien wirklich einen geeigneten Rahmen abgibt. Wir können stattdessen ein Modell betrachten, welches explizit zwischen dem Geldmarktzins und dem Kapitalmarktzins sowie zwischen dem Markt für Zentralbankgeld (Basisgeld) und jenem für die breiteren Geldaggregate differenziert. Die Zentralbank kann dann den Geldmarktzins als ihr Instrument benutzen, wie dies bei den meisten Notenbanken der Fall ist, aber der Kapitalmarktzins, der für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage bestimmend ist, wird endogen durch die Marktkräfte bestimmt. Dabei sind die Erwartungen sowie die relativen Liquiditätscharakteristika der verschiedenen Segmente des Finanz- und Geldmarktes (und damit die relativen Nachfragen nach Zentralbankgeld, weitergefassten

Geldaggregaten und anderen Finanzaktiva) entscheidend, setzen sie doch die Bedingungen für ein Gleichgewicht in diesen Märkten. Das Verhältnis zwischen den verschiedenen Zinssätzen wird dann mitbestimmt durch relative Nachfrage- und Angebotsverschiebungen in diesen Märkten, d.h. durch finanzielle und monetäre Faktoren, und die Geldmengen und Geldnachfragen erhalten wieder eine potenziell bedeutende Rolle für die Geldpolitik, selbst in einem Rahmen, der ansonsten jenem von Svensson entspricht. Dies bedeutet Berücksichtigung jener Faktoren und Einflüsse, welche traditionellerweise als «Geldmultiplikatorschocks» bezeichnet worden sind und welche in der etablierten Geld- und Makrotheorie eine erhebliche Tradition besitzen und insbesondere in den 60er und 70er Jahren von Autoren wie Brunner und Meltzer (1968) oder Tobin (1969) intensiv diskutiert worden sind, seither aber zu Unrecht stark in den Hintergrund geschoben worden sind. Eine Kontrolle des Geldmarktzinses bedeutet nicht eine direkte Kontrolle des (nominellen und realen) Kapitalmarktzinses, und der Zusammenhang zwischen beiden ist beeinflusst von Geld- und Finanzmarktentwicklungen und -störungen. Dass dies in der Realität der Fall ist und den Zusammenhang zwischen Geldpolitik (Geldmarktzins) und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage wesentlich undurchsichtiger macht, als dies das Standardmodell von Svensson suggeriert, dürfte in der geldpolitischen Praxis unbestritten sein. Der Geldmarkt lässt sich dann nicht mehr einfach als Appendix an ein von ihm unabhängiges Inflations- und Outputbestimmungsmodell anheften, wie dies bei Svensson der Fall ist.

### *b. Alternative Inflationsbestimmungsgleichung*

Svenssons Analyse beruht auf einer Inflationsanpassungsgleichung, welche die Inflationsrate im Wesentlichen aus der Inflationsrate der Vorperiode und der Nachfragerlücke (der Vorperiode) bestimmt. Eine alternative Formulierung des Inflationsbestimmungsprozesses, welche a priori ebenso gut vertretbar erscheint, erklärt die Anpassungen von Preisniveau und Inflation aus der Diskrepanz zwischen effektiver und langfristig gewünschter realer Geldhaltung bzw., anders ausgedrückt, aus der «Preislücke», wie sie vom sog.  $P^*$ -Ansatz definiert wird. Es ist zwar zuzugeben, dass eine über alle Zweifel erhabene mikroökonomische Fundierung einer solchen Preisanpassungsgleichung nicht vorliegt. Das gilt aber genau so für alternative Preisanpassungsgleichungen und insbesondere für die Phillipskurvenformulierung, welche von Svensson und dem makro-

ökonomischen Standardansatz bevorzugt wird. Im Sinne theoretischer Tradition können beide Ansätze vergleichbare Ansprüche erheben, und der hier genannte alternative Ansatz bringt sogar besser die traditionelle (und gegenüber der Öffentlichkeit relativ leicht vermittelbare) theoretische Grundvorstellung zum Ausdruck, dass die Inflation fundamental ein monetäres Phänomen ist. Bei dieser alternativen Formulierung sind Geldmenge und Geldnachfrage unmittelbar für die Inflationsprognose und damit auch für die Formulierung der Geldpolitik relevant. Für diese alternative Variante spricht auch die empirische Tatsache, dass Geldmengenaggregate tatsächlich einen wichtigen Beitrag zu optimalen Inflationsprognosen zu leisten in der Lage sind (vgl. z.B. Jordan 1999).

*c. Simultaneität zwischen Zinssatz, Geldmenge und Güternachfrage und automatische Stabilisatoreffekte einer Geldmengenpolitik*

Svenssons Analyse beruht auf einer speziellen zeitlichen Abfolge der Geschehnisse, bei der die Zentralbank den Zinssatz der laufenden Periode festsetzt und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, das Outputniveau und die Geldmenge der Nachperiode sowie die Inflationsrate der übernächsten Periode beeinflusst. Für die laufende Periode ist, abgesehen von der Geldpolitik und den laufenden Störeinflüssen, alles vorherbestimmt. Die Geldpolitik der Periode  $t$  ist also effektiv die Geldpolitik für die Periode  $t+1$  (und  $t+2$ ). Es gibt in diesem Modell keine Möglichkeit, den Effekt einer in Periode  $t$  auftretenden (nichtantizipierten) Nachfragestörung auf das Outputniveau von Periode  $t$  zu dämpfen. Die Wahl des Zinssatzes für Periode  $t$  durch die Zentralbank hat keinerlei Konsequenzen in Periode  $t$ , weder im Gütermarkt noch im Geldmarkt. Man könnte also beispielsweise den Zinssatz in Periode  $t$  verdoppeln, ohne dass dies die Geldmarktverhältnisse in Periode  $t$  in irgendeiner Weise stören würde. Alle Auswirkungen finden erst in Periode  $t+1$  statt.

Ist es sinnvoll, bei der Analyse geldpolitischer Prozesse mit Modellen zu arbeiten, welche keinerlei Simultaneität zwischen Zinssatz, Geldmenge und Nachfrageschocks innerhalb der Periode zulassen? In meinem Urteil ist dies fragwürdig; sicher in einem Jahresmodell, aber selbst in einem Quartalsmodell. In einer fundamentalen Hinsicht sind Entscheidungen über Zinssätze immer auch Entscheidungen über Mengen an Liquidität oder Geld. Eine vernünftige Spezifikation des Geldmarktes und der Geldpolitik sollte diese Simultaneität irgendwie zum Ausdruck bringen.

Die traditionelle Analyse der Geldpolitik tut dies auch in beträchtlichem Mass. So beruht die ganze auf Poole (1970) zurückgehende Analyse von Geldmengen- versus Zinsstrategien in der Geldpolitik genau auf dieser Simultaneität und den durch sie ins Spiel gebrachten unterschiedlichen automatischen Stabilisatoreffekten dieser beiden Politikvarianten. In einem Modell, welches eine gewisse Simultaneität in der Bestimmung von Zinssatz, Geldmenge und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage zulässt (was die Existenz zusätzlicher verzögerter Wirkungszusammenhänge nicht ausschliesst) hat die Notenbank die Wahl – im Gegensatz zum Ansatz von Svensson – einen Zinssatz oder ein monetäres Aggregat als «Instrument» zu benutzen. Im ersten Fall muss sie (wie bei Svensson) die Bestimmung der Geldmenge den Marktkräften überlassen, im zweiten Fall die Bestimmung des Zinssatzes. Der Vorteil der Geldmengenstrategie liegt dann bekanntlich gemäss Poole genau darin, dass die bei fixierter Geldmenge durch eine Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage automatisch ausgelöste Zinserhöhung von selbst eine stabilisierende Wirkung auf die Nachfrage ausübt, welche im Fall einer Zinsfestlegung nicht eintritt. Im Falle einer Störung im monetären Bereich liegt der Vorteil natürlich umgekehrt bei der Zinspolitik.

Es gibt also Bedingungen, unter denen eine Politik der Geldmengenfestlegung Vorteile hat gegenüber einer Politik der Zinsfestlegung. Es ist klar, dass in solchen Fällen die optimale Politik eine Politik ist, für welche Geldmenge und Geldnachfrage Relevanz haben. Svenssons Analyserahmen schliesst aber die Betrachtung solcher Zusammenhänge a priori aus. Bei der von ihm unterstellten Modellstruktur können eine Politik der Geldmengenfixierung und ihre Vorteile im Sinne von Poole überhaupt nicht diskutiert werden, da nur der Zinssatz für die Zentralbank als Politikinstrument verfügbar ist, nicht jedoch die Geldmenge.

Ich möchte an dieser Stelle betonen, dass diese Problematik meines Erachtens nichts zu tun hat mit der Tatsache, dass die meisten Notenbanken in der operativen Durchführung ihrer Geldpolitik einen Geldmarktzinssatz und nicht ein monetäres Aggregat als Instrument verwenden. Der Zinssatz, der im von Svensson benutzten Standardmakromodell erscheint, muss sinnvollerweise nicht als Geldmarktsatz, sondern als Kapitalmarktzinssatz interpretiert werden, weil es dieser Zinssatz ist, welcher die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mitbestimmt. Der Kapitalmarktzins ist aber genau so wenig ein direktes Instrument der Zentralbankpolitik wie die weit gefassten Geldmengenaggregate, sondern eine Grösse, welche (wie diese) über einen monetären Kontrollprozess in Abhängigkeit von den eigentlichen Instrumenten endogen bestimmt wird. Wenn wir auf der Abstraktionsstufe des von Svensson verwendeten Standardmakromodells argumentieren, dürfen wir genau so gut die Geldmenge wie den Kapitalmarktzinssatz vereinfachend als Instrument betrachten, unabhängig davon, ob die Notenbank auf der (hier gar nicht modellierten) operativen Ebene über einen Geldmarktzinssatz operiert oder nicht. Es geht hier vielmehr um die Frage, ob und unter welchen Umständen die Zentralbank über die Ausrichtung ihrer Politik auf die Geldmenge ein stabilisierendes Element in die Politik hineinzubringen vermag, welches sonst nicht wirksam werden kann. Dadurch, dass Svensson mit seiner Modellformulierung diese Möglichkeit gar nicht zulässt, gibt er seiner Diskussion zum Vornher ein eine Neigung zuungunsten des Geldes.

