



# ECB OBSERVER

*Anmerkungen zur Geldpolitik  
der Europäischen Zentralbank*

## **Inflationperspektiven im Euro-Raum**

**Nr. 1  
19. April 2001**

**Prof. Dr. Manfred Borchert  
Westfälische Wilhelms-Universität Münster**

**Prof. Dr. Wim Kösters  
Ruhr-Universität Bochum**

**Priv.-Doz. Dr. Martin Leschke  
Westfälische Wilhelms-Universität Münster**

**Dr. Thorsten Polleit  
Barclays Capital, Frankfurt**

---

# ECB OBSERVER

## *Anmerkungen zur Geldpolitik der Europäischen Zentralbank*

---

### **Inflationperspektiven im Euro-Raum**

Nr. 1  
19. April 2001

Prof. Dr. Manfred Borchert  
Westfälische Wilhelms-Universität Münster

Prof. Dr. Wim Kösters  
Ruhr-Universität Bochum

Priv.-Doz. Dr. Martin Leschke  
Westfälische Wilhelms-Universität Münster

Dr. Thorsten Polleit  
Barclays Capital, Frankfurt

## THESEN

### **Zu Teil 1: Warum die EZB-Geldpolitik glaubwürdig ist**

- (1) Die Euro-Finanzmärkte attestieren der EZB eine hohe Glaubwürdigkeit. Die Analyse der Inflationserwartungen zeigt, dass künftige Preisniveausteigerungen im Euro-Raum gemäß dem Stabilitätsversprechen der EZB von den Marktakteuren erwartet werden.
- (2) Die hohe Glaubwürdigkeit der EZB-Geldpolitik hat vor allem zwei Gründe. Zum einen hat die EZB durch ihren Zielauftrag den notwendigen „Stabilitätswillen“, zum anderen hat sie durch die Notenbankverfassung die nötige „Stabilisierungsfähigkeit“; die personelle Besetzung des EZB-Rats dürfte für die Glaubwürdigkeit der EZB-Politik eine weitaus geringere Rolle spielen als gemeinhin angenommen wird.
- (3) Solange eine Überschuldung der Staatshaushalte verhindert wird, und die Unterbeschäftigung sich nicht weiter dramatisiert, wird die EZB die Inflationserwartungen im Euro-Raum im Griff behalten. Von monetärer Seite spricht dies für weiter niedrige Kapitalmarktzinsen.

### **Zu Teil 2: EZB-Strategie – Stabilitätsgarant oder überkommenes Regelwerk?**

- (1) Die Selbstbindung der EZB an ihre geldpolitische Strategie ist grundsätzlich sinnvoll, um das Ziel Preisniveaustabilität mit geringen Kosten zu erreichen.
- (2) Die erste Strategie-Säule (Geldmengenpolitik) muss stärker gewichtet werden als die zweite Säule (realwirtschaftliche Indikatoren): Während die Geldmenge einen überaus hohen Erklärungswert für die künftige Inflation hat, ist ein systematischer Zusammenhang zwischen Inflation und den realwirtschaftlichen Variablen der zweiten Säule in der Form nicht erkennbar. Die EZB sollte sich stärker als bisher zu der herausragenden Indikatorqualität der Geldmenge M3 – und damit zur Ratio der Geldmengenpolitik – bekennen.
- (3) Die EZB darf geldpolitische Massnahmen nicht wie bisher durch den Vergleich zwischen M3-Wachstum und Referenzwert treffen, sondern sie muss ihre Zinsentscheidungen von der Entwicklung der sogenannten „Preislücke“ abhängig machen. Denn das Referenzwertkonzept kann falsche Signale geben und so zu einer falschen Geldpolitik führen. Hier besteht ganz erheblicher Nachbesserungsbedarf für die EZB-Strategie!

### **Zu Teil 3: Stabilitätsrisiken der EU-Ost-Erweiterung**

- (1) Die EU-Osterweiterung stellt dann kein Stabilitätsrisiko dar, wenn vor allem das Inflations- und Staatsverschuldungs-Kriterium durch die Beitrittsländer erfüllt wird.
- (2) Der Druck durch die künftige freiwillige Wanderungsbewegung von Ost nach West dürfte nicht ausreichen, um die Politikern Anreize zu geben, rationale Reformen der sozialen Sicherungssysteme und Arbeitsmärkte einzuleiten/weiterzuführen. Wenn aber der Reformdruck der EU-Osterweiterung auf die Euro-Länder nur relativ moderat ausfällt, und die Politik ihn weiter reduzieren will, kann dies ein Gefahrenpotential für die künftige Stabilitätspolitik der EZB bedeuten.
- (3) Die EZB muss daher dezidiert Stellung zur Gestaltung der institutionellen Grundlagen der EU-Osterweiterung beziehen. Diese geldpolitische Stellungnahme muss frühzeitig erfolgen, damit gerade die langfristige Stabilitätsorientierung integraler Bestandteil der Erweiterungsdiskussion und -ausgestaltung wird.

### **Zu Teil 4: Zinspolitik der EZB in 2001 und 2002 – Ausblick**

- (1) Die Aussichten stehen gut, dass die EZB den Hauptrefinanzierungszins bis Ende 2001 auf ca. 4 Prozent senkt.
- (2) Durch ihre bisherige Zinspolitik hat die EZB bereits eine künftige Inflation unter 2,0 % „vorprogrammiert“.
- (3) Da sich das Potentialwachstum im Euro-Raum auf absehbare Zeit nicht erhöhen dürfte, wird sich der Trend sinkender Euro-(Kapitalmarkt-)Zinsen weiter fortsetzen.

## GLIEDERUNG

### **Teil 1: Warum die EZB-Geldpolitik glaubwürdig ist**

1. Was ist geldpolitische Glaubwürdigkeit?
  - 1.2 Der „Stabilitätswille“ der EZB: Zielauftrag
  - 1.3 Die „Stabilisierungsfähigkeit“ der EZB: Notenbankverfassung
2. Das „Zeitinkonsistenzproblem“ und seine Entschärfung
3. Messung der Glaubwürdigkeit der EZB-Geldpolitik
4. Fazit und Ausblick

### **Teil 2: EZB-Strategie – Stabilitätsgarant oder überkommenes Regelwerk?**

1. Zur geldpolitischen Konzeption der EZB
  - 1.1 Anforderungen an geldpolitische Konzeptionen
  - 1.2 Erfüllt die EZB-Strategie die Anforderungen?
2. Rationalität der „Zwei-Säulen-Strategie der EZB
3. Fazit und Ausblick

### **Teil 3: Stabilitätsrisiken der Osterweiterung**

1. Auf dem Weg zur EU-Osterweiterung
  - 1.1 Voraussetzungen für eine Mitgliedschaft in der Europäischen Union
  - 1.2 Ökonomische Unterschiede zwischen den Beitrittskandidaten
2. Die Inflationsraten in den mittel- und osteuropäischen Ländern
3. Handlungsbedarf zur Sicherung eines stabilen Preisniveaus
  - 3.1 In der EU sind mehr Reformen notwendig
  - 3.2 Die EZB muss Stellung beziehen
4. Fazit und Ausblick

### **Teil 4: Zinspolitik der EZB in 2001 und 2002**

1. Einschätzung der monetären Entwicklung
2. Konjunkturausblick im Euro-Raum
3. Reaktionsfunktion der EZB

## **Anhänge**

Anhang I: THE ECB OBSERVER – Ziel, Analyseansatz und Team-Mitglieder

Anhang II: Monetäre Analyse im Euro-Währungsraum, Stand März 2001

## Teil 1:

### Warum das Stabilitätsversprechen der EZB glaubwürdig ist

*Die Euro-Finanzmärkte attestieren der EZB ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit. Sie erwarten, dass sich die künftigen Preisniveausteigerungen im Euro-Raum gemäß dem Stabilitätsversprechen der EZB entwickeln werden. Dieses Vertrauen gegenüber der EZB-Geldpolitik hat vor allem zwei Gründe, die im institutionellen Rahmen der Geldpolitik liegen: Zum einen hat die EZB durch den Zielauftrag den notwendigen „Stabilitätswillen“, zum anderen hat sie durch die Ausgestaltung der Notenbankverfassung eine große „Stabilisierungsfähigkeit“. Die Bedeutung der personellen Besetzung des EZB-Rats dürfte daher für die Glaubwürdigkeit der EZB weitaus geringer sein als gemeinhin angenommen wird. Solange eine Überschuldung der Staatshaushalte verhindert wird und die Unterbeschäftigung sich nicht weiter dramatisiert, ist z. Z. kein Grund erkennbar, warum sich die Inflationserwartungen systematisch vom Stabilitätsversprechen der EZB lösen sollten.*

---

**INHALT:** 1. Was ist geldpolitische Glaubwürdigkeit? – 1.2 Der „Stabilitätswille“ der EZB: Zielauftrag – 1.3 Die „Stabilisierungsfähigkeit“ der EZB: Notenbankverfassung – 2. Das „Zeitinkonsistenzproblem“ und seine Entschärfung – 3. Messung der Glaubwürdigkeit der EZB-Geldpolitik – 4. Fazit und Ausblick.

---

#### 1. Was ist geldpolitische Glaubwürdigkeit?

Geldpolitik ist glaubwürdig, wenn sich die Marktakteure am Stabilitätsversprechen der Zentralbank, eine niedrige und im Zeitablauf stabile Inflationsrate zu generieren, ausrichten.<sup>1</sup> Und dies ist genau dann der Fall, wenn sie die von der Zentralbank anvisierte Inflationsrate ihren ökonomischen Dispositionen zugrunde legen. Damit das Stabilitätsversprechen glaubwürdig ist, müssen eine Reihe von Bedingungen erfüllt sein. Die notwendige Bedingung ist der Stabilitätsauftrag der Zentralbank („Stabilitätswillen“). Die hinreichende Bedingung ist die Fähigkeit der Zentralbank, den Stabilitätsauftrag auch realisieren zu können („Stabilisierungsfähigkeit“). Der Stabilitätswillen wird durch den Zielauftrag repräsentiert. Die Stabilisierungsfähigkeit hängt entscheidend von der institutionellen Ausgestaltung der Notenbankverfassung ab. Im folgenden wird (1) der Zielauftrag und (2) die institutionelle Ausgestaltung der Notenbankverfassung mit Blick auf die Glaubwürdigkeit der EZB-Geldpolitik betrachtet. Daran anschließend wird (3) die Messung der Glaubwürdigkeit diskutiert.

---

<sup>1</sup> Vielfach wird die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik daran festgemacht, wie gut sich die Zinsänderungen der Zentralbank antizipieren lassen. Diese Interpretation ist jedoch für die hier verfolgte Analyse ungeeignet. Denn so mögen die Zinsänderungen einer Zentralbank zwar schwierig zu prognostizieren sein, die Marktakteure können dabei jedoch trotzdem überzeugt sein, dass die Zentralbank das künftige Preisniveau stabilisieren will und kann.

## 1.2 Der „Stabilitätswille“ der EZB: Zielauftrag

Dem Eurosystem wurde die Bewahrung der Preisniveaustabilität vertraglich vorgegeben. Der EZB-Rat hat die Zielvorgabe mit einem jährlichen Anstieg des Konsumentenpreisindex<sup>2</sup> von nicht mehr als 2,0 Prozent (in der mittleren Frist) spezifiziert, einer international akzeptierten Stabilitätsdefinition. Durch den Zusatz, dass ein stabiles Preisniveau im Durchschnitt zu erreichen ist („Escape Clause“), trägt die EZB der Tatsache Rechnung, dass die Preisindices temporär durch Faktoren beeinflusst werden können, die nicht im Verantwortungsbereich der Zentralbank liegen (sogenannte „Cost-Push“-Faktoren wie z. B. Ölpreisschocks, Importgüterpreisänderungen). Mit der „Escape Clause“ kann sich die EZB von nicht selbstverschuldeten Zielabweichungen freisprechen und wird nicht in einen unerwünschten geldpolitischen Aktivismus gedrängt. Solange keine stabilitätsfeindlichen Theorien von Seiten der Politik oder organisierter Interessengruppen erfolgreich verbreitet werden, stellt der „Escape Clause“ auch kein Einfallstor für eine diskretionäre Inflationspolitik dar. Auch die nachgelagerte Zielvorgabe „Unterstützung der Wirtschaftspolitik, sofern das Ziel der Gewährung von Preisniveaustabilität nicht gefährdet wird“ wird dann nicht missbraucht. Solange die vertraglichen Zielvorgaben eindeutig als Aufforderung zu einer strikt stabilitätsorientierten Geldpolitik aufgefasst werden, stellen sie eine produktive Einschränkung der Zielunabhängigkeit der EZB dar. Denn deren politische Unabhängigkeit wird dadurch gestärkt. Durch das vertraglich vorgegebene Ziel der Stabilitätsorientierung wird die politische „Angriffsfläche“ auf die EZB verringert, weil das Ziel der Geldpolitik nicht fortwährend in Frage gestellt werden kann – etwa dadurch, dass Politik und Öffentlichkeit die Aufgabe langfristiger Stabilitätsziele durch kurzfristige Wachstums- und Beschäftigungsziele fordern. – Wenngleich die EZB mithin den Stabilitätswillen hat, stellt sich dennoch die Frage: Kann sie auch stabilitätskonform handeln? Dies führt zu der Frage nach der Notenbankverfassung.

