

Geldpolitik im Eurosystem und Alternativen für Vollbeschäftigung

Philip Arestis
Malcolm Sawyer

Angesichts der schlechten wirtschaftlichen Aussichten des Euro-Währungsgebietes mit einem geringen Wachstum und weiter steigender Arbeitslosigkeit stellt sich die Frage, ob die Wirtschaftspolitik und insbesondere die Geldpolitik in der Wirtschafts- und Währungsunion geeignet sind, die Probleme der Arbeitslosigkeit und der Inflation zu bekämpfen und im Euro-Währungsgebiet Vollbeschäftigung herzustellen. Möglichkeiten der Wirtschaftspolitik sind hierbei einerseits durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt, andererseits durch die Verfassung der Europäischen Zentralbank beschränkt. Der vorliegende Beitrag zeigt auf, dass diese institutionellen und politischen Voraussetzungen daher wenig geeignet sind, um im Euro-Währungsgebiet Vollbeschäftigung zu schaffen. Es werden deshalb alternative institutionelle Regelungen diskutiert.

1

Einleitung

In diesem Beitrag steht die Frage im Mittelpunkt, ob die Geldpolitik in der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) geeignet ist, die Probleme der Arbeitslosigkeit und Inflation zu bekämpfen, und ob sie so dazu beiträgt, einen Rahmen für die wirtschaftliche Integration und für Vollbeschäftigung zu schaffen und aufrechtzuerhalten. Die Einführung des Euro als „echte“ und nicht mehr nur (seit Januar 1999) als „virtuelle“ Währung findet in einer wirtschaftlichen Umgebung statt, in der weltweit und in der Eurozone zusätzlich zu den bereits hohen Arbeitslosenquoten ein verlangsamtes Wachstum und steigende Arbeitslosigkeit erwartet werden. Die politischen Vereinbarungen rund um den Euro sind in den Stabilitäts- und Wachstumspakt (StWP) und in die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) eingebettet. Der vorliegende Artikel, der sich ausschließlich mit der Geldpolitik befasst, zeigt auf, dass diese institutionellen und politischen Vereinbarungen nicht geeignet sind, um die Probleme der Arbeitslosigkeit und Inflation zu bekämpfen. Darüber hinaus werden Vorschläge für alternative Politiken und institutionelle Vereinbarungen unterbreitet.

2

EZB und Geldpolitik

2.1 THEORETISCHER RAHMEN

Neben dem Maastrichter Vertrag legt der Stabilitäts- und Wachstumspakt vier Regeln für die Wirtschaftspolitik fest. Nach diesen vier Regeln ist die EZB unabhängig von politischen Einflüssen, bezüglich der Defizite der nationalen Regierungen gilt die „No-bail-out-Klausel“ (Haftungsausschluss), die monetäre Finanzierung von Defiziten der öffentlichen Hand ist nicht erlaubt und die Mitgliedstaaten sind verpflichtet, „übermäßige“ Defizite (d.h. Defizite von mehr als 3 % des BIP) zu vermeiden. Diese vier Regeln basieren auf einem allgemeineren theoretischen Rahmen, dessen Inhalt wir bereits an anderer Stelle aufgezeigt und als „neuen Monetarismus“ bezeichnet haben (Arestis/Sawyer 1998). Im Wesentlichen geht dieser neue Monetarismus von folgenden Annahmen aus:

Politiker im Besonderen und der demokratische Prozess im Allgemeinen können nicht mit der Formulierung der Wirtschaftspolitik betraut werden, da sie dazu neigen, Entscheidungen zu treffen, die kurzfristig stimulierende Effekte haben (Abbau der Arbeitslosigkeit), sich längerfristig aber nachteilig auswirken (insbesondere durch eine steigende Inflation). Experten in Gestalt von Zentralbankern dagegen unterliegen keinem politischen Druck und müssen sich nicht um kurzfristige Popularität bemühen, sodass ihre Entscheidung zugunsten einer längerfristigen

Perspektive ausfallen kann, wenn man einen Widerspruch zwischen kurzfristiger und langfristiger Perspektive annimmt. Der Ermessensspielraum der Politiker sollte eingeschränkt werden, während die Möglichkeit negativer spill-overs durch eine unverantwortliche Fiskalpolitik in der Eurozone verringert werden muss. Daher ist die Fiskalpolitik auf Dauer durch den Stabilitätspakt beschränkt, und die Geldpolitik wird nicht mehr von den nationalen politisch Verantwortlichen gemacht, sondern von der EZB.