*d. Unsicherheit über den «natürlichen»  
Realzinssatz*

Modelle der Geldpolitik unterstellen heute in der Regel, dass die Zentralbank problemlos in der Lage ist, ihre Instrumente so einzusetzen, dass sie «im Durchschnitt» (d.h. bei Abwesenheit von Störfaktoren) ihre Zielvorstellungen realisiert. Evaluierungskriterium für die Beurteilung alternativer Verfahren ist dann allein jenes der Minimierung der Schwankungen der Zielvariablen um diesen Durchschnittswert herum, bei einem Inflationsziel also die Minimierung der Schwankungen der Inflationsrate um das Inflationsziel. In der geldpolitischen Diskussion dominieren damit kurzfristig Stabilisierungsüberlegungen. Ich glaube aber, dass in der praktischen Geldpolitik das zentrale Problem häufiger darin besteht, Prozeduren zu finden, welche sicherstellen, dass die trendmässige Inflationsrate nicht vom angestrebten Zielpfad wegläuft. So liegt bei einer Geld-

mengenstrategie das zentrale Problem darin, angesichts von Ungewissheit über Verlauf und Stabilität der Geldnachfrage die «richtige» (d.h. mit der angestrebten Inflationsrate vereinbare) trendmässige Zuwachsrates für die Geldmenge zu finden. Die Schwierigkeit dieser Aufgabe wird häufig als Hauptgrund für die Ablehnung einer Geldmengenstrategie vorgebracht. Es wird aber relativ selten darauf hingewiesen, dass bei alternativen Verfahren und insbesondere bei jenen des Inflation Targeting ein völlig vergleichbares und potenziell genau so schwer wiegendes Problem vorliegt.

Das Inflation Targeting hat natürlich – wie jedes andere Verfahren, welches die Zielsetzung Preisstabilität wirklich ernst nimmt – den Vorteil, dass es eine dauerhafte und zunehmende Entfernung der Inflation vom angestrebten Pfad nicht zulässt, würde dies doch zwangsläufig früher oder später zu korrektiven geldpolitischen Eingriffen führen. Zu vermeiden, dass wir – wenn auch nur vorübergehend – auf einen falschen Pfad geraten, bleibt dennoch eine zentrale Herausforderung der Geldpolitik. Je rascher solche Fehlentwicklungen entdeckt und korrigiert werden, umso geringer und von kürzerer Dauer werden entsprechende Abweichungen bleiben und umso massvoller können die notwendigen korrektiven Massnahmen ausfallen. Diskussionen des Inflation Targeting, auch jene von Svensson, unterstellen in der Regel, dass die Wirtschaftspolitik (und auch die übrigen Agenten des Wirtschaftsgeschehens) die Höhe des «natürlichen» Realzinssatzes genau kennen. Dieser bildet stets den Bezugspunkt für die richtige Festlegung des Zinsinstruments durch die Notenbank. Der natürliche Realzinssatz ist jener reale Zinssatz, der bei Abwesenheit von Störungen den Gütermarkt gerade im Gleichgewicht hält, d.h. eine Güternachfrage in der Höhe des Potenzialoutputs generiert resp. für eine Outputlücke von Null sorgt. Eine falsche Einschätzung des natürlichen Zinssatzes führt zu einer falschen Festlegung des Zinsinstruments durch die Notenbank, d.h. zu einer fehlerhaften Geldpolitik, relativ zu jener, welche gemäss dem Verfahren des Inflation Targeting richtigerweise befolgt werden sollte.

Eine Zinsdifferenz von einem halben oder gar einem ganzen Prozent über eine Phase von einer gewissen Länge aufrechtzuerhalten kann dabei für die Geldpolitik eine schwer wiegende Differenz ausmachen. Aber wer weiss schon exakt, ob der wahre Wert des natürlichen Realzinssatzes heute bei 2%, 2,5% oder 3% (oder noch einem anderen Wert) liegt? Dies ist auch nicht in trivialer Weise aus der Beobach-

tung irgendeiner wirtschaftlichen Grösse ablesbar. Ich bin überzeugt, dass eine Umfrage unter Fachleuten diesbezüglich eine erhebliche Ungewissheit zum Ausdruck bringen würde. Dadurch, dass Diskussionen des Inflation Targeting diese Fehlerquelle in der Regel ignorieren, wird dieses Verfahren relativ zu einem solchen, welches der Geldmenge eine wichtige Indikatorvariable zugesteht, zu günstig dargestellt. Ein echter Vergleich müsste auf beiden Seiten von vergleichbaren Diskussionsgrundlagen ausgehen.

### Fazit

Die Folgerung, dass die Strategie der EZB allein deswegen ein ineffizientes Verfahren darstellt, weil sie der Geldmengenentwicklung eine prominente Rolle zuordnet, scheint mir zu kurz gegriffen und in dieser Form nicht gerechtfertigt. Die Kritik von Svensson ist stark modellabhängig und orientiert sich viel zu ausschliesslich an einem ganz bestimmten, von ihm bevorzugten Modelltypus des Wirtschaftsablaufes, welcher in gewissen Hinsichten zwar dem üblichen makroökonomischen Standardmodell entspricht, in anderen Hinsichten aber sehr speziell spezifiziert und für die Analyse des geldpolitischen Entscheidungs- und Übertragungsprozesses nicht besonders geeignet ist. Es gibt meines Erachtens nach wie vor gute Gründe, dem Geld im Rahmen einer grundsätzlich auf ein Inflations- oder Preisstabilitätsziel ausgerichteten Geldpolitik eine wesentliche Rolle beizumessen. Ob dies in der Form von einer von zwei nebeneinander stehenden «Säulen» geschieht wie bei der EZB oder einfach in Form einer wichtigen Indikatorgrösse innerhalb einer umfassenden Beurteilung der Inflationsperspektiven – was von der grundsätzlichen Logik her eigentlich noch sinnvoller wäre –, ist für mich letztlich relativ nebensächlich. Jedenfalls erscheint mir die EZB-Strategie aus dieser Perspektive als ein alles in allem durchaus vertretbares Verfahren, welches die massive Kritik, der sie aufgrund ihrer Betonung der Geldmengenentwicklung ausgesetzt ist, nicht verdient.

## 3 Die EZB-Strategie im Vergleich zum Monetary Targeting

Die Strategie der EZB ist auch von Seiten von Exponenten des Monetary Targeting kritisch unter die Lupe genommen und evaluiert worden. Insbesondere eine Gruppe von Ökonomen, welche als EMU-Monitor auftritt (P. Artus, E. Bomhoff, J. von Hagen, M. J. M. Neumann und A. Penati) haben in verschiedenen Presseerklärungen zur EZB-Politik und -Strategie Stellung genommen. Diese Beobachter, welche aus der Tradition des Monetarismus und der Geldmengenpolitik der Deutschen Bundesbank heraus argumentieren, haben in ihrer ersten Erklärung vom Sommer 1998<sup>8</sup> der EZB eine Strategie empfohlen, welche auf ein mittelfristiges Inflationsziel ausgerichtet ist und zur Realisierung dieses Ziels eine Politik der Geldmengenkontrolle (Monetary Targeting) einsetzt, in Fortführung der früheren Praxis der Deutschen Bundesbank.

Diese Beobachter werfen der EZB im Gegensatz zu manchen Exponenten des Inflation Targeting nahegelegenerweise nicht vor, dass die Geldmengenentwicklung in ihrer Strategie als wichtiges Element Berücksichtigung findet. Wenn Kritik bezüglich der Strategieformulierung unterschwellig doch etwas anklingt, so umgekehrt aufgrund der Tatsache, dass sich die EZB nicht klar für ein reines Monetary Targeting entschieden hat, sondern für eine Mischform. In den Empfehlungen ihrer ersten Erklärung hatte die Gruppe Ablehnung gegenüber einer gemischten Strategie zum Ausdruck gebracht, mit dem Argument, dass eine solche verwirrend wirke und damit Verantwortlichkeiten verwische und die Leistungsüberprüfung erschwere. Dieser Vorwurf erscheint mir allerdings in dieser allgemeinen Form nicht gerechtfertigt. Eine Vermischung zweier separater Strategien hätte diese Folge, wenn die beiden Einzelstrategien widersprüchlich und in ihren Zielsetzungen inkonsistent wären. Wenn aber dieselben Zielvorstellungen vorliegen und die beiden Einzelstrategien prinzipiell miteinander konsistent sind, braucht dies nicht der Fall zu sein: Monetary Targeting ist im Kern genau so auf ein Inflationsziel ausgerichtet wie Inflation Targeting. Insofern besteht überhaupt kein Widerspruch.

Zu diesem Schluss scheinen schliesslich die EMU-Monitore selber ebenfalls gekommen zu sein: Alles in allem liegt die EZB-Strategie hinreichend nahe bei ihrer Wunschstrategie, sodass sie deren Ankündigung in ihrer zweiten Erklärung vom Dezember 1988 zu begrüssen und diese Akzeptanz in ihrer

<sup>8</sup> EMU-Monitor: Press Statement No. 1, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, 9 July 1998.

dritten Erklärung vom Juni 1999 zu bestätigen vermögen.<sup>9</sup> Der Referenzwert für das  $M_3$ -Wachstum diene demselben Zweck wie das Geldmengenziel der Bundesbank, nämlich der Verankerung von Inflation und Inflationserwartungen, und es sei analog zum Geldmengenziel der Bundesbank abgeleitet aus Annahmen über das trendmässige Wachstum des Realeinkommens und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes. Sie empfehlen allerdings der EZB, anstelle eines punktmässigen Referenzwerts ein Referenzband für das  $M_3$ -Wachstum einzuführen. Der Referenzwert müsse angesichts der vorherrschenden Ungewissheit, in deren Rahmen die EZB operieren müsse, zukünftig überprüft und wenn nötig angepasst werden. Sollte dies nötig sein, sollte die EZB vor einer entsprechenden Anpassung nicht zurückschrecken, aber die Gründe dafür überzeugend erklären.