## 1.3 Die „Stabilisierungsfähigkeit“ der EZB: Notenbankverfassung

Im Rahmen der institutionellen Ausgestaltung der Notenbankverfassung der EZB bzw. des Eurosystems verdienen zwei Faktoren besondere Aufmerksamkeit: (a) die politische Unabhängigkeit und (b) die ökonomische Unabhängigkeit.

Ad (a): Dem Eurosystem wird politische Unabhängigkeit durch den Maastricht-Vertrag gewährt.<sup>2</sup> Konkret zeichnet sich die politische Unabhängigkeit des Eurosystems dadurch aus, dass das Ziel der Geldwertstabilität vertraglich verankert ist (Art. 105 Abs. 1 EGV und Art. 2 ESZB-Satzung), die Entscheidungsträger unabhängig von Weisungen sind (Art. 107 EGV und Art. 7 ESZB-Satzung), die Amtszeiten hinreichend lang bemessen sind (z. B. für die Direktoriumsmitglieder Art. 109 a Abs. 2 (b) EGV und Art. 11.2 ESZB-Satzung) und eine Diversifikation der Nominierungsinstanzen gegeben ist. Weiterhin trägt die Stimmgewichtung im EZB-Rat „One member, one vote“ dazu bei, die Verantwortung der Entscheidungsträger als Interessenvertreter des gesamten Euro-Raum zu stärken und damit den Anreiz für eine nationale Interes-

<sup>2</sup> Diese Klassifizierung der politischen und ökonomischen Unabhängigkeit der Zentralbank geht auf Grilli u. a. (1991), *Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries*, zurück. Sie definieren die Unabhängigkeit der Notenbank *“with the autonomy to pursue the goal of low inflation. Any institutional feature that enhances the central bank capacity to pursue this goal will, on our definition, increase central bank independence”* (S. 367).

senvertretung zu verringern. Dass die politische Unabhängigkeit einen hohen Stellenwert bei der Errichtung des Eurosystems eingenommen hat, ist sicher durch Ergebnisse empirischer Untersuchungen zu erklären. Hier wird deutlich, dass politische Abhängigkeit der Notenbank negativ mit der Höhe der Inflation korreliert ist.<sup>3</sup> Die EG-Kommission zitierte bereits in ihren Vorarbeiten zur EWWU die auf empirischen Befunden beruhende „Alesina Formel“:<sup>4</sup> „Je höher die Unabhängigkeit der Notenbank, desto niedriger die Inflationsrate“. Der politische Unabhängigkeitsstatus der Zentralbank mindert die Gefahr, dass im Zuge von Wiederwahlmotiven die Geldpolitik kurzfristig zur Stimulierung der Nachfrage und Beschäftigung eingesetzt wird, d. h. kurzfristige Beschäftigungseffekte durch längerfristige Inflationsimpulse „erkauft“ werden.<sup>5</sup>

Ad (b): Die ökonomische Unabhängigkeit der EZB stellt sicher, dass der operative Handlungsspielraum der Geldpolitik – wie z. B. Personalpolitik und Instrumenteneinsatz – nicht durch finanzielle Abhängigkeiten gegenüber der Politik eingeschränkt wird. Die ökonomische Unabhängigkeit der EZB lässt sich in drei Kategorien einteilen:

1. **Finanzielle Unabhängigkeit:** Sie stellt sicher, dass das Eurosystem über ausreichende eigene Finanzierungsmittel verfügt. So finanziert das Eurosystem seine Tätigkeit autonom aus dem Notenbankgewinn (bzw. aus der vorhandenen Eigenkapitalausstattung). Wichtig ist zudem, dass sich das Grundkapital der EZB vollständig in den Händen der nationalen Notenbanken befindet.
2. **Instrumentelle Unabhängigkeit:** Sie sorgt dafür, dass das Eurosystem seine geldpolitischen Instrumente autonom im Hinblick auf seinen Zielauftrag einsetzen kann.<sup>6</sup> So kann das Eurosystem z. B. wählen, ob es im Rahmen von Offenmarktoperationen Staatstitel oder privatwirtschaftliche Schuldtitel einbezieht. Insbesondere kommt die ökonomische Unabhängigkeit dadurch zum Ausdruck, dass das Eurosystem keine Kredite an die öffentlichen Hand vergeben darf (Art. 104 a EGV).
3. **Funktionelle Unabhängigkeit:** Der EZB-Rat kann autonom die geldpolitische Strategie definieren, um den Zielauftrag zu erreichen. Auch liegt die (fakultative) Spezifizierung der Preisstabilitätsdefinition im Autonomiebereich des EZB-Rats. Bedeutend für die Sicherung der ökonomischen Unabhängigkeit ist zudem, dass das Eurosystem nicht durch einseitige Ministerratsbeschlüsse zu Interventionen auf den Devisenmärkten verpflichtet werden kann. Zwar unterliegt das Wechselkurssystem des Euro gegenüber Drittländern dem Ministerrat. Angesichts des Zusatzes, dass

<sup>3</sup> Vgl. z. B. Grilli u. a. (1991), S. 371-375. Die verschiedenen Ausprägungen der Unabhängigkeit der Zentralbanken (also die Indices für politische und ökonomische Unabhängigkeit) erweisen sich in bezug auf die Inflation mehr oder weniger als signifikant. In der Phase 1970 bis 1989 erweist sich der Index für die politische Unabhängigkeit signifikant auf Basis einer Irrtumswahrscheinlichkeit von 1 %. Der Index der politischen Unabhängigkeit weist lediglich in den siebziger Jahren eine Signifikanz auf, die Irrtumswahrscheinlichkeit beträgt hier 5 %.

<sup>4</sup> Vgl. Kommission der Europäischen Gemeinschaften (1990), S. 108 f.

<sup>5</sup> Vgl. hierzu die Studien von Nordhaus (1975) und (1989), Hibbs (1977), Kath (1995) und Belke (1996).

<sup>6</sup> Fischer (1995), S. 202. Die von Debelle und Fischer (1995) getroffene Abgrenzung von Unabhängigkeit in Form von „goal independence“ und „instrument independence“ sind Teilaspekte der umfassender definierten politischen und ökonomischen Unabhängigkeit nach Grilli u. a. (1991). Vgl. Fischer (1995), S. 202.

eine derartige Regelung im Einklang mit der Preisniveaustabilität stehen muß, ist das Eurosystem aber auch von dieser Seite grundsätzlich gegen stabilitätsgefährdende politische Einflußnahme gewappnet. Was verbleibt, ist somit das Risiko in Form einer „potentiellen offenen außenwirtschaftlichen Flanke“, welches nur dann virulent wird, wenn sich verstärkt Ideen verbreiten, die dem Sinn der entsprechenden vertraglichen Regelung entgegenstehen; es müsste die Wechselkurspolitik über das Ziel der Preisniveaustabilität gestellt werden.

## **2. Das „Zeitinkonsistenzproblems“ und seine Entschärfung**

Neben der Sicherung des Stabilitätswillens und der Stabilisierungsfähigkeit der Zentralbank ist das Ausschalten des sogenannten „Zeitinkonsistenzproblems“ essentiell für die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik.<sup>7</sup> Das Zeitinkonsistenzproblem kann wie folgt erklärt werden: Die Zentralbank verkünde ein Preisniveaustabilitätsziel, das die Marktakteure ihren Dispositionen zugrunde legen. Nachdem die Marktteilnehmer sich durch (Tarif-)Verträge gebunden haben, könnte die Zentralbank jedoch einen Anreiz haben, eine höhere als die ex ante versprochene Inflation zuzulassen („Überraschungsinflation“), um den Output zu erhöhen. Wenn die Marktakteure jedoch im Vorfeld ahnen, dass die Zentralbank sie täuschen will – also Outputziele gegen das Inflationsziel auszuspielen gedenkt –, werden sie nicht mehr an die ex ante verkündete Inflation glauben, sondern ihren Dispositionen von vornherein eine höhere Inflation zugrunde legen. Dies hat zur Folge, dass sich eine höhere als die akzeptierte Inflation einstellt, der Output jedoch unverändert bleibt. Da Inflation mit erheblichen Kosten verbunden ist, wäre dieses Politikergebnis wohlfahrtstheoretisch suboptimal. Es ist daher rational, das Zeitinkonsistenzproblem auszuschließen.

Das Zeitinkonsistenzproblem der Geldpolitik wurde bei der Aufstellung der EZB bzw. des Eurosystems erkannt. Zielauftrag und institutionelle Verfassung des Eurosystems dienen dazu, einen „Trade Off“ zwischen Output- und Inflationsziel im Euro-Raum zu vermeiden: Gemäß vertraglicher Zielvorgabe soll das Inflationsziel nicht dem Output- und Beschäftigungsziel untergeordnet werden; das Inflationsziel genießt Priorität im Zielkatalog der EZB. Zusammen mit dem Unabhängigkeitsstatus der EZB – in politischer und ökonomischer Hinsicht – soll auf diese Weise verhindert werden, dass geldpolitische Entscheidungen durch tagespolitisch motivierte Präferenzen vom Stabilitätsziel abgelenkt werden können.

Es sei an dieser Stelle betont, dass der institutionelle Rahmen des Eurosystems bzw. der EZB für die Glaubwürdigkeit des Stabilitätsversprechens langfristig weitaus bedeutender sein dürfte als die personelle Besetzung des EZB-Rats. Wenngleich auch einige Mitglieder des EZB-Rats von Außenstehenden als „Meinungsführer“ und „Kompetenzträger“ identifiziert werden mögen, so ist die EZB durch Notenbankverfassung und Strategie doch in gewisser Weise „entpersonalisiert“: Außer dem EZB-Präsidenten und einigen wenigen Mitgliedern des EZB-Direktoriums und –Rats sind die geldpolitischen Präferenzen und Kompetenzen individueller EZB-Ratsmitglieder der Öffentlichkeit (bisher) wenig ersichtlich. Die Marktteilnehmer richten ihre Inflationsabschätzung deshalb weitaus stärker an der „Institution EZB“ selbst aus als an der

---

<sup>7</sup> Das Zeitinkonsistenzproblem geht insbesondere auf die Arbeit von Barro, R.J. und Gordon, D.B. (1983): Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy, in: Journal of Monetary Economics 12, S. 101–120 zurück.



Kredibilität der einzelnen Entscheidungsträger. Sie vertrauen darauf, dass der institutionelle Rahmen der EZB – also Unabhängigkeit und Zielauftrag – die Zielkonformität der Geldpolitik weitgehend sicherstellt.<sup>8</sup>

Vor allem spielt auch die Etablierung des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts eine entscheidende Rolle für die Entschärfung des Zeitinkonsistenzproblems. Er soll eine Überschuldung der Staatshaushalte verhindern, die vor allem dann inflatorisch wirkt, wenn die Staaten erfolgreich Druck auf die EZB ausüben, um diese zu einer „Politik des billigen Geldes“ zu nötigen.