Inflation ist ein monetäres Phänomen und kann durch die Geldpolitik kontrolliert werden. Eine direkte Kontrolle der Geldmenge ist schwierig (oder unmöglich) und es wird von einer höchst instabilen Geldnachfrage ausgegangen. Jedoch kann die Zentralbank den Leitzins (Repo-Rate) festsetzen, um Einfluss auf die monetären Bedingungen auszuüben, was sich wiederum auf die künftige Inflationsrate aus-

Philip Arestis ist Professor an der South Bank University London.

Arbeitsschwerpunkte: Makroökonomie, Geldpolitik, Finanzmärkte.

e-mail: p.arestis@sbu.ac.uk

Malcolm Sawyer ist Professor an der University of Leeds.

Arbeitsschwerpunkte: Makroökonomie, insbesondere Einkommen und Beschäftigung, Preissetzung und Investitionen.

e-mail: mcs@lubs.leeds.ac.uk

Übersetzung: Andrea Tonk, Köln

wirkt. Zentralbanken haben keinen erkennbaren Einfluss auf das langfristige Niveau oder die langfristige Wachstumsrate des Outputs, bestimmen aber die langfristige Inflationsrate. Somit ist die Inflationsrate noch immer ein monetäres Phänomen und letztlich sind es die Zentralbanken, die die Inflationsrate bestimmen.

Das Niveau der Arbeitslosigkeit schwankt um eine durch die Angebotsseite bestimmte gleichgewichtige Arbeitslosenquote, die im Allgemeinen als NAIRU (Non Accelerating Inflation Rate of Unemployment: inflationsstabile Arbeitslosenquote) bezeichnet wird. Unter Umständen kann die Höhe der NAIRU durch einen „flexiblen“ Arbeitsmarkt reduziert werden, von der Gesamtnachfrage oder von der Produktionskapazität bleibt sie aber unbeeinflusst.

Die Fiskalpolitik ist nicht in der Lage, Einfluss auf reale Variablen zu nehmen (dieser Annahme liegt im Wesentlichen die Überzeugung zugrunde, dass ein crowding out stattfindet und die Fiskalpolitik inflationär wirkt), und sollte daher der Geldpolitik im Hinblick auf die Inflationskontrolle untergeordnet sein. Doch wird eingeräumt, dass sich die Lage der öffentlichen Haushalte im Konjunkturverlauf verändern wird, allerdings im Kontext einer im Wesentlichen passiven Fiskalpolitik.

Nun wollen wir uns mit dem institutionellen Rahmen für die Umsetzung der Geldpolitik durch die EZB befassen.

2.2 INSTITUTIONELLER RAHMEN

Der institutionelle politische Rahmen, in dem der Euro eingeführt wurde und zukünftig genutzt wird, besitzt drei zentrale Elemente, die direkt mit der Geld- und Fiskalpolitik in Zusammenhang stehen. Zum Ersten ist die EZB die einzige effektive zentrale wirtschaftspolitische Institution. Sie verfügt über das geldpolitische Instrument des Zinssatzes (Repo-Rate), um das vorrangige Ziel einer niedrigen Inflation zu verfolgen. Der Rat der EZB einigte sich auf die Hauptelemente einer stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie. Die einheitliche Geldpolitik ist dabei auf das gesamte Euro-Währungsgebiet ausgerichtet. Preisstabilität wurde quantifiziert als ein Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Um dieses Ziel mit Hilfe des geldpolitischen Instruments des Zinssatzes