Die EMU-Monitor-Gruppe neigt etwas zu stark dazu, die EZB-Strategien als «de facto Monetary Targeting» für ihre Seite in Anspruch zu nehmen und die zweite «Säule» dieser Strategie, die Betonung der Inflationperspektiven, einfach als dekoratives Zusatzelement abzutun. Dies wirkt mit umgekehrten Vorzeichen etwas ähnlich, wie wenn Svensson das («flexible») Monetary Targeting als de facto Inflation Targeting («Inflation Targeting in Disguise») bezeichnet. Dies hat natürlich alles im Kern eine gewisse Berechtigung. Aber es bringt in erster Linie einfach zum Ausdruck, dass in der Praxis ein «aufgeklärtes» Monetary Targeting und ein entsprechendes Inflation Targeting eben nicht so weit voneinander liegen, wie das in der theoretischen Grundsatzdebatte häufig den Anschein hat. Aber dann sollte man zwischen den beiden Ansichten auch keine Auseinandersetzungen mit religiösem Eifer führen.

Die EMU-Monitor-Gruppe beanstandet, wie die Kritiker aus dem Lager des Inflation Targeting, einen Mangel an Transparenz und «accountability» der bisherigen EZB-Politik. Sie scheint aber mit dieser Kritik in erster Linie zum Ausdruck bringen zu wollen, dass die EZB bisher in ihrer Kommunikationspolitik gegenüber der Öffentlichkeit nicht immer optimal agiert hat, ohne dies direkt mit der geldpolitischen Strategie der EZB in Verbindung zu bringen (wie Svensson dies tut) und daraus Forderungen nach institutionellen Vorkehrungen, wie Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen und individuellem Abstimmungsverhalten, abzuleiten.

9 EMU-Monitor: Press Statement No. 2 und 3, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, 17 December and 2 June 1999.

## 4 Transparenz und Rechenschaftspflicht

Leidet die Geldpolitik der EZB an einem Mangel an Transparenz und einem Defizit bei den Vorkehrungen zur Rechenschaftsablegung gegenüber der Öffentlichkeit? Eine Vielzahl von Kritiken hat Vorwürfe dieser Art an die EZB gerichtet. Diese Vorwürfe werden zum Teil direkt mit den von der EZB gewählten geldpolitischen Verfahren in Zusammenhang gebracht, zum Teil unabhängig von diesen als Folge mangelhafter institutioneller Vorkehrungen gesehen.

Es ist keine Frage, dass Transparenz und Rechenschaftsablegung für die Geldpolitik Elemente von zentraler Bedeutung darstellen. Darin herrscht praktisch allgemeine Übereinstimmung zwischen allen Teilnehmern der Diskussion um die EZB-Politik. Die Pflicht zur Rechenschaftsablegung ist notwendiges Gegenstück zur Zentralbankunabhängigkeit und entscheidend für die demokratische Legitimierung der Zentralbankpolitik. Beide, sowohl die Unabhängigkeit der Zentralbank wie die Rechenschaftspflicht, setzen sinnvollerweise die Vorgabe einer klaren Zielsetzung und Aufgabenstellung für die Zentralbankpolitik voraus. Die Zentralbank ist unabhängig bei der Erfüllung dieser ihr vorgegebenen Aufgabe, und ihre Rechenschaftspflicht bezieht sich auf die Erfüllung dieser Aufgabe. Die Transparenz des geldpolitischen Entscheidungsprozesses stärkt das Verständnis der Geldpolitik in der Öffentlichkeit, reduziert Ungewissheit und dient so der Effektivität der Geldpolitik. Sie ist damit auch Voraussetzung für eine wirkungsvolle Evaluation und Kontrolle der Zentralbankpolitik. Wirksame Rechtfertigungspflicht und Transparenz sind wichtige Determinanten der Glaubwürdigkeit der Geldpolitik. Sie schaffen für die Zentralbank klare Anreize, ihre Politik tatsächlich und nach besten Kräften an den ihr vorgegebenen Zielsetzungen auszurichten und einen möglichst hohen Grad der Zielerreichung anzustreben. Dies gilt für Zentralbanken im Allgemeinen, ganz besonders jedoch für eine neu geschaffene Währung und Zentralbank, welche noch auf keine Geschichte und keine auf dieser basierende selbsterworbene Glaubwürdigkeit zurückschauen können.

Was bedeuten aber «Transparenz» und «wirkliche Verpflichtung zur Rechenschaftsablegung» konkret? Über die Auslegung dieser Grundsätze und ihre institutionellen und verfahrensmässigen Implikationen findet heute eine teilweise recht heftige Diskussion statt. Von verschiedener Seite wird der EZB in starken Worten mangelnde Transparenz und fehlende Bereitschaft zur Rechenschaftsablegung vorgeworfen. Dabei meinen allerdings nicht alle Diskussions Teilnehmer mit ihrer Kritik dasselbe, und manches wirkt etwas sektiererisch und teilweise stark durch die Orientierung an unterschiedlichen nationalen Zentralbankmodellen geprägt. Gewisse Überlegungen andererseits sind durchaus bedenkenswert.

Inwiefern machen EZB-Kritiker einen Mangel an Transparenz und Rechenschaftsablegung aus? Was für Folgerungen leiten sie daraus ab? Wie sind diese Folgerungen zu beurteilen? Mit diesen Fragen will ich mich im vorliegenden Abschnitt auseinander setzen.

### **Grundsätze der Kritik**

Am wenigsten weit gehen in ihrer Kritik die Mitglieder der bereits oben erwähnten EMU-Monitor-Gruppe. Sie werfen in ihrer dritten Erklärung vom Juni 1999 der EZB zwar einen schwer wiegenden Mangel an Transparenz vor. Sie beziehen sich dabei in erster Linie auf die teilweise widersprüchlichen Äusserungen von EZB-Exponenten zur Rolle des Wechselkurses in der europäischen Geldpolitik sowie auf die in den Augen der Gruppe nicht völlig überzeugende Begründung für die Zinssenkung vom April 1999. Diese Kritik läuft in erster Linie auf den Vorwurf einer nicht optimalen Kommunikationspolitik hinaus, ohne dass sie mit den geldpolitischen Verfahren der EZB ursächlich in Verbindung gebracht würde. Die Gruppe bekundet im Gegenteil für diese Verfahren recht weit gehende Zustimmung. Transparenz erfordere im Wesentlichen eine über die Zeit hinweg konsistente, auf klarer und für das Publikum verständlicher Basis durchgeführte und mit dem Zentralbankauftrag übereinstimmende Geldpolitik. Ein wichtiger Teil dieser Forderung sei jene nach einem konsistenten Argumentationsrahmen für Analyse sowie Kommunikation der Geldpolitik. Die Gruppe betont, meines Erachtens zu Recht, dass diese Grundeinsicht wichtiger ist als spezifische Einzelmassnahmen wie die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen und dergleichen. Ein klar formuliertes und gut vermittelbares geldpolitisches Konzept und häufige Auftritte von EZB-Exponenten in der Öffentlichkeit erscheinen der Gruppe als gute Mittel für die Erfüllung dieser Aufgabe.

Gegenüber Forderungen wie jener nach der Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen, des Abstimmungsverhaltens der EZB-Ratsmitglieder und von Inflationsprognosen bleiben sie indessen skeptisch. Sie scheinen also die von der EZB gewählten Verfahren und institutionellen Vorkehrungen im Wesentlichen zustimmend zur Kenntnis zu nehmen, kritisieren aber die konkrete Durchführung, zumindest der Kommunikationsaufgabe, des ersten Halbjahres der EZB-Politik als nicht in jeder Hinsicht überzeugend. Dieser Vorwurf erscheint mir in der Tat nicht ganz ungerechtfertigt. Zugleich ist aber beizufügen, dass es keine Zentralbank der Welt gibt – und wohl auch nie eine geben wird – welche vor Fehlern dieser Art völlig gefeit ist.

Am weitesten in seiner Kritik geht Svensson, welcher den Vorwurf mangelnder Transparenz und Rechenschaftsablegung mit seinem Vorwurf verbindet, die EZB habe mit ihrer monetären Zweifelferstrategie ein im Vergleich zum Inflation Targeting ineffizientes geldpolitisches Verfahren gewählt. Eine ineffiziente, «unklare» Strategie verursache zwangsläufig auch Intransparenz der Geldpolitik und verhindere eine wirksame Rechenschaftsablegung. Wie in Abschnitt 2 erläutert wurde, präsentiert Svensson das von ihm propagierte Inflation Forecast Targeting als optimales Verfahren der Geldpolitik und beurteilt die EZB-Strategie als ineffizient, weil sie einer geldpolitisch irrelevanten Variablen, der Geldmenge  $M_3$ , als einem ihrer beiden Pfeiler einen zentralen Stellenwert einräume (und den anderen, in seinem Urteil wesentlichen Pfeiler, die Inflationsprognose, nur intern, nicht aber in der Kommunikation nach aussen, verwenden wolle). Man könne allerdings die effiziente Geldpolitik auch über den Umweg der Geldmenge formulieren und darstellen, wenn man die Geldmengenziele resp. -referenzwerte flexibel interpretiere, doch sei dies unnötig kompliziert und in der Kommunikation zwangsläufig intransparent und ineffizient.

Ich habe in Abschnitt 2 diskutiert, weshalb ich dies als eine zu enge – weil von einem fast blinden Vertrauen in ein spezifisches ökonomisches Strukturmodell getragene – Betrachtungsweise halte, welche in allgemeinerer Sicht nicht vertretbar ist. Im Übrigen orientiert sich Svensson – genau so wie Buiter, auf dessen Kritik ich gleich eingehen werde – sehr stark am geldpolitischen Verfahrensmodell, welches die UK-Regierung vor kurzem für die Bank of England eingerichtet hat und welches ähnlich auch für die Schwedische Reichsbank gilt, und übernimmt die aus diesem Modell bekannten Forderungen nach

einer Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle des leitenden Zentralbankremiums, des individuellen Abstimmungsverhaltens der Mitglieder dieses Gremiums sowie der Inflationsprognosen, auf welchen die Entscheidungen dieses Gremiums beruhen. Von Tabellini (1998) übernimmt er die Forderung nach einer starken Kontrolle der EZB durch das Europäische Parlament.