Aus theoretischer Sicht ist dem geldpolitischen „Set up“ des Eurosystems einschliesslich des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakts daher eine große Bedeutung für die Sicherung der Glaubwürdigkeit der EZB-Geldpolitik zuzusprechen. Entscheidend ist jedoch letztlich, ob die Marktakteure sich tatsächlich mit ihren Dispositionen am Stabilitätsversprechen des Eurosystems ausrichten. Dies führt zur Frage nach der Messung der Glaubwürdigkeit.

### 3. Messung der Glaubwürdigkeit

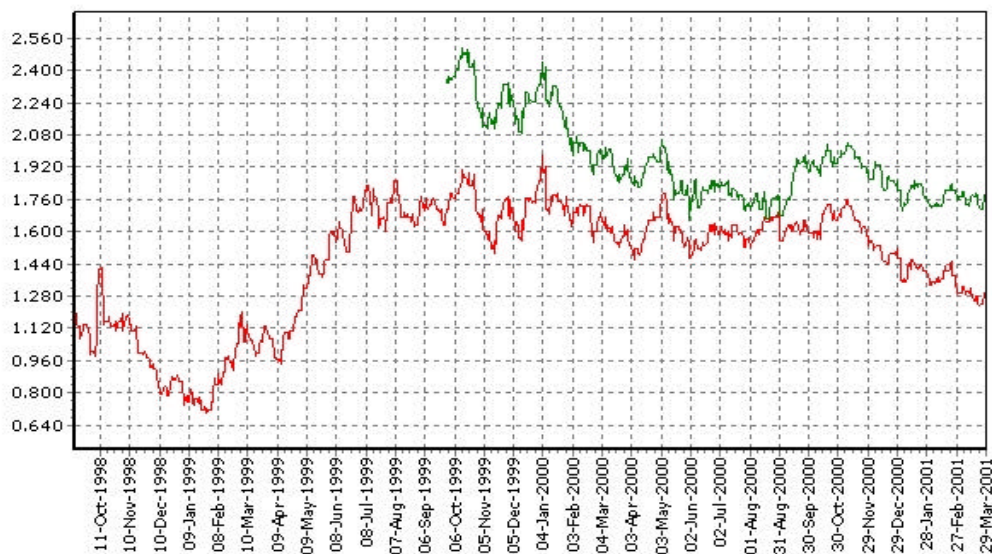
Für die Messung von Glaubwürdigkeit bieten sich eine Reihe von Ad-hoc-Verfahren an. (1) Ein Vergleich zwischen Umfrageergebnissen bei Konsumenten und Produzenten über die künftig erwartete Preisniveauentwicklung und dem von der Zentralbank vorgegebenen Inflationsziel bietet eine Möglichkeit zu prüfen, ob die Marktakteure an das Stabilitätsversprechen der Zentralbank glauben. Allerdings sind Umfragen aufwendig und spiegeln nicht notwendigerweise die „wahren“ Inflationserwartungen wider („Bekundetes Verhalten entspricht nicht stets wahren Verhalten“). (2) Ergebnisse von Lohnverhandlungen lassen i. d. R. ebenfalls keine zweifelsfreien Schlüsse auf die Inflationserwartungen der Marktakteure zu: Meist lässt es die Taktik der Verhandlungsführer nicht zu, die Nominallohnforderungen in die erwartete Produktivitätssteigerung und die erwartete Inflation („Inflationsausgleich“) eindeutig aufzuspalten. (3) Expertenprognosen erweisen sich häufig als wenig verlässlich, um die künftig erwartete Inflation abzuschätzen, da sie nicht notwendigerweise den „wahren“ Erwartungen der Marktakteure entsprechen. (4) Eine weitere Möglichkeit, die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer zu messen, ist die Beobachtung der sogenannten „Break Even Inflation“ (BEI). Sie kann aus den am Kapitalmarkt gehandelten Anleiherenditen ermittelt werden. Die BEI errechnet sich durch einen Vergleich zwischen der inflationsindexierten Realrendite und der Nominalzins-Rendite zweier ansonsten gleich ausgestatteter (Staats-)Anleihen.<sup>9</sup>

<sup>8</sup> So besitzen sogar selbst professionelle EZB-Beobachter häufig nur wenig Informationen über persönliche Profile aller EZB-Ratsmitglieder. Da die Veröffentlichung von Entscheidungen des EZB-Rats prinzipiell keinen Rückschluss auf individuelles Entscheidungsverhalten – und damit auch auf geldpolitische Kompetenz und Präferenz der Mitglieder – zulässt, begreift die Öffentlichkeit die EZB als „Einheit“ und nicht als Zusammensetzung individueller Entscheidungsträger.

<sup>9</sup> Die BEI lässt sich aus folgender Formel berechnen: 
$$\left( \frac{1+i_n}{1+p} - 1 \right) = i_r,$$

wobei  $i_n$  = Nominalzins,  $\pi$  = erwartete Inflation und  $i_r$  = Realzins. An dieser Stelle sei betont, dass die BEI natürlich nur eine Annäherung an die tatsächlich vom Markt erwartete Inflation darstellt. Drei Kritikpunkte seien an dieser Stelle genannt. (1) Der zugrundegelegte Preisindex bzw. Inflationsausgleich der inflationsindexierten Anleihe muss nicht dem allgemeinen Preisniveautrend im Währungsraum entsprechen (so beziehen sich die französischen inflationsindexierten Anleihen auf den französi-

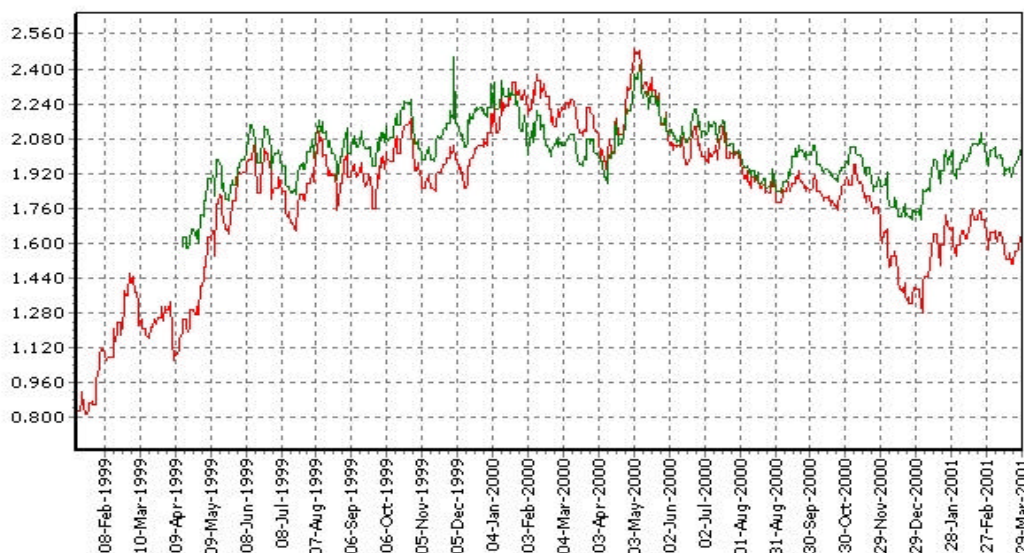
Abb. 1: „Break Even Inflation“ (BEI) im Euro-Raum in Prozent (rote Linie = Fälligkeit 2009, grüne Line = Fälligkeit 2029), ermittelt aus den französischen Staatsanleihen, 1. September 1998 bis 27. März 2001



© Barclays Bank PLC, 1999

Legende: BEI = nach Fisher. France IL 3,0% 25. July 2009 und France IL 3,4% 25 July 2029.

Abb. 2: „Break Even Inflation“ (BEI) in den USA in Prozent (rote Linie = Fälligkeit 2009, grüne Line = Fälligkeit 2029), ermittelt aus den amerikanischen Staatsanleihen, 1. September 1998 bis 27. März 2001



© Barclays Bank PLC, 1999

Legende: BEI = nach Fisher. US IL 3,875% 15. Januar 2009, US IL 15. April 2029.

schen Konsumentenpreisindex). (2) Es liegen keine genauen Informationen über die Risiko- bzw. Nutzenpräferenz der Marktakteure vor, die es erlauben, die BEI in erwartete Inflation und Risikoprämien zweifelsfrei aufzuteilen. (3) Es gilt das Konvexitätsproblem zu berücksichtigen, das die Interpretation der BEI zusätzlich erschwert.

Abb. 1 zeigt die BEI im Euro-Raum, errechnet aus französischen Staatsanleihen. Diesem Ansatz liegt die Annahme zugrunde, dass sich der langfristige Kapitalmarktzins aus der Inflationserwartung und dem Realzins zusammensetzt (letzterer enthält wiederum Liquiditäts- und Risikoprämien, die jedoch hier nicht näher betrachtet werden sollen). Die BEI stellt die Kompensation des Investors für die allgemein erwartete, zukünftige durchschnittliche Inflation dar. Wenn die Geldpolitik glaubwürdig ist, sollte sich die BEI bzw. die Inflationserwartung mit dem Stabilitätsversprechen der EZB decken bzw. beide Größen sollten nahe beieinander liegen. Bei einer Restlaufzeit der betrachteten Anleihen von knapp 9 Jahren liegt die BEI derzeit bei etwa 1,2 Prozent. Sie liegt damit deutlich – und vor allem dauerhaft – unter dem von der EZB erlaubten maximalen Preisniveaustieg von 2,0 Prozent.<sup>10</sup> Auch die langfristige BEI – ermittelt aus Anleihen mit Fälligkeit in 2029 ist deutlich unter der 2-Prozentmarke, derzeit bei nur etwa 1,7%. Aus dieser Sicht betrachtet, attestieren die Finanzmärkte dem Stabilitätsversprechen der EZB ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit. Diese Erkenntnis ist um so interessanter, weil die ungünstige Preisniveaumentwicklung im Euro-Raum im Jahre 2000 die BEI nicht systematisch verändert hat. Das bedeutet, dass die Marktakteure die Preisniveausteigerungen oberhalb der von der EZB angestrebten Rate als temporäres Phänomen eingestuft haben und trotz Zielverfehlung ihr Vertrauen in das Stabilitätsversprechen behielten. Ein Vergleich mit den Verhältnissen in den USA zeigt, dass die Marktakteure dort eine BEI in Höhe von etwa 2,0 Prozent einpreisen – dies dürfte der „implizierten“ Preisstabilisierungsdefinition des US Federal Reserve Boards entsprechen (siehe Abb. 2).

#### 4. Fazit und Ausblick

Die Euro-Finanzmärkte attestieren der EZB ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit. Die Inflationserwartungen in den langfristigen Zinsen (gemessen anhand der „Break Even Inflation“) zeigen, dass die Finanzmärkte künftige Preisniveausteigerungen im Euro-Raum gemäß dem Stabilitätsversprechen der EZB erwarten. Für die Glaubwürdigkeit der EZB-Geldpolitik gibt es vor allem zwei institutionelle Gründe: Zum einen hat die EZB den notwendigen „Stabilitätswillen“, zum anderen hat sie die „Stabilisierungsfähigkeit“. Die Bedeutung der personellen Besetzung des EZB-Rats dürfte für die Glaubwürdigkeit weitaus geringer sein als gemeinhin angenommen wird. Entscheidend für die Glaubwürdigkeit der EZB-Geldpolitik ist auch die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, der eine Überschuldung der Staatshaushalte verhindern soll, die ansonsten zu Inflation führte. Vor dem Hintergrund von Zielauftrag, Notenbankverfassung und Disziplinierung der Staatshaushalte ist derzeit kein Grund ersichtlich, warum die Inflationserwartungen der Finanzmärkte sich systematisch vom Stabilitätsversprechen der EZB lösen sollten. Solange sich stabilitätsfeindliche Ideen nicht verbreiten, bestehen gute institutionelle Voraussetzungen, um die Inflationsraten und die Zinsen auf einem niedrigen Niveau zu halten. Auf diese Weise wird ein günstiges Umfeld für Investitionen, Wachstum und Beschäftigung geschaffen.