zu erreichen, verfolgt die EZB eine geldpolitische „Zwei-Säulen-Strategie“. Die „erste Säule“ besteht aus einer Verpflichtung, die monetären Entwicklungen auf ihren Informationsgehalt für die zukünftige Preisentwicklung hin zu analysieren. Es wird ein quantitativer Referenzwert für das Geldmengenwachstum festgelegt, der 4,5 % für die Geldmenge M3 beträgt. Da es sich um einen Referenzwert handelt, gibt es keine Verpflichtung, Abweichungen in der kurzen Frist „mechanistisch“ zu korrigieren, wenngleich erwähnt wird, dass Abweichungen vom Referenzwert unter normalen Umständen auf „Risiken für die Preisstabilität“ hindeuten würden. Ferner wurde vereinbart, eine breit angelegte Beurteilung der künftigen Preisentwicklung durchzuführen, diese jedoch nicht öffentlich bekannt zu geben.¹ Die „zweite Säule“ beinhaltet daher eine breit angelegte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität. Diese breite Palette von Indikatoren umfasst: den Euro-Wechselkurs, Arbeitsmarkindikatoren wie Löhne und Lohnstückkosten; fiskalpolitische Indikatoren sowie Finanzmarktindikatoren, z.B. Vermögenspreise.

Zum Zweiten bilden die EZB und die nationalen Zentralbanken zusammen das Europäische System der Zentralbanken (ESZB), in dem sie sich die Verantwortung teilen. Die EZB trägt in dem Bestreben, das Inflationsziel zu erreichen, die Verantwortung für die Festsetzung der Zinssätze, während die nationalen Zentralbanken für regulative Fragen zuständig sind. Ein erwähnenswertes Merkmal der Arbeit des ESZB ist das scheinbare Fehlen der „lender of last resort“-Funktion. Das Protokoll zur Errichtung der EZB erlaubt dieser zwar, als „lender of last resort“ tätig zu werden, verlangt dies aber nicht. Der entsprechende Artikel des Protokolls lautet wie folgt: „Zur Erreichung der Ziele des ESZB und zur Erfüllung seiner Aufgaben können die EZB und die nationalen Zentralbanken auf den Finanzmärkten tätig werden, indem sie auf Gemeinschafts- oder Drittlandswährungen lautende Forderungen und börsengängige Wertpapiere sowie Edelmetalle endgültig (per Kasse oder Termin) oder im Rahmen von Rückkaufsvereinbarungen kaufen und verkaufen oder entsprechende Darlehensgeschäfte tätigen; Kreditgeschäfte mit Kreditinstituten und anderen Marktteilnehmern abschließen, wobei für die Darlehen ausreichende Sicherheiten zu

stellen sind. Die EZB stellt allgemeine Grundsätze für ihre eigenen Offenmarkt- und Kreditgeschäfte und die der nationalen Zentralbanken auf; hierzu gehören auch die Grundsätze für die Bekanntmachung der Bedingungen, zu denen sie bereit sind, derartige Geschäfte abzuschließen“ (aus Protokoll Nr. 3 über die *Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank*).

Zum Dritten soll die EZB vom Europäischen Rat und Parlament sowie von den Regierungen der Mitgliedstaaten unabhängig sein. Somit herrscht eine vollständige Trennung zwischen der durch das ESZB vertretenen Geldpolitik und den nationalen Haushaltspolitiken, die durch die nationalen Regierungen in der EWU vertreten sind. Daraus folgt, dass nur wenig Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik möglich ist. Tatsächlich wäre jeder Versuch einer Koordination extrem schwierig umzusetzen. Denn neben der Trennung von geldpolitischen und finanzpolitischen Kompetenzen besteht darüber hinaus die bereits erwähnte Forderung, die nationalen Regierungen (und folglich ihre Finanzpolitiken) sollten keinen Einfluss auf die EZB (und folglich auf die Geldpolitik) ausüben. Eine strenge Auslegung dieses Erlasses würde jeden Versuch einer Koordination der Geld- und Fiskalpolitiken ausschließen.