Als weiterer EZB-Kritiker der ersten Stunde ist Buiter (1999) zu nennen, der als Mitglied des Monetary Policy Committee der Bank of England im Wesentlichen eine EZB genau nach dem Vorbild der Bank of England wünscht. Buiter verbindet seine Kritik nicht direkt mit den geldpolitischen Verfahren der EZB, argumentiert aber ansonsten genau wie Svensson und propagiert dieselbe Reihe von institutionellen Vorkehrungen und Verfahren nach dem Abbild der Bank of England, welche in seinem Urteil dringend geboten sind, wenn nicht das Überleben von Währungsunion und Euro gefährdet werden sollte.

Im Folgenden will ich auf die wichtigsten dieser Vorwürfe und prozeduralen Änderungsvorschläge einzeln eingehen und zu diesen Stellung nehmen.

### **Ist das Inflationsziel der EZB klar genug definiert?**

Zentralbankunabhängigkeit und wirksame Rechenschaftsablegung und Erfolgskontrolle für die Geldpolitik setzen eine klare Zielvorgabe für die Zentralbankpolitik voraus. Formal ist diese durch das EZB-Statut des Vertrags von Maastricht vorgegeben. Die vorrangige Zielsetzung der EZB-Politik ist demnach die Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Raum. Was aber heisst «Preisstabilität» konkret? Die EZB hat diese Zielsetzung zunächst konkretisiert als «Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex für das Eurogebiet von unter 2% gegenüber dem Vorjahr» und beigefügt, dass für diese Zielsetzung ein mittelfristiger Zeithorizont gelten müsse. Mit diesem Zusatz wird zum Ausdruck gebracht, dass eine exakte Steuerung der Inflation in der kurzen Frist nicht möglich ist und die Notenbank deshalb – sowie auch im Hinblick auf die ihr zusätzlich vorgegebene subsidiäre Aufgabe der Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik – ein gewisses Mass an Schwankungen der Inflationsrate um den Zielwert herum akzeptieren muss. Indem sie den Zielwert nicht symmetrisch um Null herum ansetzt, nimmt die Definition zudem Rücksicht darauf, dass aufgrund von Qualitätssteigerungen und statistischen Verzerrungen die gemessene Inflationsrate die «wahre» Teuerung in einem gewissen Ausmass überzeichnet.

Da die Ausdrucksweise «unter 2%» bei gewissen Beobachtern den Eindruck erweckte, dass für die EZB in ihrer Zielformulierung keine Untergrenze gelte (obwohl eine solche Interpretation ja klar mit dem Mandat des Maastrichter Vertrags unvereinbar wäre und deshalb offensichtlich nicht gemeint sein konnte), präzisierte die EZB später, dass dies als «grösser Null und unter 2%» aufzufassen sei. Obwohl damit wohl für die meisten Beobachter die Frage der adäquaten Operationalisierung der Zielvorgabe hinreichend geklärt war, gibt es gleichwohl Kritiker, die auch diese Umschreibung als ungenügend taxieren. So bemängelt Buiter, dass damit offen gelassen werde, ob es sich um ein «symmetrisches» oder «asymmetrisches» Ziel handle, wo genau der angestrebte «zentrale» Zielwert liege (exakt in der Mitte dieses Bandes oder anderswo), oder ob es sich einfach um eine «Zone der Inaktivität» handle, innerhalb deren die EZB keinen Reaktionsanlass sähe. Weiterhin stellt er die Frage, ob nicht unter Umständen ein anderer Preisindex als der von der EZB gewählte angemessen wäre. Ähnliche Einwände äussert auch Bofinger (1999).

Diese Kritik erscheint mir etwas kleinlich und schwer verständlich. Wenn in der europäischen Geldpolitik keine grösseren Unsicherheiten entstehen als die Frage, wo genau im Band zwischen Null und 2% die EZB hinstrebt und ob sie dieses Band völlig symmetrisch auffasst oder nicht, werden wir allen Grund zur Zufriedenheit haben. Solche Margen der Interpretation existieren im Übrigen bei jeder Formulierung und jeder Zentralbank. Ebenso existieren Probleme mit der Wahl des Preisindex bei jeder möglichen Zielformulierung und Strategie, sind also nicht EZB-spezifisch.

Unterschwellig kommt bei Buiter stets ein Plädoyer für ein monetäres Arrangement nach dem Muster von Grossbritannien zum Ausdruck, wo die Bank of England nur operative Unabhängigkeit besitzt, das Inflationsziel ihr aber jeweils von der Regierung vorgegeben wird, gegenwärtig ein symmetrisches Ziel von 2,5%. (Zudem ist die operative Unabhängigkeit erst noch mit einer Ausnahmeklausel versehen, wonach sie bei «extremen ökonomischen Verhältnissen» durch die Regierung aufgehoben werden kann.) Buiter lässt dabei völlig unberücksichtigt, dass ein solches Arrangement es erlaubt, dass das Ziel von den politischen Behörden in einer für die Marktteilnehmer schwer vorhersehbaren Weise von Jahr zu Jahr verändert werden kann, also im relevanten mittel- und längerfristigen Zeithorizont viel weniger präzise und verbindlich ist als eine verfassungs- resp. staatsvertragsmässig vorgegebene Zielvorgabe «Preisstabilität». In meinem Urteil ist aus diesem Grund, was die Klarheit und Verbindlichkeit der Zielformulierung betrifft, ein solches Arrangement klar inferior.

### **Sollte die EZB ihre Sitzungsprotokolle veröffentlichen?**

Eine intensive Diskussion wird über die Frage geführt, ob und in welcher Form die EZB die Protokolle ihrer EZB-Ratssitzungen veröffentlichen sollte. Ich finde dies erstaunlich, geht es doch dabei letztlich fast um Wortspielereien. Vor allem Exponenten des Inflation Targeting wie Svensson und Buiter (und andere) fordern nachdrücklich, dass eine Veröffentlichung (mit einer gewissen Verzögerung) stattfindet. Dabei spielen wieder die Bank of England, aber auch andere wichtige Notenbanken wie das amerikanische Federal Reserve oder die Bank of Japan, welche dieser Forderung in der einen oder anderen Form nachkommen, eine Vorbildrolle. Die EZB hingegen lehnt diese Forderung ab.

In der Regel wird eine Veröffentlichung ohne namentliche Zuweisung der Aussagen befürwortet, um dem Argument Rechnung zu tragen, dass sonst die Nützlichkeit der Beratungen zerstört würde, die echten Beratungen an anderen Orten geführt würden und die offiziellen Sitzungen zu einer Plattform für die Vorlesung vorbereiteter und an die Öffentlichkeit gerichteter Statements verkommen würden. Die veröffentlichten Protokolle sollten die zentralen Überlegungen und Argumentationen wiedergeben, welche vorgetragen worden sind, und Auskunft darüber geben, wie die Beschlüsse zustandegekommen sind (einschliesslich Auskunft darüber, wie jedes Mitglied abgestimmt hat, vgl. dazu unten). Eine Veröffentlichung in dieser Form behindere die freie Auseinandersetzung in den Sitzungen nicht.

Es ist zweifellos richtig, dass eine Zentralbank ihre Politikentscheidungen klar und transparent begründen und gegenüber der Öffentlichkeit vertreten muss, will sie den Forderungen nach Transparenz und Verantwortlichkeit nachkommen. Sie muss dies überdies im Rahmen einer konsequenten, über die Zeit hinweg konsistent verfolgten Strategie tun, will sie in ihrer Politik und deren Kommunikation wirkungsvoll bleiben. Dabei können durchaus auch Ungewissheiten in der Situationsbeurteilung und alternative Standpunkte zum Ausdruck kommen und aufgezeigt werden, welche Alternativen zur Diskussion standen und aufgrund welcher Abwägungen schliesslich Beschlüsse gefasst worden sind. Bei Existenz substantieller Unsicherheiten ist es nicht sinnvoll, absolute Sicherheit vorzutäuschen.

Dies kann aber grundsätzlich genau so gut in Monatsberichten und anderen Veröffentlichungen und Verlautbarungen realisiert werden wie mit der Publikation von Sitzungsprotokollen. Issing (1999) argumentiert mit einem gewissen Recht, dass «mehr Worte» nicht immer mit «mehr Information» gleichzusetzen sind und dass die monatlichen Pressekonferenzen des EZB-Präsidenten im unmittelbaren Anschluss an die EZB-Ratssitzungen zusammen mit den Monatsberichten der EZB und deren Informationen genau das bieten, was die Kritiker als «summary minutes» verlangten. Die Argumente, welche den EZB-Entscheidungen zugrunde liegen, würden hier detailliert präsentiert und damit der öffentlichen Diskussion ausgesetzt.

Ich teile diese Meinung. Unter welcher Bezeichnung diese Informationen angeboten werden, sollte eigentlich nebensächlich sein. Es ist im Übrigen so, dass offizielle Protokolle wie jene des Monetary



Policy Committee der Bank of England vor ihrer Veröffentlichung ediert und von den Beteiligten geprüft werden, und im Fall des Federal Open Market Committee des Federal Reserve nur sehr allgemein gehaltene Zusammenfassungen der geführten Diskussionen enthalten. Es handelt sich also nicht um wirkliche und schon gar nicht um wortgetreue «Protokolle». Man kann sogar mit einigem Recht argumentieren, dass es an ein Verwirrspiel grenzt, ein solches Dokument als Protokoll («minutes») zu bezeichnen, wird doch damit eine Transparenz und Klarheit vorgespielt, die nicht wirklich gegeben ist.