\*\*\*

<sup>10</sup> Die EZB hat den „Preis-Zielkanal“ von 0 bis 2 Prozent nicht weiter spezifiziert. Auf Basis der Ableitung des Referenzwertkonzepts läßt sich jedoch durchaus argumentieren, dass ein jährlicher Anstieg der Konsumentenpreise von etwa 1,5 Prozent das „implizierte“ Stabilitätsversprechen adäquat operationalisiert.

## Teil 2:

### **EZB-Strategie – Stabilitätsgarant oder überkommenes Regelwerk?**

*Die Selbstbindung der EZB an ihre geldpolitische Konzeption ist grundsätzlich geeignet, Glaubwürdigkeit bezüglich des Ziels der Preisniveaustabilität zu erzeugen. Die EZB sollte die erste Strategie-Säule – die Geldmenge M3 – jedoch weitaus stärker gegenüber der zweiten Säule (Auswertung realwirtschaftlicher Indikatoren) gewichten als dies bisher der Fall ist. Denn während M3 herausragende Indikatoreigenschaften für die künftige Inflation im Euro-Raum besitzt, reicht keine der Variablen der zweiten Säule an diese Qualität heran. Die EZB sollte daher die zweite Strategie-Säule der ersten Säule unterordnen und sie lediglich dafür verwenden, Entwicklungen zu identifizieren, die die Stabilität der Geldnachfrage nachhaltig stören könnten. Eine gleichberechtigte zweite Säule provoziert Druck auf die EZB, eine verstärkt diskretionäre Geldpolitik zu verfolgen. Zudem ist kritisch anzumerken, dass der Vergleich zwischen aktuellem Geldwachstum und Referenzwert zu einer nachweislich falschen Geldpolitik führen kann. Der Erklärungsgehalt von M3 für die künftige Inflation muss über das Konzept der „Preislücke“ in die geldpolitische Strategie der EZB integriert werden.*

---

**INHALT:** 1. Zur geldpolitischen Konzeption der EZB – 1.1. Anforderungen an geldpolitische Konzeptionen – 1.2 Erfüllt die EZB-Strategie die Anforderungen? – 2. Rationalität der „Zwei-Säulen-Strategie“ – 3. Fazit und Ausblick.

---

### **1. Zur geldpolitischen Konzeption der EZB**

#### **1.1 Anforderungen an geldpolitische Strategie-Konzeptionen**

Erfolgreiche Zentralbanken entwerfen und verbreiten geldpolitische Konzeptionen. Solche Konzeptionen helfen, den Sinn des eigenen stabilitätskonformen Handelns zu vermitteln. Auf diese Weise kann stabilitätsfeindlichen Attacken von außen adäquater begegnet werden. Das bedeutet: Konzeptionen stellen produktive (Regel-) Bindungen der Zentralbank und zugleich der Regierung und anderer Gruppen dar. Damit eine geldpolitische Konzeption diese Aufgabe zufriedenstellend erfüllen kann, muss sie:

- a) das Stabilitätsziel operationalisieren und transparent machen,
- b) auf die Kosten hoher bzw. steigender Inflation aufmerksam machen, d. h. das Stabilitätsziel legitimieren,
- c) die geldpolitische Strategie, wie sie das Stabilitätsziel zu erreichen gedenkt, erläutern,
- d) Zielverfehlungen erklären und die empirischen Voraussetzungen der Strategie überprüfen,
- e) die Rahmenregeln der Geldpolitik, zu denen auch das fiskalische Handeln des Staates zählt, analysieren.

## 1.2. Erfüllt die Konzeption der EZB-Strategie die Anforderungen?

Im folgenden wird nun überprüft, ob die EZB-Strategie die in Punkt 1.1 aufgestellten Anforderungen erfüllt.

### *ad a) Operationales und transparentes Stabilitätsziel?*

Die Europäische Zentralbank operationalisiert erstens das Ziel der Preisniveaustabilität als eine „Inflationsrate unter 2%“, wobei sie auch klarstellt, dass Deflation genauso unerwünscht ist wie Inflation. Die Wirtschaftsakteure können damit klar erkennen, dass die auf Verbrauchsgüter bezogene Zielinflation zwischen 0 und zwei Prozent liegt. Zweitens sichert die Zielformulierung der EZB den Marktakteuren zu, dass das Stabilitätsziel nicht fortwährend zur Disposition steht. Durch die Transparenz des Inflationsziels (klare Definition, scheinbar unbefristete Geltungsdauer) erleichtert es die EZB den Marktakteuren, sich mit ihren Dispositionen am Stabilitätsversprechen auszurichten.

### *ad b) Legitimation des Stabilitätsziels?*

Die EZB macht unzweideutig klar, dass das Stabilitätsziel, sofern es umgesetzt wird, die anderen Ziele der Wirtschaftspolitik unterstützt. So zeigen empirische Untersuchungen deutlich, dass eine Stabilitätspolitik der beste Beitrag ist, den die Geldpolitik für Wachstum und Beschäftigung leisten kann. Eine Politik der Stabilisierung des Preisniveaus ist daher gleichzeitig die beste Wachstumsförderung. Neben der Vermeidung solcher Inflations- bzw. Deflationskosten sieht die EZB den Vorteil einer strikt am Ziel der Preisniveaustabilität ausgerichteten Geldpolitik im Aufbau einer Reputation, mit der Folge, dass den Ankündigungen der EZB vertraut wird. Auf diese Weise werden Erwartungsfehler der Marktakteure und damit volkswirtschaftliche Anpassungskosten vermindert.

### *ad c) Erläuterung der geldpolitischen Strategie?*

Die geldpolitische Strategie der EZB, die sogenannte „Zwei-Säulen-Strategie“, ist eine „diplomatische Kompromisslösung“ zwischen den Verfechtern des Monetary Targeting und denen des Inflation Targeting. Mit ihrer Strategie-Konzeption wollte die EZB den „Inflationsphilosophien“ aller Marktbeobachter gleichzeitig gerecht werden. Gerade in der Anfangsphase der EWWU kann dies sicher für die Akzeptanz der neuen Zentralbank förderlich sein. Ob die EZB mit der Zwei-Säulen-Strategie jedoch künftig einer „potentialorientierten Geldmengenpolitik“ oder einer verstärkt konjunkturorientierten Politik anheim fallen wird, hängt entscheidend von Gewichtung und Interpretation der beiden Säulen durch den EZB-Rat ab. Die erste Säule – die Wachstumsrate der Geldmenge M3 – müsste eigentlich klare Priorität erhalten.<sup>11</sup> M3 hat nachweislich einen systematischen, empirisch abgesicherten Erklärungsgehalt für die künftige Inflation. Dies gilt jedoch nicht in gleichem Maße für die Variablen der zweiten Strategie-Säule. Zwar können Variablen der zweiten Säule (wie z. B. Wechselkurs, Nominalöhne, Ölpreis etc.) einen spürbaren Einfluss auf einzelne Ausschläge der Inflationsrate haben. Dahinter verbirgt sich jedoch nicht ein systematischer, im Zeitablauf stabiler, theoretisch fundierter Zusammenhang, der es rechtfertigen würde, die zweite Säule mit der ersten Säule auf die gleiche Stufe zu stellen (was allerdings in immer stärkerem Maß geschieht). Die starke Stellung der zweiten Säule ist um so erstaunlicher,

<sup>11</sup> Hinter der ersten Säule verbirgt sich jedoch nicht nur das Referenzwert-Konzept, sondern vor allem auch eine umfangreiche Analyse der Geld- und Kreditbestände im Euro-Raum.

weil die EZB bislang nicht eine Variable innerhalb der zweiten Säule herausgestellt hat, die den Anforderungen an einen geldpolitischen Indikator genügen würde. Hier besteht also noch erheblicher Klärungsbedarf. (Diese Diskussion wird in Punkt 2 (5) noch einmal aufgenommen.)

*ad d) Erklärung von Zielverfehlungen und Überprüfung der empirischen Voraussetzungen der Strategie?*

In regelmäßigen Abständen werden der Verlauf der Geldmenge M3 und die Entwicklung der Einzelkomponenten untersucht. Abweichungen der Geldmenge vom Zielpfad und deren Implikationen werden monatlich kommentiert. Es ist überaus begrüßenswert, dass die EZB gerade die monetäre Analyse weiter ausbauen will: Waren bisher die Kommentare zur Geld- und Kreditexpansion im Euro-Raum meist deskriptiv, so hat die EZB jüngst angedeutet, dass sie die Analyse für die erste Säule weiter ausbauen wird. Das dürfte verstärkt dazu beitragen, dass die Geldmengenentwicklung die Entscheidungen des EZB-Rats lenkt und nicht, dass die subjektive Einschätzung des EZB-Rats die Interpretation von M3 bestimmt. Auch ist zu hoffen, dass die EZB bald eine empirische Analyse der Indikatorqualität von M3 für die künftige Inflation veröffentlicht. Denn nur so kann die erste Strategie-Säule – die Geldmengenorientierung – gestärkt werden. Zugleich wäre die EZB gezwungen, eindeutig Stellung zu den „Time-Lags“ der Geldpolitik zu beziehen, was die Geldpolitik der EZB weniger anfällig für „subjektive Stimmungsumschwünge“ innerhalb des EZB-Rats machen würde.

*ad e) Analyse der Rahmenregeln der Geldpolitik?*

Die EZB weiss, dass Gefahren für die Preisniveaustabilität aus politischen Fehlentwicklungen entstehen. So beobachtet sie institutionelle Fehlentwicklungen, die zu hoher struktureller Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet geführt haben und führen. Auch betrachtet sie genau die Entwicklung der Verschuldung der öffentlichen Haushalte. Die Gefahrenpotentiale dieser Entwicklungen liegen darin begründet, dass eine Überschuldung der Staatshaushalte und hohe Arbeitslosigkeit den Ruf nach „billigem Geld“ provozieren, und die Zentralbank es dann schwer hat, die Öffentlichkeit von der Notwendigkeit eines stabilen Preisniveaus zu überzeugen. Die schonungslose Aufdeckung von derartigen Fehlentwicklungen muss daher integraler Bestandteil der stabilitätsorientierten geldpolitischen Konzeption sein. Da die EZB jedoch Verantwortlichkeit für den Aussenwert des Euro übernommen hat, kann gerade die konstruktiv-kritische Analyse der Reformdefizite im Euro-Raum zu einem Zielkonflikt führen: Die EZB könnte nur allzu leicht dafür optieren, ihre Analyseschärfe zurückzuführen, um nicht den Aussenwert des Euro negativ zu beeinflussen.

Damit lässt sich festhalten, dass die Strategie der EZB im wesentlichen die Anforderungen an geldpolitische Konzeptionen erfüllt. Die bereits angeführten Kritikpunkte werden nun im Rahmen der Diskussion um die Rationalität der Zwei-Säulen-Strategie eingehend behandelt.

## **2. Rationalität der Zwei-Säulen-Strategie**

Die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank ist das „Herzstück“ ihrer Konzeption. Vor dem Hintergrund der Diskussion um „Monetary versus Inflation Targeting“ hat sich die Europäische Zentralbank für eine „Zwei-Säulen-Strategie“ entschieden. Die erste Säule räumt der Geldmengenstrategie, dem Monetary Targe-

ting, eine herausragende Stellung ein. Die zweite Säule hat zum Ziel, flankierend alle denkbaren realwirtschaftlichen Inflations-Indikatoren systematisch auszuwerten. Ist die Entscheidung für diese Strategie vernünftig? Mehrere Argumente legen dies nahe:

(1) Es war tatsächlich schwer abzuschätzen, ob der Übergang in die Währungsunion zu Turbulenzen in den Geldmengenaggregaten führen würde oder nicht. Somit hätte sich eine strikte Geldmengenpolitik dem Problem ausgesetzt, mit erheblichen Zielverfehlungen zu starten. Dies hätte der EZB den Reputationsaufbau erschwert.

