

Braucht die europäische Geldpolitik einen Strategiewechsel?

Prof. Dr. Karlheinz Ruckriegel/Prof. Dr. Franz Seitz
Georg-Simon-Ohm-Fachhochschule Nürnberg/Fachhochschule Amberg-Weiden

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) stützt sich einerseits auf das theoretische Konzept der Geldmengensteuerung, andererseits auf die direkte Inflationssteuerung. Diese Zwei-Säulen-Strategie erweckt mitunter den Eindruck von Beliebigkeit. Sollte sich die EZB stärker auf die Kontrolle der Geldmenge konzentrieren, wie es die Deutsche Bundesbank mehr als zwei Jahrzehnte erfolgreich getan hat?

Moderne Zentralbanken sollen vorwiegend für ein stabiles Preisniveau sorgen. Da eine Notenbank die Preise nicht direkt kontrollieren kann, erfordert diese Aufgabe eine geldpolitische Strategie. Im Kern besteht das strategische Problem einer stabilitätsorientierten Geldpolitik darin, die Inflationserwartungen auf einem bestimmten Zielniveau dauerhaft zu stabilisieren.

Welche Strategie den Anforderungen am besten gerecht wird, hängt von den Gegebenheiten im jeweiligen Währungsgebiet, speziell seiner Größe, der außenwirtschaftlichen Verflechtung und den Finanzmarktstrukturen ab. In der Wissenschaft werden ein- und zweistufige Strategien diskutiert. Die einstufigen zielen direkt auf die Herstellung oder Erhaltung von Preisstabilität ab. Die zweistufigen stützen sich auf geldpolitische Zwischenziele oder Indikatorvariablen, die zwischen den direkt kontrollierbaren operativen Größen und den Endzielen liegen (zum Beispiel Geldmengen- oder Wechselkursziele).

Das bekannteste Beispiel für eine zweistufige Strategie ist die Politik der Deutschen Bundesbank, die von 1975 bis 1998 ein Geldmengenziel verfolgte. Die Bundesbank bestimmte dabei einen Zielwert für das Geldmengenwachstum, der aus gesamtwirtschaftlichen Eckdaten abgeleitet war und mit einem inflationsfreien Wirtschaftswachstum vereinbar sein sollte. Der Vorteil einer solchen – auf ein Zwischenziel gerichteten – Strategie liegt vor allem darin, dass sie keine exakte Kenntnis des geldpolitischen Transmissionsmechanismus voraussetzt. Für die Formulierung einer einstufigen Strategie ist es hingegen notwendig, relativ präzise Annahmen darüber zu treffen, wie und mit welcher zeitlichen Verzögerung die geldpolitischen Instrumente auf das Preisniveau wirken.

Direkte Inflationssteuerung: Absichten und Probleme

In der jüngeren Vergangenheit sind viele Zentralbanken zur direkten Inflationssteuerung übergegangen. Begründet wurde der Abschied von Geldmengenstrategien und/oder Wechselkurszielen unter anderem mit den unsteten Entwicklungen auf den Finanzmärkten auf Grund von Finanzinnovationen und Deregulierungen. Den Anfang machte Neuseeland 1989. Unter den europäischen Ländern folgten Großbritannien (1992), Schweden (1993), Finnland (1993), Spanien (1994), Norwegen (1996), Tschechien (1998), Polen (1999), Island (2001) und Ungarn (2001).

Bei den Ländern, die inzwischen Inflationsziele verfolgen, handelt es sich in der Regel um solche, die zuvor relativ hohe Inflationsraten aufwiesen. Der Öffentlichkeit sollte durch den Strategiewechsel signalisiert werden, dass in Zukunft die Preisstabilität eindeutig im Zentrum der geldpolitischen Überlegungen steht. Den Trägern der Geldpolitik ging es darum, Glaubwürdigkeit (wieder) zu gewinnen und einen Anhaltspunkt für die Erwartungsbildung der Marktteilnehmer zu bieten.

Die Strategie der direkten Inflationssteuerung zeichnet sich – bei gewissen Unterschieden im Detail – durch folgende charakteristische Elemente aus:

- Festlegung der zu steuernden Preisgröße (zum Beispiel der Inflation gemessen am Verbraucherpreisindex);
- Öffentliche Ankündigung eines numerischen mittelfristigen Ziels für die Preisentwicklung;

- Institutionelle Absicherung des Endziels Preisstabilität bzw. der Inflationsbekämpfung, zum Beispiel in den Notenbankstatuten;
- Herausgehobene Stellung einer modellgestützten Inflationsprognose, in die mehrere Indikatoren eingehen, ohne dass explizite Zwischenziele formuliert werden;
- Erhöhte Transparenz durch verstärkte Kommunikation mit der Öffentlichkeit und den Märkten über Ziele und Absichten der Notenbank (etwa durch die Publikation eines Inflationsberichts);
- Rechenschaftspflicht der Zentralbank bei Zielverfehlungen.