Insbesondere die Position von Buiter empfinde ich hier als sehr fundamentalistisch und von einer starken Neigung getragen, die eigene (britische) institutionelle Lösungsvariante als einzig richtige anzuerkennen (und dabei erst noch zum Teil so zu tun, wie wenn diese gerade einmal ein bis zwei Jahre alte und im Grunde noch völlig unbewährte Praxis einer altehrwürdigen, erfolgreichen Tradition entsprechen würde). Dass auch das britische Kommunikationsmodell nicht die Wunder vollbringt, die Buiter ihm andichtet, beweisen im Übrigen gerade die grosse Verwirrung zum Ausdruck bringenden Reaktionen auf die jüngste Zinserhöhung durch die Bank of England im September 1999. Auch die Kommunikationspolitik des amerikanischen Federal Reserve, einer der traditionsreichsten und in der jüngeren Zeit auch erfolgreichsten Zentralbanken der Welt, zeigt immer wieder, wie schwierig es ist, den Anforderungen einer transparenten Geldpolitik in der Praxis gerecht zu werden und wie manchmal ein Zuviel an Worten Verwirrung statt Klarheit schaffen kann.

#### **Veröffentlichung des individuellen Abstimmungsverhaltens der EZB-Ratsmitglieder?**

Eng mit der im vorherigen Punkt besprochenen Forderung verbunden ist jene nach der Publikation des individuellen Abstimmungsverhaltens der Mitglieder des EZB-Rats in den Ratsentscheidungen. Beide Vorschläge werden üblicherweise im selben Atemzug vorgebracht. Vorbildfunktion haben auch hier wieder die Bank of England, das Federal Reserve und (neu) die Bank of Japan.

Die Begründung muss aber natürlich auf etwas anderer Ebene gesucht werden. Hauptziel ist hier das Verlangen nach individueller Verantwortlichkeit der Ratsmitglieder, im Gegensatz zu der von der EZB bevorzugten Philosophie der kollektiven Verantwortung (Issing 1999). Gemäss letzterer ist der Rat, der als kollegiale Institution seine Entscheidungen trifft, auch als solche der Öffentlichkeit gegenüber verant-

wortlich und die Vorstellung einer individuellen Verantwortung der Ratsmitglieder somit fehl am Platz. In einem Kollektivgremium mit einheitlicher Zielsetzung seien die individuellen Verantwortlichkeiten ohnehin nicht durchschaubar.

Als Hauptargument für eine individuelle Verantwortlichkeit nennen deren Befürworter eine verstärkte Anreizwirkung für qualitativ gute Entscheidungen der Ratsmitglieder und damit letztlich bessere Entscheidungen des Kollektivs. Dies ist an sich ein valables Argument. Ich stimme aber Issing (1999) zu, dass die Veröffentlichung des Abstimmungsverhaltens diese Funktion nur dann wirklich erfüllen könnte, wenn zugleich bekannt gemacht würde, wer wie argumentiert hat, also wenn Wortprotokolle mit Namensnennung veröffentlicht würden. Andernfalls kann das Abstimmungsverhalten nicht sinnvoll interpretiert und beurteilt werden. Und da selbst die Befürworter dies – aus guten Gründen – nicht wollen, fällt eigentlich auch die Basis für die Forderung nach Publikation des Abstimmungsverhaltens dahin.

Das Kollegialitätsprinzip könnte aber auch den Vorteil haben, dass es eine grössere Resistenz gegenüber der Gefahr des populistischen Verhaltens (Vermeidung unangenehmer Entscheidungen) bietet. Dieses Risiko könnte gerade in der – bis auf weiteres durch die Zugehörigkeit zu Nationen und nationalen Traditionen stark geprägten – Europäischen Währungsunion besonders bedeutend sein. Zentral für die Geldpolitik ist letztlich, dass ihre Politik und die hinter ihren Entscheidungen stehenden Überlegungen verständlich gemacht werden, und nicht das Wissen darüber, wer wie abgestimmt hat.

### Publikation von Inflationsprognosen?

Einer der häufigsten Vorwürfe gegenüber der EZB ist, dass sie ihre «Inflationsperspektiven» nur in sehr allgemeiner und wenig präziser Art publik mache und insbesondere ihre internen Inflationsprognosen und deren Grundlagen und Methodologie nicht explizit bekannt gebe. Da aber die Beurteilung der Inflationsperspektiven den einen Pfeiler ihrer Strategie bilde, müsste die EZB auch konsequent sein und eine diesbezüglich offene Informationspolitik betreiben, welche insbesondere die Veröffentlichung ihrer Inflationsprognosen einschliessen müsse. Nur dann könnten die Beobachter der EZB-Politik beurteilen, ob das Ergebnis dieser Politik einfach Glücksache respektive Pech gewesen sei oder guter respektive schlechter Politik zuzuschreiben sei (Butler). Besonders strikt ist in dieser Forderung auch Svensson, in Übereinstimmung mit dem Grundgedanken seines Inflation Forecast Targeting. Er hält dabei richtigerweise fest, dass es entscheidend um konditionale Inflationsprognosen geht, das heisst um Prognosen, welche sich auf die Vorgabe eines bestimmten Zinspfades, d. h. einer bestimmten zukünftigen Geldpolitik, beziehen. Insbesondere Inflationsprognosen, welche einen gegenüber der Gegenwart unveränderten Zinssatz unterstellen (unchanged-interest-rate forecasts) seien ausschlaggebend dafür, ob die Zentralbank eine Zinsänderung vornehmen sollte oder nicht: Immer dann, wenn die so abgeleitete Inflationsprognose vom Inflationsziel abweicht, ist nach dieser Sicht eine geldpolitische Kursänderung am Platz. Svensson betont, dass solche Prognosen nicht nur für die interne Entscheidungsfindung der EZB, sondern auch für ihre Kommunikation nach aussen und das Verständnis ihrer Politik beim Publikum zentral seien. Wiederum wird dabei auf das Beispiel derjenigen Zentralbanken verwiesen, welche sich in ihrer geldpolitischen Praxis am Modell des Inflation Targeting orientieren.

Die EZB weist solche Ansinnen mit dem Argument zurück, dass die Veröffentlichung von Inflationsprognosen im Falle ihrer Politik nicht der Transparenz und der Klarheit dienen würde, weil ihre Politik eben nicht auf dem Modell des Inflation Targeting beruhe und kein «operatives Inflationsziel», vergleichbar etwa mit dem Inflationsziel der Bank of England, verfolge, sondern auf ihrer eigenen «stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie» basiere. Inflationsprognosen spielten in dieser Strategie zwar eine Rolle, aber lediglich als Input für die Beurteilung der Inflationsperspektiven, also des einen der zwei Pfeiler dieser Strategie. Veröffentlichungen einer spezifischen Inflationsprognose würde jedoch den

Eindruck erwecken, als würde dieser ein übermässiger Einfluss zugeschrieben. Es könnten damit Unklarheiten über die effektiv verfolgte Strategie entstehen (Issing 1999).

In diesem Punkt bin ich im Wesentlichen mit den Kritikern der EZB einverstanden. Die Gegenargumente leuchten mir nicht wirklich ein. Selbstverständlich ist es richtig, dass die Geldpolitik einer Zentralbank – auch einer Zentralbank, welche sich explizit auf das Inflation Targeting beruft – nicht auf einer einzelnen Inflationsprognose, welche aus irgendeinem bevorzugten statistisch-ökonomischen Modell abgeleitet wird, beruhen kann. Dies wäre angesichts unserer Unsicherheit über die präzise Form der relevanten Strukturzusammenhänge viel zu riskant. Aber man kann durchaus Inflationsprognosen und damit die Inputs, welche für eine Gesamtbeurteilung der Inflationsperspektiven relevant sind, publizieren und gerade dadurch, dass man deren Grundlagen und Annahmen erklärt, auch die limitierte Rolle jeder einzelnen Prognose innerhalb der Gesamtbeurteilung und Gesamtstrategie erläutern und betonen. Dies genau so, wie man dies auch für das  $M_3$ -Wachstum und dessen Referenzwert tun muss, den man ja im Grunde ebenfalls im Sinne einer einfachen, mittelfristig orientierten Inflationsprognose verwendet. Dies verlangt auch nicht, dass man alle relevanten Informationen in eine einzelne (Prognose-)Ziffer kondensiert, und es schliesst nicht aus, dass man (meines Erachtens richtigerweise) in erster Linie die mittel- und längerfristige Prognose in den Mittelpunkt stellt. Im Übrigen muss man auf Inflationsprognosen, wenn sie mit erheblicher Ungewissheit verbunden sind, genau so wenig mechanisch reagieren wie auf  $M_3$ -Wachstumszahlen. In diesem Sinn glaube ich, dass die EZB ihre Inflationsprognose und deren Grundlagen publik machen darf und sollte. Mit den nötigen Erklärungen zu deren Verwendung und Stellenwert in der geldpolitischen Strategie versehen, könnte dies der Transparenz und dem Verständnis der Geldpolitik durchaus zum Vorteil gereichen.

Issing (1999) hat zwar nicht ganz Unrecht, wenn er den Kritikern der EZB vorwirft, dass sie die Veröffentlichung von Inflationsprognosen allzu sehr und ausschliesslich zum Litmus-Test für Transparenz und Verantwortlichkeit machten. Umgekehrt aber übertreibt er, wenn er eine Veröffentlichung als geradezu zwangsläufig schädlich beurteilt und die Sache so darstellt, wie wenn man die für eine adäquate Interpretation einer Inflationsprognose notwendigen Relativierungen und Qualifizierungen praktisch nicht vermitteln könnte, ganz im Gegensatz zum völlig ver-

gleichbaren Problem beim Referenzwert für das  $M_3$ -Wachstum. Dies gilt auch für die Befürchtung, dass Inflationsprognosen, welche auf der Annahme eines unveränderten Zinssatzes basieren, verwirrend wirken, falsche Signale aussenden und die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik untergraben könnten, weil sie naturgemäss vom angestrebten Inflationsziel abweichen können. Ich sehe nicht, warum es speziell verwirrend sein sollte, wie folgt zu argumentieren: «Bei unverändertem Zinssatz würde eine Inflation von  $x\%$  entstehen. Da dies höher (tiefer) ist als unser Inflationsziel von  $y\%$ , müssen wir die Geldpolitik straffen (lockern)». Dies ist fundamental genau das gleiche Argumentationsmuster, welches wir auch bei einer Geldmengenstrategie gebrauchen. Noch einmal: Im Grunde verwenden wir ja auch das Geldmengenwachstum bei einer Geldmengenstrategie als simple, mittelfristig orientierte Inflationsprognose.