(2) In dem Maße, wie der Euro internationale Anlagewährung, also eine ernsthafte Konkurrenz für den US-Dollar wird, steigt die Gefahr, dass M3 seine Validität verliert. So lösen internationale Krisen i. d. R. internationale Kapitalbewegungen aus, die starke Schwankungen des Euro-Aggregats verursachen können. Treten solche Schocks häufig auf, könnte dies das Monetary Targeting gefährden. Bei der jetzigen Strategie der zwei Säulen bedeutet das Eintreten solcher Störungen jedoch lediglich, dass Säule 1 zu Gunsten von Säule 2 abgeschwächt wird. Die grundsätzliche Strategie bleibt unverändert, lediglich der Stellenwert des Geldmengenaggregats nimmt ab. Bei einer einseitigen Festlegung auf ein strenges Monetary Targeting würde die Invalidität des Geldmengenaggregats einen Strategiewechsel erfordern, der immer ein Reputationsproblem für eine Zentralbank darstellt.

(3) Eine fortschreitende Integration des europäischen Kapitalmarktes, die zunehmende Koordination von Steuer- und Fiskalpolitiken sowie eine erhöhte Konkurrenz zwischen den Kreditinstituten in Europa können in Zukunft eine Geldmengenpolitik erschweren: Der bisherige „Portfolio-Diversifikationseffekt“, der dafür sorgt, dass die Euro-Raum-Geldnachfrage stabiler ist als die jeweils nationalen Geldnachfragefunktionen, könnte entfallen. Schocks durch Fiskal- und andere Politiken können genauso wie die Schaffung von Finanzinnovationen und Kreditsubstituten die Volatilität eines Geldmengenaggregats erhöhen. Bisher wirken solche Schocks wie ein „weißes Rauschen“. Schocks kompensieren sich derzeit spürbar. Dieser für ein Monetary Targeting günstige Umstand kann sich in Zukunft mit zunehmender Kapitalmarktintegration in Europa abbauen.

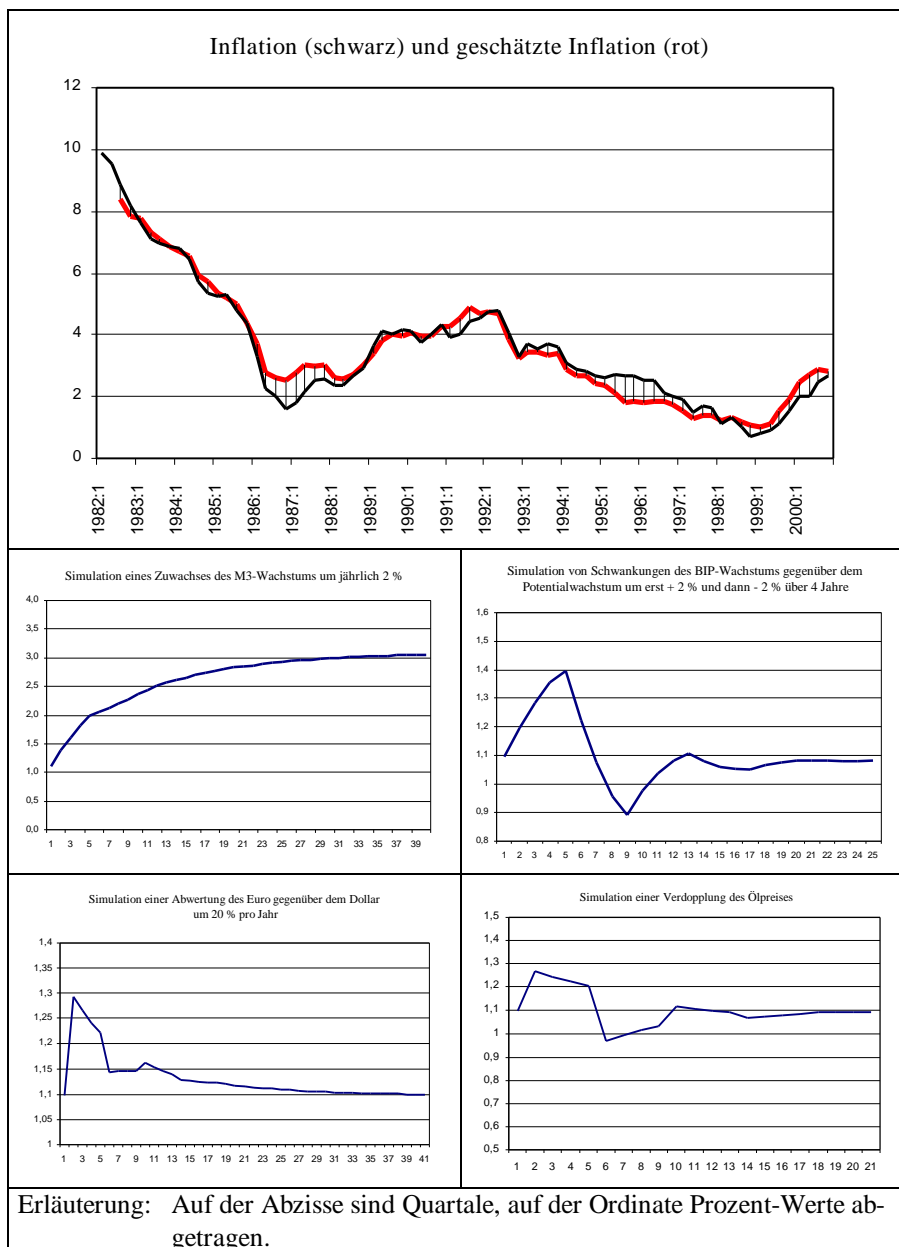
(4) Wenngleich die Probleme genannt wurden, die die Indikatorqualität der Geldmenge in der Zukunft beeinträchtigen könnten, so zeigt sich doch, dass bislang die Geldmenge M3 über die sogenannte „Preislücke“ (auch „Price Gap“ oder „Real Money Gap“ genannt) einen großen Einfluss auf die Inflation hat. Dieser lässt sich eindeutig empirisch belegen, sofern man die Preislücke als Variable in ein Schätzmodell aufnimmt. Auch gegenüber Cost-push-Variablen wie dem Wechselkurs oder dem Ölpreis erweist sich die Preislücke auf M3-Basis als ein dominanter Inflationsindikator für den Euro-Raum. Die Preislücke stellt den noch nicht durch Preise und Mengen abgebauten Geldüberhang dar. Anders ausgedrückt handelt es sich einfach um das Verhältnis von realer Geldmenge (zzgl. der Bereinigung um die trendmäßige Änderung der Umlaufgeschwindigkeit) zu realem Produktionspotential. Für die ursprüngliche EU11 ergibt sich die folgende Schätzgleichung:

$$\begin{aligned} \Delta\pi_t = & -0,0018 - 0,0031 D80_{1882} - 0,0051 D923924 - 0,312 \Delta\pi_{t-4} + 0,559 \Delta PL_{t-1} \\ & + 0,50805 \Delta OPL_{t-1} - 0,019444 \Delta d4Euro_{t-1} + 0,00233 \Delta d4Ölp_t + \varepsilon; \\ aR^2 = & 0,672; LM(4) = 1,215. \end{aligned}$$

mit  $\Delta\pi$  als der Veränderung der Jahresinflation auf Quartalsbasis,  $\Delta PL$  als der entsprechenden Veränderung der Preislücke auf M3-Basis,  $\Delta OPL$  als der entsprechenden

Veränderung der Outputlücke,  $\Delta d4Euro$  als der entsprechenden Veränderung der Entwicklung des Euro,  $\Delta d4Ölp$  als der entsprechenden Veränderung der lfd. Jahres-Ölpreisentwicklung, mit  $D80_{188_2}$  als einem Dummy, der bis zum zweiten Quartal 1988 den Wert 1 annimmt, mit  $D92_{192_2}$  als einem Dummy, der im ersten und zweiten Quartal 1992 den Wert 1 annimmt, mit  $\varepsilon$  als Störvariable und mit  $t$  als einem Zeitindex auf Quartalsbasis;  $aR2$  ist das korrigierte Bestimmtheitsmaß,  $LM(4)$  der Breusch-Godfrey-Test auf Autokorrelation der Residuen bis vierter Ordnung.

Abb. 3: Aktuelle und geschätzte Inflation im Euro-Raum in Prozent, (Zeitraum: 1980:Q1 bis 2003:Q4) sowie Simulationen



Mit Hilfe dieses einfachen Schätzmodells können nicht nur Prognosen erstellt, sondern auch Simulationen durchgeführt werden. So lässt sich beispielsweise feststellen, in welchem Umfang die Inflationsrate steigt, wenn sich das Geldmengenwachstum erhöht, der Euro abwertet, der Ölpreis steigt oder die Konjunktur schwankt.



Die Ergebnisse entsprechender Simulationen sind in der Abbildung 3 dargestellt. Das um jährlich zwei Prozentpunkte erhöhte Geldmengenwachstum „drückt“ die Preislücke hoch, und diese treibt die Inflationsrate von knapp 1 % auf knapp 3 %. Die nach der klassisch-monetaristischen Theorie erwartete Reaktion tritt also ein, jedoch erfolgt die vollständige Anpassung der Inflationsrate erst nach über 7 Jahren. Allerdings ist nach weniger als drei Jahren die Hälfte der Anpassung erreicht.

Im Gegensatz zu einer dauerhaften Geldmengenerhöhung haben temporäre sowie permanente Cost-push-Schocks wie Abwertungen des Euro oder Erhöhungen des Preises für Rohöl keine dauerhaften Wirkungen auf die Inflation. Eine Abwertung des Euro bewirkt (genau wie eine Ölpreiserhöhung) eine Verteuerung von Inputfaktoren. Folglich steigt die Inflation. Dieser Anstieg der Inflation bewirkt c. p. eine Dämpfung des Wachstums der realen Geldmenge (bei konstantem nominalen Geldmengenwachstum) und damit einen Rückgang der Preislücke. Der Inflationsdruck für die Zukunft sinkt somit. Die Wirkung von Cost-push-Variablen ist somit nur temporär, ein vollständiger Abbau eines dauerhaften Schocks nimmt allerdings eine lange Zeit in Anspruch. Auch normale Konjunkturschwankungen (Abweichung des BIP-Wachstum vom Potentialwachstum im Umfang von  $\pm 2$  %) lassen die Inflation nur wenig schwanken. Diese Ergebnisse gelten allerdings nur unter der Prämisse, dass Konjunkturschwankungen und Cost-push-Schocks nicht monetär alimentiert werden. Eine monetäre Alimentation würde die schock- und konjunkturbedingten Schwankungen der Inflationsrate erheblich erhöhen. Es kommt mithin auch bei Schocks und Konjunkturschwankungen auf die Entwicklung der Geldmenge bzw. der Preislücke an.

(5) Die EZB muss die Preislücke beim Monetary Targeting sowie bei den Projektionen berücksichtigen und die erste Säule dadurch stärken. Obschon die Preislücke einen dominierenden Einfluss auf die Entwicklung der Inflation ausübt, findet sie bis dato keine Berücksichtigung bei der Ableitung des Geldmengenziels, des Referenzwerts der EZB. Dieser Mangel kann und muss geheilt werden. Die Preislücke lässt sich in Form eines unvermeidbaren Preisdrucks aus der Vergangenheit problemlos bei der Ableitung des Referenzwerts berücksichtigen. Damit wird zugleich dem Verlauf der realen Geldmenge ein höheres Gewicht beigemessen.

Auch die Wachstums- und Inflations-Projektionen der EZB (erstmalig im Dezember 2000 veröffentlicht) müssen auf ein akzeptables empirisches Fundament gestellt werden. Bisher wurden die verwendeten Schätzmodelle der Öffentlichkeit nicht plausibel erklärt. Insbesondere muß für die Inflations-Projektion ein nachvollziehbarer Schätzansatz veröffentlicht werden, der neben anderen Variablen auch die Preislücke berücksichtigt, weil diese unzweideutig einen sehr großen Erklärungsgehalt für die künftige Inflation besitzt. Die Projektionen in ihrer jetzigen Form unterminieren die Geldmenge als Inflationsindikator; in der Öffentlichkeitswirkung kommt die Rolle der Geldmenge für die künftige Preisniveauentwicklung „zu kurz“.