Die Gesamtstrategie wurde in den ersten drei Jahren durch eine Reihe von Problemen beeinträchtigt. Hierzu seien die folgenden Beispiele genannt: Wichtige politische Entscheidungen der EZB sickerten be-

1 Ende 2000 begann die EZB mit der Veröffentlichung von Projektionen über die Entwicklung der Inflationsraten und des BIP-Wachstums. Die ersten Projektionen für die Jahre 2001 und 2002, die insbesondere in jüngster Zeit korrigiert wurden, lauten z.B. wie folgt: für 2001: 1,8 %–2,8 % für die Inflationsrate und 2,6 %–3,6 % für das BIP-Wachstum; für 2002: 1,3 % –2,0 % bzw. 2,5 %–3,5 %. Was die EZB seit Dezember 2000 veröffentlicht, sind keine Prognosen, sondern Wirtschaftsjahresprojektionen mit einem Horizont von zwei Jahren. Sie nennen Bereiche für das voraussichtliche reale BIP-Wachstum (und seine Komponenten) und die voraussichtliche Inflation für das Euro-Währungsgebiet und spielen „(...) an important but limited role (...)“ (Duisenberg 2000) für den Rat der EZB, „(...) (which) is neither responsible for the content of these projections (produced by staff experts and do not embody the policy judgements of the council itself) nor should its performance be judged against them“ (Duisenberg 2000).

reits vor ihrer offiziellen Bekanntgabe durch; die Reden verschiedener EZB-Banker setzten verschiedene Zeichen bezüglich der EZB-Politik; die EZB veröffentlicht weder Protokolle, noch gibt sie Informationen über ihre ökonomischen Modelle und Prognosen bekannt; es wird angenommen, die Zinspolitik der EZB leide an einem „anti-growth bias“, was eher nachteilige Konsequenzen hat (Bibow 2002). Daher ist es nicht überraschend, dass die EZB bei der Erreichung ihrer Ziele insgesamt versagt hat, wengleich dies nicht in jeder Hinsicht Beachtung fand. Die erste Säule der geldpolitischen „Zwei-Säulen-Strategie“ legt den „Referenzwert“ für das Wachstum der Geldmenge M3 auf 4,5 % fest. Wie im Folgenden noch aufgezeigt wird, war die Wachstumsrate von M3 aber stets größer als 4,5 %. Als Inflationsziel wurde eine Rate von unter 2 % festgesetzt. In den Jahren 2000 und 2001 lag die Inflation aber, und auch dies wird im Folgenden noch aufgezeigt, über diesem Ziel. Verglichen mit der Situation in den 1970er und 1980er Jahren ist die aktuelle Inflationsrate eindeutig niedrig, und ob sie 2 % oder 3% beträgt, dürfte unerheblich sein.² Dennoch hat die EZB die Ziele, denen so viel Bedeutung beimessen wurde, nicht erreicht. Ferner hat sie mit ansehen müssen, wie der Wert des Euro-Wechselkurses erheblich fiel.³

Derzeit ist die EZB die einzige Institution, die auf der Ebene der Europäischen Union (EU) Wirtschaftspolitik umsetzen kann. Die Maßnahmen der EZB sind entscheidend für das wirtschaftliche Wohlergehen in der EU. Aber die EZB leidet an zwei schwerwiegenden Konstruktionsfehlern, nämlich an ihrer undemokratischen, nicht repräsentativen Natur und dem von ihr festgesetzten Ziel. Folglich sollte sie unserer Ansicht nach zwei wesentlichen Änderungen unterzogen werden: Das Direktorium sollte erweitert werden, wobei die Direktoren verpflichtet werden sollten, sich dem Europäischen Parlament gegenüber direkt zu verantworten, und die festgesetzten Ziele sollten neu formuliert werden, um nicht nur die Preisstabilität, sondern auch Wachstum und Beschäftigung zu umfassen. Des Weiteren sollte die Transparenz der Operationen der EZB verbessert werden.

Die Festsetzung der Zinssätze wird von einigen offenbar als eine technische Angelegenheit betrachtet. Ein Teil der logischen Begründung für unabhängige Zentralbanken besteht in der Tat darin, dass Entschei-

dungen über Zinssätze entpolitisiert und den Händen der Politiker entzogen werden. Wenn aber Zinssätze Verteilungssequenzen sowie unterschiedliche Einflüsse auf Regionen und Industrien haben (ob direkt oder indirekt, z.B. durch den Wechselkurs), dann sollten bei der Festsetzung dieser Zinssätze auch die möglichen Konsequenzen berücksichtigt werden. Das Direktorium der EZB sollte um die ausdrückliche Vertretung verschiedener Wirtschaftszweige sowie von Beschäftigten und Verbrauchern erweitert werden. Als Alternative böte sich die Möglichkeit, dass das Europäische Parlament das Direktorium auf eine Weise beruft, die zumindest informell eine breite Interessenvertretung garantiert.