Bei der direkten Inflationssteuerung wird das Inflationsziel mit der Inflationsprognose der Zentralbank verglichen. Wenn die prognostizierte Inflation über dem Zielwert liegt, muss die Geldpolitik einen restriktiveren Kurs einschlagen, das heißt die Notenbankzinsen anheben. Auf der anderen Seite signalisieren Inflationsperspektiven, die unter dem Zielwert liegen, eine expansivere geldpolitische Ausrichtung in der Zukunft. Diese Regel beinhaltet allerdings ein gewisses Maß an Flexibilität. Das liegt schon darin begründet, dass nicht nur eine einzige Variable zur Inflationsprognose herangezogen wird. Zudem werden meistens keine Punktziele für die Inflation, sondern Bandbreiten oder zulässige Höchstwerte angegeben. Auch temporäre Abweichungen von den Zielwerten werden üblicherweise akzeptiert.

Vermeintliche Transparenz verdunkelt das Entscheidende

Die Veröffentlichung von Inflationszielen soll Klarheit über die Handlungen der Zentralbank schaffen. Allerdings gerät die Notenbank hier leicht in eine Dilemmasituation: Einerseits erfordern Transparenz und Glaubwürdigkeit eine möglichst genaue Ankündigung des Inflationsziels. Andererseits kann die Geldpolitik allein die Preisentwicklung kurzfristig nicht kontrollieren, wodurch zumindest vorübergehende Zielverfehlungen programmiert sind. Analoges gilt für die Inflationsprognosen. Es liegt in der Natur der Sache, dass die Vorhersagen unsicher sind, und zwar umso mehr, je länger der Prognosehorizont ist. Die Vorhersagen müssen aber hinreichend genau sein, um stabilisierend auf die Inflationserwartungen einwirken zu können.

Die laufende Inflationsrate wird von vielen Faktoren beeinflusst, die nicht dem direkten Verantwortungsbereich der Notenbank unterliegen. So vermag die Notenbank in der kurzen Frist weder Einfluss auf die Preise wichtiger Importgüter oder die Lohnstückkosten noch auf den Kurs der Finanzpolitik zu nehmen. Für die Öffentlichkeit ist es jedoch schwierig, geldpolitische Preiseinflüsse von anderen Einflussfaktoren zu unterscheiden.

Letztlich läuft eine Strategie der direkten Inflationssteuerung in der Praxis auf eine Steuerung der Inflationserwartungen hinaus – ohne allerdings verlässliche Anhaltspunkte für die Erwartungsbildung zu liefern. Eine Orientierung nur an diesem Konzept lässt auch bei einer offensiven Öffentlichkeitsarbeit die konkrete geldpolitische Handlungsregel im Dunkeln. Unter Umständen kommt es erst dann zu einer geldpolitischen Kurskorrektur, wenn die Inflation tatsächlich angestiegen ist. Dies ist gerade vor dem Hintergrund der schwer prognostizierbaren Wirkungsverzögerungen geldpolitischer Maßnahmen problematisch.

Die notwendige Flexibilität im Eurosystem

Das Eurosystem¹ ist mehr als die nationalen Zentralbanken vom Problem einer unsicheren Datenbasis, auf die es seine Analysen stützen muss, betroffen. Die Europäische Währungsunion (EWU) besteht aus zwölf Ländern. Obwohl diese die Konvergenzkriterien² erfüllt haben, weisen sie beträchtliche Unterschiede in der Realwirtschaft und im Finanzsystem auf. Die Europäische Zentralbank muss daher, auch vor dem Hintergrund des unsicheren neuen Umfeldes, flexibler sein, damit neue Erkenntnisse in die geldpolitische Strategie integriert werden können.

So kommt es, dass die geldpolitische Strategie der EWU sowohl Elemente der traditionellen Geldmengenstrategie als auch der direkten Inflationssteuerung umfasst. Diese geldpolitische Konzeption wurde Ende 1998 formuliert und im Rahmen einer Überprüfung im Jahr 2003 in den Grundzügen bestätigt.³ Die EZB konkretisiert das vom EU-

1 Das Eurosystem besteht aus der Europäischen Zentralbank und den nationalen Zentralbanken der Länder, die an der Währungsunion teilnehmen. Es trägt die alleinige Verantwortung für die Geldpolitik in der Währungsunion.

2 Zu einer kritischen Diskussion der bisherigen Praxis der Konvergenzprüfung siehe Egon Görgens/Karlheinz Ruckriegel/Franz Seitz, Europäische Geldpolitik: Theorie, Empirie, Praxis, 4. Auflage, Stuttgart 2004, Kapitel I.