Als einen kleinen ersten Schritt in die richtige Richtung lassen sich die jüngsten Äußerungen der EZB im Monatsbericht März 2001 interpretieren: „[Es] ist im Money Gap [der Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert] nicht berücksichtigt, dass die im Jahr 2000 gestiegene Inflation auch die Liquiditätsüberschüsse reduziert hat.“ Implizit erkennt die EZB damit an, dass die Veränderung der realen Geldmenge entscheidend ist – und damit der einfache Vergleich zwischen aktuellem Geldwachstum und Referenzwert nicht der richtige Inflationsindikator ist. Dass der niedrige In-

formationsgehalt eines einfachen Vergleichs zwischen aktuellem Geldmengenwachstum und Referenzwert auf einem systematischen Fehler bei der Ableitung des Zielwerts beruht, haben die Währungshüter jedoch noch nicht vollständig erkannt. Dieses Defizit muss in Zukunft behoben werden!

Inflation ist ein monetäres Phänomen. Deshalb ist es auch vernünftig, der Geldmenge bzw. der ersten Säule eine herausragende Stellung zuzuweisen. Die erste Säule wird jedoch nur dann überzeugen, wenn die EZB empirisch eindeutig belegt, dass die Geldmenge über die Preislücke die Inflation im Euro-Raum maßgeblich beeinflusst. Um die erste Säule zu stärken, sollte sie dies in Zukunft dokumentieren.

(6) Die bisherigen Zinsentscheidungen der EZB sind eher „ad hoc“ und scheinen mit wenig Weitsicht getroffen worden zu sein. Besonders die M3-Entwicklung wurde nahezu beliebig zur (Schein-)Begründung von Zinsentscheidungen herangezogen. Dieses Urteil ist durch die Erkenntnis begründet, dass Abweichungen der M3-Entwicklung von dem in der jetzigen Form abgeleiteten Referenzwert tatsächlich wenig aussagekräftig für die Entwicklung der Inflation waren. Nur wenn die Zinsentscheidungen in Einklang mit einer empirisch fundierten geldpolitischen Strategie stehen, wird die EZB langfristig die Reputation aufbauen können, die – gerade in Zeiten verschärften Drucks auf die EZB – von zentraler Bedeutung ist, um sichere Erwartungen für die Marktteilnehmer zu generieren und eine Zeitinkonsistenzproblematik erst gar nicht entstehen zu lassen.

### 3. Fazit und Ausblick

Mit der Zwei-Säulen-Strategie ist die EZB grundsätzlich gerüstet, ihr Preisstabilitätsziel zu erreichen. Allerdings überzeugt die gleichberechtigte Behandlung der ersten und zweiten Strategie-Säule *nicht*: Während die Geldmenge M3 nachweislich erheblichen Erklärungsgehalt für die künftige Inflation im Euro-Raum hat – und viele Argumente sprechen dafür, dass M3 in den nächsten Jahren diese Qualität nicht einbüßen wird –, besitzt keine der Variablen der zweiten Säule derartige Indikatorqualitäten. Die zweite Säule sollte daher der ersten untergeordnet werden und lediglich zur Identifikation von kurzfristigen Inflationsschwankungen sowie möglichen Störungen der Geldnachfragestabilität herangezogen werden. Eine gleichberechtigte zweite Säule provoziert unnötigen Druck auf die EZB, eine verstärkt diskretionäre Geldpolitik zu verfolgen. Weiterhin darf die EZB ihre Zinsentscheidungen nicht durch einen Vergleich zwischen aktuellem Geldwachstum um Referenzwert treffen. Dieser Vergleich vernachlässigt nämlich Geldüberschüsse bzw. Gelddefizite, die in der Vergangenheit aufgetreten sind und noch die künftige Inflation beeinflussen werden. Der einfache Vergleich zwischen aktuellem Geldmengenwachstum und Referenzwert kann zu einer nachweislich falschen Geldpolitik führen. Der Erklärungsgehalt von M3 für die künftige Inflation muss über das Konzept der „Preislücke“ in die geldpolitische Strategie der EZB integriert werden. Die Preislücke ist theoretisch und empirisch fundiert und würde die erste Säule der EZB-Strategie und damit die Ratio für eine potentialorientierte Geldmengenpolitik stärken.

\*\*\*

## Teil 3:

### Stabilitätsrisiken der EU-Osterweiterung

*Die EU-Osterweiterung stellt keine Gefahr für die Preisniveaustabilität dar, wenn die ökonomischen Kriterien als Beitrittsvoraussetzung erfüllt werden und zudem überfällige Reformen in den sozialen Netzen der EU und der Mitgliedstaaten eingeleitet werden. Der Reformdruck, der von der EU-Osterweiterung auf die bisherigen Euro-Teilnehmerländer ausgeht, wird allerdings geringer ausfallen als derzeit noch erwartet. Dies reduziert den Anreiz der Politik im Euro-Raum, überfällige Reformen auf den Sozialversicherungs-, Arbeits- und Produktmärkten voranzutreiben. Ein weiteres Verschieben wichtiger Reformen birgt aber die Gefahr in sich, dass die Geldpolitik künftig verstärkt unter Druck gesetzt wird. Die EZB darf sich deshalb nicht auf den „Reform-Katalysator EU-Osterweiterung“ verlassen, sondern sie muss weiterhin Reformdefizite aktiv anmahnen, um ihr Stabilitätsversprechen auch in Zukunft halten zu können.*

---

**INHALT:** 1. Auf dem Weg zur EU-Osterweiterung – 1.1 Voraussetzungen für eine Mitgliedschaft in der Europäischen Union – 1.2 Ökonomische Unterschiede zwischen den Beitrittskandidaten – 2. Die Inflationsraten in den mittel- und osteuropäischen Ländern – 3. Handlungsbedarf zur Sicherung eines stabilen Preisniveaus – 3.1 In der EU sind mehr Reformen notwendig – 3.2 Die EZB muss Stellung beziehen – 4. Fazit und Ausblick.

---

#### 1. Auf dem Weg zur EU-Osterweiterung

Mit der Transformation der mittel- und osteuropäischen Länder (MOEL) hat sich die Welt nicht nur politisch und ökonomisch seit 1989 verändert. Insbesondere der Europäischen Union stehen Veränderungen „ins Haus“, weil viele der ehemaligen Planwirtschaften eine Vollmitgliedschaft in der EU anstreben. Das Bestreben der MOEL, Mitglied der EU zu werden, hat der Europäische Rat in Kopenhagen im Juni 1993 unterstützt. Dort wurde beschlossen, dass diejenigen assoziierten Staaten Mitglieder der EU werden können, die die politischen und wirtschaftlichen Voraussetzungen für einen EU-Beitritt erfüllen. Im Dezember 1997 hat die EU auf dem Gipfel in Luxemburg die ersten fünf MOEL Estland, Polen, Slowenien, Tschechien und Ungarn sowie Zypern zu den Beitrittsverhandlungen eingeladen (Luxemburg-Staaten) und mit weiteren sechs Ländern Verhandlungen aufgenommen. Die Beitrittsverhandlungen mit dieser Ländergruppe begannen im März 1998. Im Dezember 1999 auf dem Gipfel in Helsinki hat die EU die fünf weiteren assoziierten MOEL Bulgarien, Lettland, Litauen, Rumänien und Slowakei sowie Malta zu Verhandlungen eingeladen (Helsinki-Gruppe).

## 1.1 Voraussetzungen für eine Mitgliedschaft in der Europäischen Union

Für eine tatsächliche Integration dieser Staaten in die EU und in die Währungsunion bedarf es allerdings der Erfüllung bestimmter Voraussetzungen. So müssen Parlament und Regierung eines Mitgliedsstaats demokratisch legitimiert sein, gleichzeitig muß der Grundsatz der Rechtsstaatlichkeit gelten, das bedeutet z. B., dass Grundrechte vor einer unabhängigen Justiz einklagbar zu sein haben. Zugleich müssen die Grundsätze einer Wettbewerbswirtschaft gelten: Eigentumsfreiheit und freie Preisbildung gehören ebenso hierzu wie nicht-diskriminierende Wettbewerbsregeln, eine auf Preisniveaustabilität ausgerichtete Geldpolitik, die Konvertibilität der Währung und ein freiheitlich gestalteter Kapitalmarkt. Vor einem Beitritt zur Währungsunion müssen zusätzlich die Konvergenzkriterien, wie sie im Maastricht-Vertrag aufgeführt sind, erfüllt sein. Das ist entscheidend, um eine Stabilitätskultur in Europa aufrecht zu erhalten, auch wenn der Anteil aller MOEL am Bruttoinlandsprodukt der EU nur ca. 7 % ausmacht. Die Gesamtstabilität leidet jedoch, wenn einzelnen Ländern Ausnahmen von sinnvollen Stabilitätsregeln gewährt werden; denn letztlich werden dann die Ausnahmen zur Regel.

## 1.2 Ökonomische Unterschiede zwischen den Beitrittskandidaten

Die nachfolgende Tabelle 1 zeigt, dass zwischen den Transformationsländern erhebliche Unterschiede bezüglich der Kriterien Bruttoinlandsprodukt pro Kopf, Wachstum 1999 gegenüber 1989, Arbeitslosenquote, der anteiligen Bruttowertschöpfung des Agrarsektors, Inflation, Umfang der Liberalisierung sowie Umfang der Demokratisierung bestehen.

Tab. 1 Kennziffern von 10 mittel- und osteuropäischen EU-Beitrittskandidaten.

Kriterium	BIP pro Kopf 1999 (Euro PPP)	BIP-Wachstum 1999 gegenüber 1989 (in %)	Arbeitslosenquote 1999 (in %)	Bruttowertschöpfung: Agrar-sektor zu BIP 1999 (in %)	Inflation der Verbraucherpreise 1999 (in %)	Liberalisierung 1998 (EBRD-Index)	Demokratisierung 1998 (Freedom House-Index)
Land							
Estland	7.800	-24,1	13,2	6,3	3,3	0,63	0,92
Polen	7.800	+17,4	13	4,2	7,3	0,63	0,92
Slowenien	15.000	+4,5	7,5	4	6,1	0,59	0,92
Tschechien	12.500	-5	9,4	4,2	2,1	0,66	0,92
Ungarn	10.700	-4,5	9,6	6	10	0,69	0,92
Bulgarien	4.700	-33,7	16	18	2,1	0,44	0,75
Lettland	5.800	-41	14,4	4,9	2,4	0,53	0,92
Litauen	6.200	-35,4	10	10,4	0,8	0,50	0,92
Rumänien	5.700	-24,3	11,5	16,1	45,8	0,41	0,83
Slowakei	10.300	+0,2	19,2	4,4	10,6	0,63	0,83
EU-15	21.200	+18,2	9,1	2	1,2		1

Quellen: Internationaler Währungsfonds, World Bank, Freedom House, European Bank for Reconstruction and Development, HWWA

Tabelle 1 zeigt, dass nur Polen, Slowenien und die Slowakei gegenüber dem Jahr 1989 ihren Wohlstand mehrten konnten, in Kürze wird sich Tschechien dieser Gruppe anschließen. Hingegen sind Lettland, Litauen und Bulgarien seit 1989 um

mehr als ein Drittel geschrumpft. Es wird noch Jahre dauern, bis dort das (materielle) Wohlstandsniveau des Jahres 1989 wieder erreicht ist. Tatsächlich sind die Luxemburg-Staaten (Estland, Polen, Slowenien, Tschechien, Ungarn) genau die Staaten, die hinsichtlich der wirtschaftlichen Liberalisierung und Demokratisierung am stärksten vorangeschritten sind (siehe entsprechende Indices in der Tabelle).

In allen Ländern führte die politische und ökonomische Liberalisierung zunächst zu ökonomischen Wohlstandseinbußen, verbunden mit steigender Inflation. Die Öffnung gegenüber dem Weltmarkt bedeutete eine starke Entwertung des Sach- und Humankapitals, während die Finanzierung maroder Betriebe über die Notenpresse die Inflation in die Höhe trieb. Seit Mitte der 90er Jahre setzte jedoch in den reformfreudigen Staaten ein Erholungsprozeß ein, der bis heute steigende Wachstumsraten und eine sinkende Inflation nach sich zieht. Die Reformvorreiter werden in den nächsten Jahren ihren Wohlstand weiter erhöhen, so dass die Früchte der Reformen dann mehr und mehr sichtbar werden. Allerdings ist nicht damit zu rechnen, dass die Arbeitslosenquoten in naher Zukunft nachhaltig sinken werden. Die noch nicht abgeschlossene Privatisierung der großen Betriebe wird weiterhin zu arbeitsplatzsparenden Rationalisierungsmaßnahmen führen.