2.3 ZINSSÄTZE UND MONETÄRE TRANSMISSION

Eine Änderung der Repo-Rate wirkt sich dadurch aus, dass sie auf das Spektrum der Zinssätze und somit auf die Vermögenspreise und den Wechselkurs wirkt. Diese Änderungen haben dann Einfluss auf die Kreditnachfrage und das Kreditangebot sowie auf die Bereitschaft der Öffentlichkeit, Geldbestände zu halten, so dass Gesamtnachfrage und Inflation durch eine Mischung aus verzögerten Anpassungen und vorausschauenden Erwartungen beeinflusst werden. Letztlich ist die Zinsfestlegung durch eine von der EZB definierte Politikregel (die „Zwei-Säulen-Politik“) und ein von der EZB festgelegtes Inflationsziel verankert. Es wird nicht davon ausgegangen, dass sich die Geldpolitik auf das Niveau oder das Wachstum des möglichen Outputs auswirken kann. Sie kann lediglich die Inflation bestimmen, insofern als diese sich dem von der EZB in der Politikregel festgesetzten Ziel annähert. Letztlich wird selbst in diesem Szenario die Inflation von der Zentralbank kontrolliert.

Daraus ergeben sich drei Überlegungen. Zunächst könnte in diesem Szenario die Basis der klassischen Dichotomie und der Geldneutralität untergraben werden. Man könnte erwarten, dass Zinssatzschwankungen einen Einfluss auf das Niveau der Investitionen (und dadurch auf die zukünftige Produktionskapazität) sowie auf den Wechselkurs haben. Geldpolitik in Form von Zinssatzänderungen würde dann als eine Politik betrachtet, die durch den Effekt auf das Niveau der Wirt-

schaftsaktivität und dadurch auf die Inflationsrate funktioniert. Der Einfluss, den Zinssatzänderungen auf das Tempo der Wirtschaftsaktivität haben, hängt daher von ihrem Einfluss auf die Wechselkurse (und dadurch auf die Import- und Exportnachfrage) und auf die Investitionen ab. Langfristig könnte diese Abfolge von Ereignissen durchaus einen Einfluss sowohl auf das Niveau als auch auf das Wachstum des Outputs haben.

Zum Zweiten gibt es eine Reihe von Gründen, die vermuten lassen, dass sich die Geldpolitik auf die verschiedenen Regionen und Länder unterschiedlich auswirken wird. Wie das Monetary Policy Committee (der Bank of England) (1999, S. 7) bemerkt, „(...) (monetary policy) sets one interest rate for the economy as a whole and can only take account of the impact of official rate changes on the aggregate of individuals in the economy“. Die Geldpolitik ist insofern undifferenziert, als nur ein einziger offizieller Zinssatz Anwendung findet. Aber die einzelnen Länder der Eurozone unterscheiden sich, was ihre finanziellen Strukturen und insbesondere, was den Umfang der Kreditaufnahme zu variablen oder festen Zinssätzen und die Auswirkungen von Zinssatzänderungen auf die Wirtschaftsaktivität betrifft. Zinssatzänderungen werden sich in den einzelnen Ländern der Eurozone alles andere als einheitlich auswirken. Durch eine Zinssatzerhöhung mag in einigen Ländern eine Verlangsamung der Wirtschaftsaktivität erreicht werden, in anderen aber nicht; in einigen Ländern hat sie u.U. wenig Einfluss auf die Inflation, in anderen wird sie diese jedoch beschleunigen.

Aus diesen beiden Überlegungen heraus lässt sich ein wichtiger Zusammenhang ableiten. Dieser steht in Bezug zu der entscheidenden und zentralen Frage nach der Effektivität des Zinssatzes als ein (oder das) Instrument einer Politik des Nachfragemanagements. Angesichts der beiden

² Es sei jedoch darauf hingewiesen, dass die britische Regierung, die ein Inflationsziel von 2,5 % festgelegt hat, dem für die Festlegung der Zinssätze zuständigen Monetary Policy Committee der Bank of England einen Spielraum von +/- 1 % eingeräumt hat. Liegt die Inflationsrate außerhalb des Bereiches von 1,5 % bis 3,5 %, muss hierfür Rechenschaft abgelegt werden.