3 Zu Einzelheiten siehe Egon Görgens / Karlheinz Ruckriegel / Franz Seitz, a. a. O., Kapitel II.2.

Vertrag vorgegebene Ziel Preisstabilität wie folgt: Die jährliche Wachstumsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex in der EWU soll unter, aber nahe zwei Prozent liegen. Temporäre Abweichungen – beispielsweise auf Grund von Ölpreis- oder Wechselkurschocks – werden jedoch nicht automatisch als Zielverfehlung gewertet.

Die „monetäre Säule“: Monetäre Analyse und M3 als Referenzwert

Da Inflation langfristig betrachtet auf eine übermäßige Ausweitung der Geldmenge zurückgeführt werden kann, misst auch das Eurosystem der Geldmenge eine hervorgehobene Stellung unter den Inflationsindikatoren zu. Die monetäre Analyse basiert auf einer Beurteilung der Liquiditätslage anhand der Geldmengenaggregate, ihrer Komponenten und Bilanzgegenposten, insbesondere der Kreditgewährung. Im Mittelpunkt steht das breit gefasste Aggregat M3.⁴ Ausschlaggebend für die Wahl dieser Referenzgröße war der enge Zusammenhang mit dem Tagesgeldsatz, der direkt kontrollierbaren operativen Größe, sowie der inflationären Entwicklung.

Die EZB ermittelt innerhalb dieser Säule aus dem Trend des realen Wirtschaftswachstums, einer Preisnorm und der Veränderung der trendmäßigen Umlaufgeschwindigkeit des Geldes den langfristigen Referenzwert für das M3-Wachstum. Sie veröffentlicht ihn zusammen mit den ihm zu Grunde liegenden Bestimmungsgrößen. Seit 1999 liegt das angestrebte Geldmengenwachstum bei 4,5 Prozent. Das Referenzziel wird, anders als bei den Geldmengenzielen der Deutschen Bundesbank, nicht in Form eines Zielkorridors oder einer Bandbreite festgelegt, sondern als Punktwert bekannt gegeben. Der zeitlose Referenzwert wird nicht regelmäßig überprüft. Unter normalen Umständen signalisiert eine nicht konforme Geldmengenentwicklung Gefahr für die Preisstabilität. Allerdings kann es wegen der Langfristigkeit des Konzepts keine direkte Verbindung zwischen kurzfristigen monetären Entwicklungen und geldpolitischen Beschlüssen geben. Dementsprechend wird das Eurosystem nicht mechanistisch auf Zielverfehlungen reagieren, sondern die genauen Ursachen analysieren und danach handeln.

⁴ M3 umfasst den Bargeldumlauf außerhalb des Bankensystems, täglich fällige Einlagen, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit bis zu 2 Jahren, Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten, Repogeschäfte, Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu 2 Jahren und Anteile an Geldmarktfonds sowie Geldmarktpapiere.

Zudem untersucht die EZB im Rahmen der monetären Analyse verschiedene Messgrößen für die existierende Überschussliquidität. Daneben erfolgt eine Analyse der enger gefassten Geldmengenaggregate M1 und M2 sowie weiterer Einzelkomponenten von M3. Auch eine Betrachtung der Gegenposten von M3 in der konsolidierten Bilanz der monetären Finanzinstitute (speziell der Kreditgewährung) kann sinnvolle Zusatzinformationen über die Ursachen des Geldmengenwachstums liefern.

Die „kurzfristige Säule“: Eine Vielzahl von Inflationsindikatoren

Auf Grund der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Geldnachfrage baut die Strategie des Eurosystems noch auf einer weiteren Säule auf. Diese beinhaltet eine breit fundierte Beurteilung der Preisperspektiven anhand einer Vielzahl von Inflationsindikatoren neben der Geldmenge. Zwar ist Inflation in der langfristigen Betrachtung ein monetäres Phänomen. Auf kurze Sicht wird dieser Zusammenhang allerdings von zahlreichen Faktoren überlagert. Da sich solche Einflüsse verfestigen können, ist auch die kurze Frist geldpolitisch relevant. In diesem Zusammenhang geht es unter anderem um die Analyse von konjunkturellen Schocks.