Aufgrund dieser – wenn auch späten – Reformfolge ergeben sich für Estland, Polen, Slowenien, Tschechien und Ungarn große Chancen, in den nächsten Jahren der EU beitreten zu können. Andere Staaten werden folgen. Ein solcher Beitritt setzt jedoch voraus, dass der Reformweg weiter konsequent beschritten wird. Denn die EU-Kommission muß auf das Einhalten des „Acquis Communitaires“ achten sowie die Wettbewerbsfähigkeit und makroökonomische Stabilisierung der genannten Staaten bewerten.

## 2. Die Inflationsraten in den MOEL

Die Teilnahme am Euro-Währungsraum erfordert zusätzlich, dass die Konvergenzkriterien erfüllt sind. Hierbei ist das ohne Zweifel wichtigste Kriterium die Inflationsrate. Deren mittelfristige Entwicklung kann als Index für die Verbreitung einer monetären Stabilitätskultur herangezogen werden. Es zeigt sich schon jetzt, dass die Inflationsraten in den MOEL auf relativ niedrigem Niveau konvergieren (Tabelle 2).

Tab. 2: Entwicklung der Inflationsraten in den Mittel- und osteuropäischen Beitrittsländern

Jahr Land	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Estland	1.069,02	89,81	47,66	29	23,06	11,18	8,24	3,3
Polen	43	35,3	32,2	27,88	19,9	14,9	11,8	7,3
Slowenien	207,3	32,9	21	13,5	9,9	8,4	8	6,1
Tschechien	11,12	20,85	9,97	9,14	8,8	8,46	10,6	2,1
Ungarn	22,84	22,42	18,83	28,3	23,47	18,31	14,3	10
Bulgarien	82	72,8	96	62,1	123	1.082,19	22,28	2,1
Lettland	951,31	109,1	35,8	25,1	17,6	7,98	4,66	2,37
Litauen	1.021	410,44	72,07	39,46	24,68	8,8	5,1	0,8
Rumänien	210,39	256,11	136,74	32,27	38,81	154,76	59,1	45,8
Slowakei	10	23	13,41	9,89	5,8	6,1	6,7	10,65

Quelle: Internationaler Währungsfonds

Die Jahre 1992/93 waren für die meisten MOEL die Jahre mit den höchsten Inflationsraten seit Beginn der Transformation. Die Inflationsraten der hier betrachteten Staaten befanden sich zu dieser Zeit im zwei, drei oder sogar vierstelligen Bereich. Um so erfreulicher ist die Tatsache, dass bis auf Rumänien alle Beitrittskandidaten bereits heute einstellige Inflationsraten aufweisen bzw. im Fall der Slowakei auf dem Weg dorthin sind. Trotz dieser erfreulichen Stabilisierung der MOEL sind sicher noch weitere Reformanstrengungen nötig, um eine Vollmitgliedschaft in der EU und eine Teilnahme an dem Euro-Währungsgebiet zu erreichen. So sind mit Blick auf die Währungsunion neben der Preisniveaustabilität die Verschuldungskriterien sowie das Zins- und das Wechselkurskriterium zu erfüllen. Zusätzlich muss sichergestellt sein, dass die nationalen Notenbanken unabhängig von politischem Druck agieren.

### **3. Handlungsbedarf zur Sicherung eines stabilen Preisniveaus**

#### **3.1 In der EU sind mehr Reformen notwendig**

Reformanstrengungen müssen jedoch nicht nur die Transformationsländer unternehmen, auch die Europäische Union muss neben einer Reform der politischen Institutionen die Strukturfonds bei einer EU-Osterweiterung neu ausrichten. In ihrer jetzigen Form sind die Fonds der EU kaum mehr akzeptabel; zudem wirken sie weniger als eine produktive „Hilfe zur Selbsthilfe“, sondern als unproduktive Strukturhaltung. Letztlich wird durch so eine Art von Politik die (strukturelle) Arbeitslosigkeit erhöht und auf diese Weise ein Druckpotential gegenüber der EZB aufgebaut. Denn eine steigende Arbeitslosigkeit lässt meist Stimmen lauter werden, die Leitzinsen zu senken, auch wenn dadurch bei steigender Inflation das Beschäftigungsproblem mittelfristig dennoch nicht gelöst werden kann. Diese politischen Rahmenbedingungen, insbesondere die Ausgestaltung der EU-Fonds, aber auch die Beschaffenheit der sozialen Versicherungssysteme und Arbeitsmärkte in den Mitgliedsstaaten, haben maßgeblichen Einfluss darauf, ob die EZB unter verstärkten Druck tagespolitischer Probleme gerät und ihm widerstehen kann.

Mit der EU-Osterweiterung wird häufig die Befürchtung einer umfangreichen Wanderung von Ost nach West verbunden. Begründet wird dies mit ausgeprägten Einkommensunterschieden zwischen den Euro-Teilnehmerländern auf der einen und den Beitrittskandidaten auf der anderen Seite. Dem steht allerdings die Erfahrung gegenüber, dass im Zuge der Süderweiterung um Griechenland (1981) sowie Spanien und Portugal (1986) eine vielfach ebenfalls befürchtete Süd-Nord-Wanderung unterblieb. Zum einen ist dies sicher durch kulturelle und sprachliche Barrieren zu erklären, aber auch mit den Erwartungen über die künftige Einkommens- und Arbeitsmarktentwicklung. Man darf hierbei jedoch nicht übersehen, dass sich trotz eines mehr oder weniger stetigen Anstiegs der Pro-Kopf-Einkommen in Westeuropa deren regionale Verteilungsstruktur nur unwesentlich angeglichen hat; die Einkommensstruktur hat kaum konvergiert. Die Einkommensunterschiede zwischen West und Ost sind nun aber wesentlich gravierender als die innerhalb Westeuropas, und zudem ist die regionale Entfernung zwischen Ländern mit relativ hohen Einkommen in Westeuropa (Deutschland, Österreich) und denen mit wesentlich niedrigeren Einkommen in Osteuropa vergleichsweise gering. Dies wird natürlich bis zu einem gewissen Grad Wanderungen, aber sicher auch Rufe nach Transferleistungen zur Ankurbelung des

Wachstums im Osten auslösen. Es wäre deshalb trügerisch, sich allein von Wanderungen produktive Reforminitiativen zu versprechen.

Aufgrund der bis auf weiteres bestehenden relativen Produktionskosten-Vorteile in den Beitrittsländern gegenüber vielen Ländern im Euro-Raum dürfte der Reformdruck auf die EU-Arbeitsmärkte eher „indirekt“ sein, und zwar durch eine mögliche Verlagerung von Teilen der Produktion in die Beitrittsländer. In jedem Fall dürfte der Reformdruck, der für die Länder im Euro-Raum von der Osterweiterung ausgeht, geringer ausfallen als weithin angenommen wird. Sollte die freiwillige Wanderungsbewegung zudem noch institutionell eingeschränkt werden – und hierauf deuten die politischen Bestrebungen eindeutig hin –, so wird der notwendige Reformdruck auf die Euro-Länder noch weiter abgesenkt. Dies ist problematisch, weil so die eher kurzfristig ausgerichtete Politik nur vergleichsweise schwache Anreize erhält, die Sozialsysteme zukunftsfähig umzugestalten. Eine derartige Entwicklung hat, sofern sie eintritt, entscheidende Konsequenzen für den Stabilitätsauftrag der EZB. Denn der Euro würde verstärkt unter Abwertungsdruck gegenüber dem Dollar geraten, zudem nähme der Druck auf die EZB zu, diskretionär zu handeln, d. h. Zinsenkungen zur Stützung von Konjunktur, Wachstum und Beschäftigung einzuleiten, auch wenn der langfristige Misserfolg einer solchen Politik vorprogrammiert ist.

### **3.2 Die EZB muss Stellung beziehen**

Die europäische Zentralbank hat zwar nicht die Möglichkeit, politische Reformen unmittelbar zu beeinflussen. Sie kann jedoch im Vorfeld wichtiger politischer Reformvorhaben eigene Analysen durchführen und Stellung beziehen. Sie sollte von dieser Möglichkeit weiterhin und verstärkt Gebrauch machen; denn die institutionellen Weichenstellungen haben maßgeblichen Einfluss auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit der EU und damit auf die Beschäftigungssituation. Bei niedriger struktureller Arbeitslosigkeit fällt es der EZB vergleichsweise leicht, an ihrem angekündigten Stabilitätskurs konsequent festzuhalten, um auf diese Weise niedrige Inflationsraten und sichere Erwartungen zu generieren. Ein weiteres Verschieben notwendiger Reformen – insbesondere der europäischen Strukturfonds sowie im Bereich der nationalen Sozial- und Rentenversicherungssysteme der EU-Mitgliedsstaaten – in die Zukunft birgt die Gefahr, dass sich bestehende Spannungen weiter aufbauen, die dann die Geldpolitik in Zugzwang setzen könnten. Der Ruf nach billigem Geld würde lauter.

### **4. Fazit und Ausblick**

Die Osterweiterung stellt grundsätzlich keine Gefahr für die Stabilität des Euro dar, sofern (a) die politischen und ökonomischen Kriterien als Beitrittsvoraussetzung ernst genommen werden und (b) die Umverteilungsfonds der EU reformiert werden. Im Vorfeld der Erweiterung des Währungsraums ist es (c) wichtig, dass die EZB zu diesen politischen Problemen inhaltlich Stellung bezieht, um im Vorfeld für die Stabilität des Euro ungünstige Weichenstellungen abzuwenden. Vor allem ernst zu nehmen ist die Befürchtung, dass der Reformdruck, der von der Osterweiterung der EU auf die bisherigen Euro-Teilnehmerländer ausgeht, geringer ausfallen wird als derzeit von vielen Optimisten angenommen wird. Dies birgt die Gefahr in sich, dass bestehende Wachstums- und Beschäftigungsprobleme nicht abgebaut werden. Als Folge

steigt die Gefahr, dass die Geldpolitik unter Zugzwang gesetzt und letztlich die Glaubwürdigkeit der EZB beeinträchtigt wird. Die EZB darf deshalb nicht passiver Beobachter sein. Vielmehr erscheint es dringend notwendig, dass sich die EZB zur künftigen Ausgestaltung der EU-Osterweiterung inhaltlich stärker äussert als dies bislang der Fall war, um so schon im Vorfeld dazu beizutragen, dass gerade die langfristige Stabilitätsorientierung integraler Bestandteil der Erweiterungsdiskussion und -ausgestaltung wird.

\*\*\*

## Teil 4:

### Ausblick: Zinspolitik der EZB in 2001 und 2002

*DIESER AUSBLICK STÜTZT SICH AUF BARCLAYS CAPITAL PROGNOSEN: Die Konjunktur im Euro-Raum wird sich in 2001 und 2002 merklich eintrüben; der nunmehr acht Jahre dauernde Konjunkturzyklus hat im Jahr 2000 seinen letzten Hochpunkt gefunden. Die internationale Konjunktorentwicklung verstärkt die Abschwächung. Das BIP im Euro-Raum wird in 2001 und 2002 maximal in Höhe des Potentialwachstums expandieren. Die Aussichten für Zinssenkungen der EZB bis unter 4,0 Prozent sind günstig. (1) Die Geldexpansion der Vergangenheit deutet kein Inflationspotential an. (2) Aufgrund der hohen nominalen Einkommenselastizität wird sich das M3-Wachstum weiter verlangsamen; ein Referenzzins von mehr als 4,0% wird sich als zu hoch erweisen, um die M3-Expansion und damit die künftige Inflation auf dem anvisierten Pfad zu halten. (3) Die aktuellen Preisniveausteigerungen werden sehr bald wieder unter die 2-Prozentmarke fallen und die EZB unter Zinssenkungsdruck setzen. (4) Die EZB hat bislang sehr stark konjunktur-orientiert agiert, so dass sie grundsätzlich bereit sein wird, die Zinsen bei weiter nachlassender Konjunktur deutlich zu senken.*

---

**INHALT:** 1. Konjunkturausblick im Euro-Raum – 2. Einschätzung der monetären Entwicklung im Euro-Raum und Zinspolitik der EZB – 3. Reaktionsfunktion der EZB.