³ Hier wird auf Daten aus verschiedenen Ausgaben der EZB-Monatsberichte Bezug genommen.

soeben erörterten Überlegungen ist diese Frage äußerst relevant; denn es wird deutlich, dass sich neben der im Rahmen der ersten Überlegung angesprochenen Frage bezüglich der klassischen Dichotomie und der Neutralität der Geldpolitik der Gesamteinfluss der Zinspolitik wahrscheinlich nur sehr schwer vorhersagen lässt.

Drittens unterstellt die „Zwei-Säulen-Strategie“ der EZB, dass die Inflation durch die Geldpolitik kontrolliert werden kann, ohne der realen Seite der Wirtschaft zu schaden. Diese im Wesentlichen monetaristische Strategie geht davon aus, dass sich die Geldpolitik ausschließlich auf die Inflation auswirkt. Die Nutzung des Geldmengenwachstums als einen Referenzwert impliziert, dass die Geldmenge exogen und kontrollierbar ist. Die Vorstellung, dass die Geldmenge endogen im privaten Sektor erzeugt wird, würde dagegen implizieren, dass der Geldbestand sich an die – auf der realen Seite der Wirtschaft erzeugte – Inflation anpasst und dass sich eine Geldpolitik in Form von Zinssatzänderungen auf die reale Seite der Wirtschaft auswirken kann. Ferner sollte nicht außer Acht gelassen werden, dass eine Geldpolitik, die auf die Steuerung von Zinssätzen ausgerichtet ist, womöglich kein effektives Mittel zur Lenkung der Wirtschaft ist und die Auswirkungen von Zinssatzänderungen auf die Wirtschaftstätigkeit höchst indirekt und ungewiss und daher schwer vorherzusagen sind. Daher bestehen einige Zweifel an der Effektivität der Zinspolitik in der verhältnismäßig geschlossenen EU-Wirtschaft, insbesondere was das Inflationsziel betrifft. Die Zinspolitik kann das Tempo der Inflation nur dadurch beeinflussen, dass sie für einen Rückgang der Gesamtnachfrage sorgt, was sich wiederum durchaus nachteilig auf die Investitionstätigkeit und die Schaffung von Produktionskapazitäten auswirken kann. Durch die Schaffung von Arbeitslosigkeit kann die geringere Gesamtnachfrage einen lang anhaltenden Effekt auf die Arbeitsmarktbeteiligung haben, da einige Arbeitslose ihre Fähigkeiten einbüßen und sich vom Arbeitsmarkt zurückziehen. Wenn Geldpolitik (in Form von Zinssatzänderungen) als eine Gesamtnachfragepolitik betrachtet wird (durch die, so nimmt man an, die Inflation kontrolliert werden kann), sollte sie mit den alternativ zur Verfügung stehenden Politiken verglichen werden. Insbesondere die Fiskalpolitik könnte, verglichen mit der Geldpolitik, eine durchaus mächtigere politi-

sche Waffe sein, um die Höhe der Gesamtnachfrage zu ändern.

In der makroökonomischen Politik geht der Trend seit etwa zehn Jahren dahin, mehr Vertrauen in die Macht der Geldpolitik zu setzen und die Rolle der Fiskalpolitik abzubauen. Aber ist dieses Vertrauen in die Macht der Geldpolitik (und speziell in die Wirksamkeit von Zinssätzen) auch gerechtfertigt? Das auffallende Fehlen von Ergebnissen, was die 2001 von der Federal Reserve in den USA veranlasste Herabsetzung der Zinssätze von 6,5 % auf 2,0 % betrifft, muss einige Zweifel aufkommen lassen. Es kann angeführt werden, „(...) (that) we think that (two years) is the period over which monetary policy tends to have largely its full effects, but of course this is uncertain like everything else in economics“ (George, 1998, S.30). Die Ereignisse des 11. September, die durchaus eine zusätzliche deflatorische Wirkung gehabt haben mögen, haben jede Evaluation der Auswirkungen der Zinssatzsenkungen erschwert. Allerdings deutete wenig darauf hin, dass die Zinssatzsenkungen das allgemeine Absinken der Aktienkurse stoppen konnten (und der Vermögenspreiseffekt wird häufig als ein wichtiger Weg betrachtet, über den die Geldpolitik Einfluss nehmen kann) oder die Wirtschaft auf andere Weise stimulierten. Darüber hinaus haben alle wichtigen Prognoseinstitute, einschließlich IWF und andere internationale Organisationen, ihre BIP-Projektionen für die Jahre 2001 und 2002 trotz dieser starken Herabsetzung der Zinssätze beträchtlich nach unten korrigiert (siehe unten).