Ein gewisses Verständnis für die Abneigung der EZB gegenüber der Publikation von Inflationsprognosen habe ich höchstens aufgrund der Tatsache, dass Inflationsprognosen im neu geschaffenen und möglicherweise noch nicht völlig stabilisierten monetären Umfeld der EWU naturgemäss sehr schwierig zu machen und mit grosser Unsicherheit behaftet sind. Aber auch dies gilt natürlich analog für die Bestimmung des richtigen Referenzwertes für das  $M_3$ -Wachstum und, mutatis mutandis, für jede andere denkbare Strategie der EZB-Politik überhaupt.

#### **Sind die Vorkehrungen zur Rechenschaftsablegung der EZB ungenügend?**

Verschiedene Kritiker betrachten eine stärkere Beteiligung des Europäischen Parlaments an der Bestimmung und Kontrolle der europäischen Geldpolitik für wünschenswert. Grundlage dieses Wunsches ist das Bedürfnis nach verstärkter Verantwortlichkeit der EZB gegenüber den demokratisch legitimierten Institutionen und letztlich gegenüber der europäischen Gesellschaft.

Tabellini (1998) hat Vorschläge gemacht, welche im Effekt darauf hinauslaufen würden, der EZB via das Europäische Parlament eine geldpolitische Strategie im Sinne des Inflation Targeting vorzuschreiben, welche also die Entscheidung über die zur verfolgende geldpolitische Strategie aus den Händen der EZB in jene der Politiker legen würden. Im Wesentlichen möchte er auf diesem Weg einen institutionellen Rahmen in die europäische Geldpolitik einführen, der demjenigen der Bank of England in Grossbritannien entspricht. Diese Vorschläge werden auch von Buiter und von Svensson unterstützt. Buiter denkt dabei an

die Schaffung eines Gremiums, bestehend beispielsweise aus Mitgliedern des Europäischen Parlaments und des Europäischen Gerichtshofs, welches bindende Empfehlungen für die von der EZB zu befolgenden geldpolitischen Verfahren machen kann. Ich denke, dass dies ein zentrales Element der der EZB im EZB-Statut gewährten Unabhängigkeit aushebeln würde und mit dem Geist des Maastrichter Vertrags nicht vereinbar wäre, auch wenn Tabellini dieses Problem formal dadurch umgehen möchte, dass er sein Anliegen institutionell auf der Ebene einer Vereinbarung zwischen dem ESZB und dem Europäischen Parlament zu realisieren gedenkt (gleichwohl aber «at the initiative and insistence of the European Parliament»).

Dieser Vorschlag würde meines Erachtens eine Aushöhlung des Maastrichter Vertrags bedeuten und die Unabhängigkeit der EZB zu einer Farce machen. Ich teile zwar im Allgemeinen die Meinung, dass das Europäische Parlament wachsen und in seiner Rolle gestärkt werden sollte. Aber die Zentralbankpolitik scheint mir – über die im Maastrichter Vertrag festgelegte Zuordnung von Kompetenzen hinaus – genau das falsche Feld dafür zu sein. Ein Europäisches Parlament ohne wesentliche Kompetenzen, ausser auf dem Gebiet der Zentralbankpolitik, scheint mir alles andere als wünschenswert.

## 5 Was können wir aus der laufenden Diskussion um die geldpolitischen Verfahren der EZB lernen?

Praktisch alle Diskussionspunkte, die in der gegenwärtigen Auseinandersetzung um die geldpolitischen Verfahren der EZB debattiert werden, reflektieren Fragestellungen von allgemeiner Bedeutung, welche nicht nur für die EZB, sondern für die Zentralbankpolitik schlechthin von Interesse sind. Im Falle der Schweiz sind eine Reihe dieser Fragestellungen im Zusammenhang mit der laufenden Revision von Währungsverfassung und Nationalbankgesetz von hoher Relevanz. Im vorliegenden Abschnitt fasse ich aus meiner persönlichen Sicht zusammen, welche Folgerungen ich aus dieser Diskussion für die Geldpolitik im Allgemeinen und damit auch für die schweizerische Geldpolitik glaube ziehen zu können.

– Zunächst zeigt die Diskussion, und zwar nicht nur seitens der Vertreter der EZB, sondern auch seitens ihrer Kritiker aus dem Lager des Inflation Targeting, dass ein breiter Konsens darüber besteht, dass dem Ziel der Preisstabilität respektive einem Inflationsziel (welches für praktisch alle Diskussionsteilnehmer zumindest approximativ mit Preisstabilität konsistent sein sollte) in der Geldpolitik Vorrang gebührt, daneben allerdings subsidiär auch die realwirtschaftliche Stabilisierung (Dämpfung von Output- und Beschäftigungsschwankungen) eine Rolle spielen darf. Der wesentliche Unterschied zwischen diesen beiden Zielebenen wird von Svensson klar artikuliert: Währendem die Zentralbank mit ihrer Politik sowohl den Inflationstrend, d.h. den langfristigen Durchschnittswert der Inflationsrate, wie auch die Variabilität der Inflationsrate um diesen Durchschnittswert herum bestimmt, vermag sie die trend-

mässige Entwicklung von Output und Beschäftigung nicht zu beeinflussen. Diese ist realwirtschaftlich vorgegeben; die Geldpolitik vermag nur die Schwankungen dieser Grössen um ihren Trend herum mitzubestimmen. Dies widerspiegelt die Tatsache, dass das Preisniveau die einzige Grösse ist, welche die Geldpolitik – und nur sie – auf die Dauer beeinflussen kann, währenddem sie in der kurzen Frist neben dem Preisniveau auch auf Produktion und Beschäftigung einwirken kann. Daraus ergibt sich die obgenannte Hierarchie der Aufgabenstellungen für die Geldpolitik: Preisstabilität als vorrangige Aufgabe, realwirtschaftliche Stabilisierung als zusätzliche, subsidiäre Zielsetzung. In dieser Beurteilung stelle ich in der ganzen Literatur nach wie vor einen äusserst breiten wissenschaftlichen Konsens fest.

– Die Kontroverse zwischen den Befürwortern des Inflation Targeting, des Monetary Targeting und der Mischstrategie der EZB scheint mir in mancherlei Hinsicht aufgebauscht. Damit will ich nicht sagen, dass alles auf dasselbe herauskommt (und ich habe, wie dieser Beitrag deutlich macht, meine eigenen Präferenzen). Es trifft aber trotzdem zu, dass die Unterschiede zwischen all diesen Strategievarianten, wenn diese intelligent und mit der nötigen Flexibilität und Rücksicht auf das jeweilige Umfeld eingesetzt werden, nicht so gross sind, wie dies in den theoretischen Grundsatzdebatten jeweils zunächst den Anschein macht. In diesen Auseinandersetzungen spielen denn auch intellektuelle Eigenheiten und Originalitätsansprüche eine nicht zu unterschätzende Rolle.

Persönlich glaube ich, dass die wirklich zentralen Punkte bei der Durchführung der Geldpolitik, welche letztlich über ihren Erfolg oder Misserfolg entscheiden, bei den Fragen liegen,

– ob die Zentralbankpolitik die Zielsetzung Preisstabilität wirklich ernst nimmt (was heute, im Unterschied zu den 60er und 70er Jahren, zum Glück für praktisch alle wichtigen Zentralbanken zutrifft), und

– ob die Zentralbank sich in ihrer Politik von einer klaren, über die Zeit konsistent beibehaltenen Strategie (d.h. gedanklichen Raster für Analyse und Kommunikation) leiten lässt.

– Der Vorstellung, dass die Geldmenge eine geldpolitisch irrelevante Variable sei und deshalb in der Formulierung und Kommunikation der Geldpolitik keine Rolle spielen sollte und dass dementsprechend eine solche Verwendung die Transparenz der Geldpolitik mindere und negativ zu beurteilen sei, kann ich wenig abgewinnen. Sie scheint mir stark unter

einer spezifischen Modellabhängigkeit zu leiden und deshalb aus einer allgemeinen Sichtweise nicht einleuchtend zu sein. Im meinem Urteil spricht deshalb bis auf weiteres viel mehr dafür, der Geldmenge nach wie vor eine wichtige Rolle beizumessen.

– Inflationsprognosen können einen wichtigen Beitrag zur Formulierung und Kommunikation der Geldpolitik leisten. Darin liegt kein Widerspruch zur Verwendung eines Referenzwerts für das Geldmengenwachstum, wie ihn die EZB in ihrer Politik berücksichtigt, welcher ja letztlich immer auch einer – mittelfristig orientierten – Inflationsvorhersage dient. Dabei muss natürlich die Rolle der Inflationsprognose genau so sorgfältig spezifiziert und gegenüber der Öffentlichkeit erklärt werden, wie dies auch für die Geldmenge und ihren Referenzwert geschieht. Irrig ist aber meines Erachtens die naive Vorstellung, dass mit dem Prozedere des Inflation Forecast Targeting alle Probleme der Geldpolitik gleichsam «automatisch» gelöst wären. Inflation Forecast Targeting ist in der praktischen Durchführung genau so anspruchsvoll und schwierig wie andere Strategien der Geldpolitik.

– Transparenz und Verantwortlichkeit der Geldpolitik sind zentrale Elemente ihres Erfolgs. Darin sind sich praktisch alle Diskussionsteilnehmer einig. Ich habe mich bisher aber nicht davon überzeugen lassen, dass die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen und des individuellen Abstimmungsverhaltens der einzelnen Mitglieder der Zentralbankleitung in dieser Hinsicht essenziell sind. Ich halte dies für eine irreführende, schwarzweiss gefärbte Diskussion.

– Wesentlich ist, dass die Geldpolitik und ihre Entscheidungsprozesse klar erläutert und begründet werden, in welcher Form auch immer. Entscheidend ist letztlich der Erfolg der Geldpolitik, bezogen auf ihre Zielvorgaben, und damit die Wahl eines Entscheidungsverfahrens, welches nicht zu systematischen Fehlern führt. Ohne jeglichen Fehler aber werden keine Zentralbank und kein operatives Verfahren die Zeit bestehen können.