---

#### 1. Konjunkturausblick im Euro-Raum

Die Analyse der traditionellen Konjunkturverlaufs im Euro-Raum legt nahe, dass der nunmehr acht Jahre dauernde Zyklus im Jahr 2000 seinen letzten Hochpunkt gefunden hat. Folgt man dem Konjunkturmuster, so ist nicht nur in diesem, sondern auch im kommenden Jahr mit einer gegenüber dem letzten Jahr deutlich gedämpften Expansion zu rechnen. Zusätzlich zu dieser systematischen Komponente des Konjunkturzyklus‘ kommt die weltweite Nachfragedämpfung hinzu – insbesondere aus den USA und Japan. Sie sollte die Outputexpansion vor allem in 2001 zusätzlich dämpfen. Insbesondere der Anstieg von Nettoinvestitionen und Beschäftigung im Euro-Raum dürfte in 2001 deutlich gegenüber dem Vorjahr an Dynamik einbüßen. Wir erwarten, dass der Anstieg des realen Bruttoinlandsproduktes im Euro-Raum in 2001



und 2002 nicht viel höher sein wird als das geschätzte Potentialwachstum von 2,25 bis 2,5%.

## **2. Einschätzung der monetären Entwicklung und Zinspolitik der EZB**

Ex post hat sich gezeigt, dass der Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert in 1999 keine exzessive Geldproduktion zugrunde lag. Für die Abweichungen sind vor allem statistische Verzerrungen verantwortlich. Auch die M3-Abweichung im Jahre 2000 dürfte kein Inflationspotential anzeigen: Der Geldüberhang dürfte durch das stärkere Wachstum und die erhöhte Inflation bereits „aufgezehrt“ worden sein. Die bereinigte Preislücke im Euro-Raum sollte daher tendenziell null sein, also kein Inflationspotential in sich bergen. Aufgrund der hohen nominalen Einkommenselastizität der M3-Geldnachfrage in Verbindung mit dem von uns erwarteten moderateren Wachstums- und Inflationspfad sollte die Geldexpansion sich weiter abschwächen; möglicherweise rutscht sie sogar unter den Referenzwert. Dies wird der EZB Grund für Zinssenkungen geben. Auch die gesamte Kreditexpansion der Banken deutet keine ungewünscht hohe Expansion an.

Die Dynamik der Geldexpansion seit Mai 2000 und auch die jüngere Kreditexpansion lassen den Schluss zu, dass sich insbesondere vor dem eintrübenden Konjunkturbild der Refinanzierungszins von 4,75% als zu hoch erweisen wird, um die Geldexpansion und damit auch die künftige Inflation nachhaltig auf dem anvisierten Pfad zu halten. Vor allem hat die EZB mit ihren Zinserhöhungen seit November 1999 versucht, einem wechselkurs- und ölpreisgetriebenen Anstieg des Preisniveaus vorzubeugen („Zweitunden-Effekte“). Nachdem diese Einflussfaktoren sich bereits im aktuellen Preisniveau entladen haben, wird sich zeigen, dass ein EZB-Refi-Zins in Höhe von 4,75% zu hoch ist, um die Geldexpansion und damit die künftige Preisniveaumentwicklung auf „Kurs“ zu halten. Mit Blick auf den Konjunkturpfad und die künftige Dynamik der Geld- und Kreditexpansion erwarten wir, dass die EZB den Hauptrefinanzierungszins bis Ende 2001 auf ungefähr 4 % absenken wird.

## **3. Reaktionsfunktion der EZB**

Rückblickend zeigt sich, dass die EZB ihre Zinspolitik nicht strikt an der Geldexpansion ausgerichtet hat. Vielmehr spielten als inflationsgefährdend angesehene nicht-monetäre Variablen wie z. B. der Wechselkurs und Cost-Push-Faktoren eine wichtige Rolle bei den EZB-Zinsentscheidungen. Dieses Reaktionsmuster der Zentralbanker wird vermutlich beibehalten werden. Vor allem die sich abschwächende Konjunktur, die die EZB mit nachlassendem Preisdruck im Euro-Raum verbinden wird, sowie die baldige Rückkehr der Inflation unter die 2-Prozentmarke werden die EZB zu Zinssenkungen veranlassen. Zusätzlich zu dieser Entwicklung wird das sich abschwächende M3-Wachstum für Zinssenkungen sprechen.

Vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Konjunktur erwarten wir ein weiteres Absinken des EUR/USD in den nächsten Monaten. Je nach Größenordnung der Abwertung wird dadurch der Zinssenkungsspielraum der EZB eingeengt.

### **ECB OBSERVER – Ziel und Analyseansatz**

Ziel der ECB OBSERVER ist es, die konzeptionelle und operative Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) konstruktiv-kritisch zu begleiten, d. h. zu analysieren und zu kommentieren. Die Arbeit der ECB OBSERVER versucht dabei, im Rahmen eines vorausschauenden Ansatzes die Wirkung der aktuellen Geldpolitik für die künftige realwirtschaftliche und monetäre Entwicklung im Euro-Raum abzuschätzen. Die Geldpolitik der EZB wird dabei vor dem Hintergrund geldtheoretischer, institutionenökonomischer und kapitalmarkttheoretischer Ansätze sowie empirischer Erkenntnisse bewertet. Die Untersuchungsergebnisse sollen professionellen Finanzmarktteilnehmern sowie der interessierten Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden, um so Interesse und Verständnis für die Bedeutung der EZB-Geldpolitik im Euro-Raum zu stärken. Die Ergebnisse der Untersuchungen der ECB OBSERVER werden auf halbjährlicher Basis schriftlich abgefasst und im Rahmen eines Hintergrundgesprächs der Finanzmarktpresse vorgestellt.

ECB OBSERVER – Team-Mitglieder

	<p>Professor Dr. <i>Manfred Borchert</i>, geb. am 10. Februar 1939 in Berlin, von 1959 bis 1964 Studium der Volkswirtschaftslehre an der Hochschule für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften in Nürnberg, von 1964 bis 1967 wissenschaftlicher Assistent bei Professor E. Heuß an der Universität Erlangen-Nürnberg, 1967 Promotion an der Universität Erlangen-Nürnberg, von 1967 wissenschaftlicher Assistent bei Professor J. Klaus und Professor O. Issing, 1968 Visiting Fellow an der Princeton-University, Princeton, N. J., USA (gefördert v. d. DFG), von 1969 bis 1970 wissenschaftlicher Assistent bei Professor E. Heuß an der Universität Marburg, 1971 Habilitation an der Universität Marburg, seit 1972 Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, insbesondere für Geld und Währung an der Universität Münster, seit 1972 regelmäßige Auslandsaufenthalte als Visiting Professor u. a. bei der Weltbank, dem Internationalen Währungsfonds, dem Federal Reserve Board, der American University, der Johns Hopkins University und der Brookings Institutions in Washington, Mitgliedschaften: Verein für Sozialpolitik (Ausschuss für Außenwirtschaft), American Economic Association, List-Gesellschaft; Forschungsgebiete: Geld- und Währungstheorie und -Politik, Außenwirtschaft, Europäische Integration, Struktur des Bankenmarktes. Adresse: Prof. Dr. Manfred Borchert, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre (Geld und Währung), Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Am Stadtgraben 9, 48143 Münster, manfred.borchert@wiwi.uni-muenster.de.</p>
	<p>Professor Dr. <i>Wim Kösters</i>, geboren am 26. November 1942 in Greven/Kr. Steinfurt, von 1963 bis 1968 Studium der Volkswirtschaftslehre an der Universität Münster, von 1968 bis 1969 Fulbright Stipendiat an der Florida State University und der Harvard University, von 1969 bis 1982 Assistent bei Prof. Dr. Hans K. Schneider in Münster und Köln, Promotion 1972 an der Universität Münster, Habilitation 1982 an der Universität zu Köln, von 1982 bis 1991 Professor für VWL an der Universität Münster, seit 1991 Inhaber des Lehrstuhls für Theoretische Volkswirtschaftslehre I (zugl. Jean Monnet Lehrstuhl) an der Ruhr-Universität Bochum. Mitgliedschaften: u.a. Wirtschaftspolitischer Ausschuss der Gesellschaft für Wirtschafts- und Sozialpolitik - Verein für Socialpolitik, Arbeitskreis Internationale Wirtschaftsbeziehungen und Arbeitskreis Deutscher Binnenmarkt der List Gesellschaft, Arbeitsgruppe Wirtschaftspolitik und Entwicklung sowie Arbeitsgruppe Europa in Politik und Wissenschaft der Konrad Adenauer-Stiftung, Brussel's Initiative, Lateinamerikazentrum der Universität Münster (korrespondierend), Präsidium des Arbeitskreises Europäische Integration, European Community Studies Association/USA. Forschungsschwerpunkte und fachliche Spezialgebiete: Geldtheorie und -politik, Konjunkturtheorie und Stabilitätspolitik, Währungstheorie und -politik, Arbeitsmarkttheorie und -politik, Integrationstheorie und -politik, insbesondere Fragen der monetären Integration, internationale Handelspolitik. Adresse: Professor Dr. Wim Kösters, Lehrstuhl für Theoretische Volkswirtschaftslehre I (Jean Monnet Lehrstuhl), Geschäftsführender Direktor des Instituts für Europäische Wirtschaft, Ruhr-Universität Bochum, Gebäude GC 3 / 150, Universitätsstraße 150, 44780 Bochum, wim.koesters@ruhr-uni-bochum.de.</p>
	<p>Privatdozent Dr. <i>Martin Leschke</i>, geboren am 2. März 1962 in Oberhausen, von 1983 bis 1989 Studium der Volkswirtschaftslehre an der Universität Münster, von 1989 bis 1993 wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere für Geld und Währung bei Professor M. Borchert, Promotion 1993 an der Universität Münster, 1994 einjähriger Forschungsaufenthalt am Center for Study of Public Choice, George Mason University, Fairfax, VA, USA (gefördert v.d. DFG), 1995 bis 1998 wissenschaftlicher Assistent am Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere für Geld und Währung, Habilitation 1998, seit 1999 Hochschuldozent an der Universität Münster, Mitgliedschaften: Verein für Sozialpolitik, Arbeitskreis Politische Ökonomik, List-Gesellschaft, Policy Consult, KÖLNER Kreis, Forschungsgebiete: Geldtheorie, Geldpolitik, Europäische Integration, Institutionenökonomik, Konstitutionenökonomik, aktuelle wirtschaftspolitische Probleme. Adresse: Priv.-Doz. Dr. Martin Leschke, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre (Geld und Währung), Westfälische Wilhelms-Universität Münster, Am Stadtgraben 9, 48143 Münster, 07male@wiwi.uni-muenster.de.</p>
	<p>Dr. <i>Thorsten Polleit</i>, geboren am 4. Dezember 1967 in Münster. Von 1988 bis 1993 Studium der Betriebswirtschaftslehre an der Westfälischen Wilhelms-Universität in Münster. 1995 Promotion bei Professor Dr. Manfred Borchert, Lehrstuhl für Volkswirtschaftslehre, insbesondere Geld und Währung. Von 1995 bis 1997 Bayerischen Landesbank, München, London. Von 1997 bis März 1998 ABN AMRO (Deutschland) AG, Frankfurt, Institutional Investor Equity Advisory. Ab Juni 1998 bis September 2000 Chief Economist (Germany) bei ABN AMRO (Deutschland) AG und ABN AMRO Asset Management GmbH. Seit Oktober 2000 Chief Economist (Germany) bei Barclays Capital, Frankfurt. Tätigkeitsbereiche: EZB-Geldpolitik, Euro-Konjunktur und EU Covered Bond Research. Forschungsgebiet: Geldtheorie und -politik sowie Kapitalmarkttheorie. Adresse: Dr. Thorsten Polleit, Chief Economist (Germany), Barclays Capital, Bockenheimer Landstr. 38-40, 60320 Frankfurt, thorsten.polleit@barcap.com.</p>