Um ein Gesamtbild der Preisentwicklung zu entwerfen, werden die Preise auf verschiedenen Stufen des Preisbildungsprozesses näher untersucht (Erzeuger-, Vorleistungsgüter-, Investitionsgüter- und Konsumgüterpreise). Außerdem werden kurzfristige Konjunkturindikatoren analysiert. Darunter fallen Variablen, die eine veränderte Grunddynamik der Wirtschaft anzeigen, wie zum Beispiel die Kapazitätsauslastung der Industrie und andere angebots- und nachfrageseitige Einflüsse. Hinzu kommt eine Analyse wichtiger Finanzmarktindikatoren wie Zinsstrukturkurven, nominaler und indexierter Renditen von Staatsanleihen, Aktienkursindices und der Märkte für Finanzderivate (Optionen, Swaps etc.). Schließlich sollen Branchen- und Verbraucherumfragen Aufschluss über die Preiserwartungen geben.

Seit Dezember 2000 veröffentlicht die EZB auch eigene Prognosen für die Veränderung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex und das BIP-Wachstum (inklusive der wichtigsten Determinanten private Konsumausgaben, Staatsverbrauch, Bruttoanlageinvestitionen, Exporte und Importe). Diese Prognosen werden gemeinsam von Exper-

ten der EZB und der nationalen Zentralbanken erstellt. Monetäre Daten gehen nicht darin ein. Die EZB bezeichnet diese Prognosen als gesamtwirtschaftliche Projektionen. Allerdings stellen diese Projektionen keine „echten“ Prognosen dar, die eine möglichst gute Übereinstimmung mit der tatsächlichen Entwicklung anstreben. Vielmehr handelt es sich um so genannte „bedingte“ Prognosen, die unter der Annahme unveränderter kurzfristiger Zinsen und Wechselkurse getroffen werden. Das bedeutet insbesondere, dass von einem unveränderten geldpolitischen Kurs ausgegangen wird.

Mit der Publikation bedingter Inflationsprognosen verbesserte die EZB die Transparenz ihrer Geldpolitik insofern, als sie nun mehr Informationen zur Verfügung stellt. Allerdings spiegeln die Projektionen nicht die Meinung des EZB-Rats wider und lassen eine wichtige Inflationsdeterminante, die Geldmengenentwicklung, außer Acht. Dementsprechend ist zu fragen, warum sie überhaupt publiziert werden, da es doch bereits Prognosen anderer Institutionen (zum Beispiel des IWF, der OECD oder der EU-Kommission) gibt.

Das Grundproblem der Zwei-Säulen-Strategie

Wie ist nun die geldpolitische Strategie des Eurosystems zu beurteilen? Die Zwei-Säulen-Strategie verbindet die Erfahrungen der am Eurosystem teilnehmenden nationalen Zentralbanken mit der spezifisch neuen Situation der Währungsunion. Insgesamt ist es der EZB mit ihrer strategischen Ausrichtung bislang relativ gut gelungen, die Inflationserwartungen auf einem niedrigen Niveau zu stabilisieren.

Diese in den ersten Jahren generell sinnvolle Vorgehensweise ist jedoch in Zeiten, in denen von

den beiden Säulen uneinheitliche Signale ausgehen, kritischer zu beurteilen. Den Märkten und der Öffentlichkeit droht, die Orientierung verloren zu gehen. Immer häufiger wird der Vorwurf geäußert, die EZB suche sich je nach Situation die für sie passenden Variablen heraus. Deshalb wäre eine Präzisierung der Gesamtstrategie wünschenswert.

Unter der Voraussetzung langfristig stabiler monetärer Beziehungen wäre eine stärkere Orientierung an der Geldmenge angebracht. In Marktwirtschaften mit hoch entwickelten Finanzmärkten wird es jedoch immer schwieriger, eine Geldmengengröße, die an Bankbilanzen ansetzt, zu kontrollieren. Dies haben die Entwicklungen nach dem Zusammenbruch der Aktienmärkte deutlich gemacht. Den Trägern der Geldpolitik fehlen Informationen über das Verhalten des Bankensektors wie des Nichtbankensektors.

Sollte es in der EWU mittelfristig zu einer „Amerikanisierung der Finanzmärkte“ und damit zu einer zunehmenden Instabilität der monetären Beziehungen kommen, müsste die EZB ihre Politik geradezu zwangsläufig nach dem Vorbild des Federal Reserve Systems in den USA – ohne explizite nominale Orientierungsgrößen – ausrichten. In einer derartigen Situation dürfte nämlich jegliches Geldmengenaggregat als Indikator zukünftiger Inflationsgefahren immer weniger geeignet sein. Aber auch eine stärkere Konjunkturorientierung ist, vor allem bei weiterhin niedrigen Inflationsraten, nicht unwahrscheinlich. Wenn die EZB bis dahin den notwendigen Rückhalt in der Öffentlichkeit und auf den Märkten besitzt, könnte sie mit einem derartigen Strategiewechsel ähnlich erfolgreich sein wie die amerikanische Notenbank unter *Alan Greenspan*. Allerdings ist die Gefahr groß, dass geldpolitische Entscheidungen dann noch intransparenter werden. ■