– Ich bin der Überzeugung, dass eine verfassungsmässig (oder staatsvertraglich) festgelegte und hinreichend präzisierte Umschreibung der Zentralbankaufgaben, verbunden mit der Gewährung von Zentralbankunabhängigkeit in der Verfolgung dieser Aufgaben, klar vorzuziehen ist gegenüber einer Zielvorgabe (z.B. einem Inflationsziel), welches jährlich von der Regierung festgelegt wird (und deshalb für die Öffentlichkeit weniger präzise und «transparent» ist). Das UK-Modell, welches die geldpolitischen Kompetenzen in dieser Weise aufteilt, erscheint mir gegenüber dem Maastrichter Modell der EWU keine Verbesserung, sondern eine Verschlechterung darzustellen. Erst recht abzulehnen wäre eine Regelung, welche dem Parlament nicht nur eine Rolle bei der Rechenschaftsablegung der Zentralbank gewährt (was gerechtfertigt ist), sondern auch eine Mitsprache bei der Wahl der geldpolitischen Verfahren (was eine völlige Aushöhlung der Unabhängigkeit der Zentralbank und eine Verpolitisierung der Geldpolitik bedeuten würde).

## 6 Andere Problembereiche der EWU und des ESZB

Die von der EZB gewählten geldpolitischen Verfahren werden sehr intensiv diskutiert und teilweise heftig kritisiert. Aber liegen die wirklichen Gefahren für die EWU und den Euro tatsächlich in diesem Bereich, wie es diese Diskussion teilweise suggeriert? Ich glaube nicht. Sicher gibt es im Hinblick auf die geldpolitischen Verfahren noch manches, was verbesserungsfähig ist. Und zweifellos ist die praktische Durchführung der Geldpolitik in der zwangsläufig durch viel Unsicherheit geprägten Anfangsphase einer grossen Währungsunion eine äusserst komplexe und herausfordernde Aufgabe. Ich glaube aber, dass die EZB für diese Aufgabe gut gewappnet ist und dass die von ihr dafür gewählten geldpolitischen Verfahren eine akzeptable Basis für die Bewältigung dieser Aufgabe abgeben. Ich glaube umgekehrt, dass die wirklich ernsthaften Risiken der EWU, welche schlimmstenfalls ihren Erfolg oder gar ihr Überleben bedrohen könnten, nach wie vor dort liegen, wo ich sie, zusammen mit manchen anderen Beobachtern, von Anfang an gesehen habe, nämlich im Verhältnis zwischen dem Fortschritt der monetären Integration einerseits und jenem der allgemeinen wirtschaftlichen und vor allem der politischen Integration andererseits.<sup>10</sup> Es handelt sich hier in einem wesentlichen Sinn um politische Risiken. Wie gut (oder schlecht) die Gemeinschaft der Teilnehmerländer mit diesen Risiken umgehen kann, wird sich erst mittel- und längerfristig weisen und lässt sich heute nur sehr beschränkt beurteilen.

Ich will in diesem Abschnitt kurz auf einige weitere Aspekte eingehen, welche in der Diskussion um die EWU und die EZB kritisch kommentiert worden sind. Diese haben weniger mit den von der EZB selbst gewählten geldpolitischen Prozeduren und Verfahren zu tun als mit der institutionell-konstitutionellen Struktur, welche durch den Maastrichter Vertrag vorgegeben ist. Sie haben damit in beträchtlichem Mass eine politische Komponente. Es geht konkret um die folgenden Punkte:

- die Zuteilung von Komponenten in der Wechselkurspolitik
- den Grad der Zentralisierung der ESZB
- die Problematik der Aufgabe eines Lender of Last Resort in der Währungsunion
- dem Verhältnis zwischen monetärer und politischer Integration im Allgemeinen.

### Die Zuteilung von Kompetenzen in der Wechselkurspolitik

Der Maastrichter Vertrag enthält mit seinem Art. 109 bekanntlich eine Klausel, welche dem EU-Ministerrat die Kompetenz für eine Einflussnahme auf die Wechselkurspolitik gewährt. Konkret gewährt Art. 109, Absatz 1 dem Ministerrat das Recht, formale Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für den Euro abzuschliessen (Voraussetzung Einstimmigkeit) und Änderungen der zentralen Parität in einem solchen Wechselkurssystem herbeizuführen (mit qualifizierter Mehrheit). Solchen Entscheidungen muss eine Konsultation der EZB vorausgehen «in an endeavour to reach a consensus consistent with the objective of price stability». Art. 109, Absatz 2, gewährt dem Ministerrat das Recht, bei fehlendem Wechselkurssystem (d.h. bei flexiblen Wechselkursen) mit qualifiziertem Mehrheitsbeschluss und nach Konsultation der EZB allgemeine Richtlinien («general orientations») für die Wechselkurspolitik gegenüber anderen Währungen zu beschliessen. Immerhin heisst es hier, dass diese Richtlinien das vorrangige Ziel der Preisstabilität nicht gefährden dürften («these general orientations shall be without prejudice to the primary objective of the ESCB to maintain price stability»). Andererseits wird aber nicht spezifiziert, wer darüber entscheidet, ob und wann eine solche Gefährdung vorliegt.

Bekanntlich reflektieren die Geldpolitik und die Wechselkurspolitik zwei Seiten derselben Entscheidungen. Zumindest bei freiem Kapitalverkehr lassen sich beide nicht trennen: Eine gegebene Geldpolitik impliziert eine bestimmte Wechselkurspolitik und vice versa. Indem der Maastrichter Vertrag die geldpolitischen Kompetenzen der EZB zuordnet, die Wechselkurspolitik aber teilweise dem EU-Ministerrat, enthält er eine offensichtliche Inkonsistenz. Dies stellt zumindest eine Bedrohung für die Glaubwürdigkeit der geldpolitischen Unabhängigkeit der EZB dar, indem es die Tür für einen direkten Einfluss der Politik auf die Geldpolitik der EZB öffnet und eine Zone potenzieller Spannungen zwischen Politik und EZB schafft.

<sup>10</sup> Vgl. dazu etwa Baltensperger und Jordan (1993), Baltensperger (1995, 1996).

Auf diese Schwäche des Maastrichter Vertrags haben von Anfang an verschiedene Beobachter hingewiesen.<sup>11</sup> Eine Änderung dieser Bestimmungen und eine konsistente Zuordnung der geldpolitischen Kompetenzen wäre zweifellos wünschenswert und der Glaubwürdigkeit der EZB und ihrer Politik dienlich, dürfte aber, da sie eine Vertragsänderung voraussetzt, nur sehr schwer realisierbar sein. Der Maastrichter Vertrag teilt diese Schwäche im Übrigen mit ähnlichen Bestimmungen in den monetären Verfassungen zahlreicher anderer Länder, u.a. auch der Schweiz.

In Ländern, welche klar die Zuständigkeit der Zentralbank für die Geldpolitik anerkennen und in deren Bevölkerungen die Präferenz für Preisstabilität fest verankert ist, ergeben sich aus dieser Situation in der Regel keine tatsächlichen Konflikte. In einer Währungsunion zwischen einer Vielzahl von politisch und wirtschaftlich zum Teil stark unterschiedlichen, souveränen Staaten bleibt dieser Zustand aber als potenziell nicht ungefährliches Spannungsfeld bestehen. Man denke nur etwa an die entsprechenden Äusserungen des französischen Finanzministers Strauss-Kahn oder des damaligen deutschen Finanzministers Lafontaine in der Anfangsphase der EWU zu Beginn des Jahres 1999.

### **Der Zentralisierungsgrad des ESZB**

Verschiedentlich ist kritisiert worden, dass der Grad der Dezentralisierung im ESZB zu gross und der Einfluss der Zentrale, der EZB, zu wenig ausgeprägt sei, indem das System den sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums sowie allen elf nationalen Zentralbankpräsidenten der Teilnehmerländer einen Sitz in seinem geldpolitischen Entscheidungsgremium, dem EZB-Rat, gewähre. Dies stelle eine Gefahr für eine effiziente und erfolgreiche Geldpolitik dar. Vergleiche mit dem amerikanischen Federal Reserve System in seiner frühen Periode werden dabei herbeigezogen. So betont Eichengreen (1992), dass die Geldpolitik des Federal Reserve in seiner ersten Phase (1913–33) bei einer vergleichbar dezentralen Struktur unter einer zu starken Orientierung an Regionalbedürfnissen gelitten habe, was 1933 zu einer Korrektur und Stärkung des Einflusses der Zentrale geführt hätte. Seither sitzen sieben Vertreter des Board of Governors zusammen mit jeweils fünf der zwölf Präsidenten der regionalen Federal Reserve Banken im Entscheidungsgremium, dem FOMC, so dass die Zentrale eine klare Vormachtstellung besitzt.

Es ist allerdings nicht ohne weiteres klar, ob die damaligen Probleme der amerikanischen Geldpolitik wirklich dieser Struktur angerechnet werden müssen oder auf andere Faktoren zurückgehen (Weltwirtschaftskrise, im Vergleich zu heute generell schlechtes Verständnis der geldpolitischen Zusammenhänge in Wissenschaft und Praxis).

Es ist aber richtig, dass das geltende institutionelle Arrangement – welches politisch für die Schaffung der EWU sicher unumgänglich war und deshalb wohl auch nicht so rasch geändert werden kann – die Gefahr in sich birgt, dass national geprägte Sichtweisen der Geldpolitik in stärkerem Mass in die Beratungen und möglicherweise auch in die Entscheidungen einfließen, als dies wünschenswert ist. Diese Gefahr dürfte sich wiederum vor allem dann aktiv manifestieren, wenn politische Integration und monetäre Integration in Konflikt miteinander geraten.

<sup>11</sup> Vgl. u.a. Baltensperger und Jordan (1993), S. 74.

### **Lending of Last Resort in der Währungsunion**

In einem gewissen Zusammenhang mit der dezentralen Struktur des ESZB steht auch die oft angesprochene Rolle des Lender of Last Resort in einer aus verschiedenen souveränen Nationalstaaten gebildeten Währungsunion. Der Maastrichter Vertrag enthält keine Aussage über die Rolle des ESZB bezüglich Lending of Last Resort. Dies wird von verschiedenen Beobachtern kritisiert. Gegenwärtig müsste die Rolle des Lenders of Last Resort auf nationaler Ebene durch die nationalen Zentralbanken wahrgenommen werden. So fordert Buitter (1999) die explizite Übertragung der Verantwortung für die systemweite Finanzmarktstabilität im Eurogebiet an die EZB, unter expliziter Erwähnung der Aufgabe des Lender of Last Resort. Er stellt fest, dass der Maastrichter Vertrag die Wahrnehmung dieser Aufgabe durch die EZB zwar nicht nennt, aber auch nicht ausschliesst, und wünscht sich eine entsprechende Klärung.

Die hinter solchen Forderungen stehende Befürchtung ist, dass das Eurowährungsgebiet übermässig anfällig gegenüber Finanzkrisen sein könnte, weil die EZB bisher ihre diesbezügliche Rolle nicht explizit definiert hat und weil die grosse Zahl der involvierten nationalen Zentralbanken die Entscheidungsprozesse im Ernstfall zu schwerfällig und langsam machen könnte.

Es ist zweifellos richtig, dass die EZB als zuständige Zentralbank dafür zu sorgen hat, dass in dem von ihr kontrollierten Währungsgebiet keine Liquiditätskrisen entfacht werden und dass entsprechende Ansätze im Keim erstickt werden. Dies setzt natürlich voraus, dass die EZB und das ESZB sich dieser Verantwortung bewusst sind und entsprechende Szenarien vorbereiten. Ich sehe aber eigentlich keinen Grund, warum das ESZB innerhalb seiner jetzigen Struktur dies nicht tun könnte. Dabei darf nicht vergessen werden, dass beim Lending of Last Resort auch die allzu explizite und grosszügige Ankündigung von Hilfeleistungen für den Krisenfall gefährlich sein kann, indem sie über die Setzung adverser Anreize das Systemrisiko und die Krisenanfälligkeit des Finanzsektors selber erhöht (moral hazard). Das ESZB sollte sich daher zwar auf diese Aufgabe gut vorbereiten, ein allzu institutionalisiertes und breit angekündigtes Absicherungsdispositiv umgekehrt aber vermeiden. Die Trennung zwischen nationaler Aufsichts- und Überwachungsebene und gemeinschaftlicher europaweiter Geldpolitik inklusive Lending of Last Resort könnte in Hinblick auf die Vermeidung von moral hazard vielleicht sogar hilfreich sein.

### **Das zentrale Risiko der EWU: Monetäre Integration bei politischer Heterogenität und nationaler Souveränität**

Die wirklichen Gefahren für die EWU und die Geldpolitik der EZB liegen in der Tatsache, dass in Europa die politische Integration hinter der monetären Integration herläuft. Die Einführung einer gemeinsamen Geldpolitik in ein System multipler politischer Entscheidungszentren stellt ein grosses Wagnis dar. Die EWU besteht aus elf (und später vielleicht noch mehr) nach wie vor souveränen Staaten. Diese haben ihre nationale Souveränität in einem zentralen Bereich der Wirtschaftspolitik, der Geldpolitik, auf die Gemeinschaftsebene übertragen. Sind sie wirklich bereit, dies auf die Dauer zu tun und auch alle daraus folgenden wirtschaftlichen und politischen Konsequenzen zu akzeptieren? Dies ist die entscheidende Frage, welche letztlich über den Erfolg und das Überleben der EWU entscheiden wird, denn eine erfolgreiche und überlebensfähige Währungsunion setzt gewisse Bedingungen voraus.

Da die Anpassung über den Wechselkurs entfällt, verlangt die Währungsunion andere Formen der Flexibilität zur Bewältigung interner Ungleichgewichte. Idealerweise gehören flexible Arbeitsmarktbedingungen und Mobilität der Arbeitskräfte dazu. Diese sind in Europa bisher in viel zu geringem Mass gegeben und müssen somit kräftig gefördert werden. Es muss verhindert werden, dass es stattdessen zu Druck für mehr Umverteilung und Transfers innerhalb der Union oder für eine europäische Sozial- und Beschäftigungspolitik kommt. Ebenso muss die Verankerung der monetären und finanzpolitischen Stabilität in allen Teilnehmerstaaten noch nachhaltig gefördert werden. Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik setzt eine solide, langfristig konzipierte Finanzpolitik voraus. Ist diese nicht gegeben, kommt es schnell einmal zum Ruf nach mehr Umverteilung und mehr Transfers innerhalb der EWU und zu wachsendem Druck auf die EZB, eine expansivere Geldpolitik zu betreiben.



Die wirtschaftspolitischen Vorstellungen und die ökonomischen und politischen Ausgangsbedingungen der Mitgliedsländer, etwa bezüglich Arbeitslosigkeit oder Verschuldungsgrad, sind so unterschiedlich, dass Spannungen und Zerreissproben in solchen Fragen leicht entstehen können. Genau in einem solchen Umfeld könnten sich auch die vorausgehend beschriebenen Gefahren manifestieren. In diesem Sinn ist die mangelnde Homogenität der Teilnehmerländer das wahrscheinlich grösste Risiko der Währungsunion. Entscheidend für den Erfolg und das Überleben der EWU ist deshalb die Lernfähigkeit der Politik und die Reformfähigkeit der wirtschaftlichen Institutionen. Gegenwärtig können wir nur hoffen, dass diese in hinreichendem Masse gegeben sind.

Von grosser Tragweite dürfte diesbezüglich auch die geplante Osterweiterung der Europäischen Union sein. Diese ist ohne eine Anpassung der internen Struktur der Union kaum vorstell- und machbar. Damit wird sich auch die Struktur der Währungsunion und des ESZB fast zwangsläufig verändern, und zwar angesichts der zu erwartenden Heterogenität der Teilnehmerländer nicht unbedingt in einer Weise, welche eine gemeinsame europäische Geldpolitik erleichtern wird. In dieser möglichen und politisch wahrscheinlichen zukünftigen Entwicklung liegt ein beträchtliches Risiko für die Währungsunion und den Euro, welches die gegenwärtige EZB-Leitung praktisch nicht beeinflussen kann, so gewissenhaft und erfolgreich sie im Moment ihre Aufgabe auch wahrnehmen mag – ein Risiko also, welches daher noch für geraume Zeit einen Schatten auf den Euro werfen könnte.

## Literatur

Baltensperger, E., «Die Einführung der einheitlichen europäischen Währung», In: Hummel R. (Hrsg.) *Ein Markt – eine Währung*, Signum Verlag, Wien, 21–27, 1995.

Baltensperger, E., «Die Europäische Währungsunion und ihre Bedeutung aus der Perspektive der Schweiz», *Aussenwirtschaft*, Heft II, 197–221, 1996.

Baltensperger, E. und Jordan, Th., *Die Schweiz und die Bestrebungen zur Bildung einer Europäischen Währungsunion*, Berner Beiträge zur Nationalökonomie, Band 65, Verlag Paul Haupt, Bern, 1993.

Bernanke, B., Laubach, Th., Mishkin, F., Posen, A., «Inflation Targeting», Princeton University Press, 1999.

Blinder, A., «Central Banking in Theory and Practice», MIT Press, Cambridge and London, 1998.

Bofinger, P., «Die Geldpolitik der EZB: Anspruch und Wirklichkeit», *EWU-Monitor*, Deutsche Bank Research, Nr. 76, 1999.

Brunner, K. und Meltzer, A.H., «Liquidity Traps for Money, Bank Credit, and Interest Rates», *Journal of Political Economy* 76 (1), 1–37, 1968.

Brunner, K. und Meltzer, A.H., «The Nature of the Policy Problem». In: Brunner K. (Hrsg.), *Targets and Indicators of Monetary Policy*, San Francisco, 1969.

Buiter, W.H., «Alice in Euroland», CEPR Policy Paper No. 1, 1999.

Debelle, G., Masson, P., Savastano, M., Sharma, S., «Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy», *Economic Issues* 15, International Monetary Fund, 1998.

Eichengreen, B., «Designing a Central Bank for Europe: A Cautionary Tale from the Early Years of the Federal Reserve System». In: Canzoneri, M.; Grilli, V.; Masson, P. (Hrsg.), *Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.*, Cambridge University Press, 1992.

EMU-Monitor, Press Statements No. 1, July 9, 1988, No. 2, December 17, 1998, No. 3, June 2, 1999, Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Universität Bonn.

Europäische Zentralbank, diverse Monatsberichte.

Europäisches Währungsinstitut, «Die Einheitliche Geldpolitik in Stufe 3. Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB», September, 1998.

Friedman, B.M., «Targets, Instruments and Indicators of Monetary Policy», *Journal of Monetary Economics* 1(4), 443–73, 1975.

Friedman, M., «A Program for Monetary Stability», Fordham University Press, New York, 1959.

Friedman, M., «The Role of Monetary Policy», *American Economic Review* 58 (1), 1–17, 1968.

Issing, O., «The Eurosystem: Transparent and Accountable», CEPR Policy Paper No. 2, 1999.

Jordan, Th., «Inflationsprognosen mit VAR-Systemen», Schweizerische Nationalbank, 1999.

Niehans, J., «Theory of Money», Johns Hopkins University Press, Baltimore, 1978.

Poole, W.M., «Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macromodel», *Quarterly Journal of Economics* 84 (2), 197–216, 1970.

Svensson, L., «Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets», *European Economic Review* 41, 1111–1146, 1997.

Svensson L. «Inflation Targets as a Monetary Policy Rule», CEPR Discussion Paper Series, No. 1998, 1998.

Svensson, L., «Monetary Policy Issues for the Eurosystem», CEPR Discussion Paper Series, No. 2197, 1999.

Tabellini, G., «Inflation Targeting and the Accountability of the European Central Bank», statement prepared for a hearing organized by the Subcommittee on Monetary Affairs, European Parliament, January 6, 1998.

Tobin, J., «A General Equilibrium Approach to Monetary Theory», *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (1), 15–29, 1969.