Es ist wahrscheinlich, dass sich die Zinssätze auf Investitionsausgaben, Konsumausgaben, Vermögenspreise und den Wechselkurs auswirken. Eine gute Veranschaulichung dieser Auffassung bietet die jüngst von der Bank of England (1999) veröffentlichte Untersuchung des Transmissionsmechanismus der Geldpolitik. Dort wird die Ansicht vertreten, dass eine Änderung des offiziellen Zinssatzes einen Einfluss auf die Marktzinssätze, die Vermögenspreise, die Erwartungen und das Vertrauen sowie auf den Wechselkurs hat, was sich wiederum auf die inländische und die ausländische Nachfrage und in der Folge auf den Inflationsdruck auswirkt. Ferner können, wie bereits angeführt, auch Zinssatzänderungen Verteilungseffekte haben, ob es sich nun um die Verteilung zwischen Individuen oder zwischen Wirtschaftsregionen handelt.

Die Effektivität von Zinssatzänderungen lässt sich bis zu einem gewissen Grad durch die Simulation von makroökonomischen Modellen beurteilen. In den Simulationen, von denen in Bank of England (1999, S. 36) berichtet wird, hat ein einprozentiger, über einen Zeitraum von einem Jahr andauernder Nominalzinssatzschock nach fünf bis sechs Quartalen eine maximale Änderung des BIP (mit umgekehrtem Vorzeichen gegenüber der Zinssatzänderung) von etwa 0,3 % zur Folge.⁴ Das Monetary Policy Committee (1999, S. 3) drückt es treffend aus: „(...) temporarily raising rates relative to a base case by 1 percentage point for one year might be expected to lower output by something of the order of 0.2% to 0.35% after about a year, and to reduce inflation by around 0.2 percentage points to 0.4 percentage points a year or so after that, all relative to the base case“.⁵ Über einen Zeitraum von vier Jahren macht der gesamte Rückgang des BIP insgesamt etwa 1,5 % aus. Die Inflation reagiert in den ersten vier Quartalen kaum (in einer Simulation steigt sie, in der anderen geht sie dagegen während desselben Zeitraumes zurück). In den Jahren 2 und 3 ist die Inflation um 0,2 bis 0,4 Prozentpunkte niedriger; die Simulation geht nicht über das Jahr 3 hinaus (in diesen Simulationen erfolgt eine Änderung der Zinssätze jeweils für ein Jahr). Ferner wurden Grenzen für die Manipulation der Zinssätze festgelegt; und hier spiegelt sich natürlich in gewisser Weise die Realität wider. So gelten z.B. eindeutige Grenzen, was die Abweichung der Zinssätze eines Landes von denen eines anderen betrifft (und Modelle schreiben häufig eine gewisse Form von Zinssatzparität vor). In einem jüngeren Bericht über die Eigenschaften der wichtigsten makroökonomischen Modelle des Vereinigten Königreichs wird darauf hingewiesen, „(...) (that) the chief mechanism by which the models achieve change in the inflation rate is through the exchange rate“ (Church et al. 1997, S. 92). Da sich Zinssatzänderungen zu einem großen Teil über den Wechselkurs auswirken, ist es gut möglich, dass die-

4 Die genauen Zahlen hängen von den Annahmen bezüglich der Reaktionen der Zinssatzsetzung ab, die auf die Entwicklung der Inflationsrate folgen.

5 Die genauen Zahlen hängen wieder von den Annahmen bezüglich der Reaktionen der Zinssatzsetzung ab, die auf die Entwicklung der Inflationsrate folgen.

se Ergebnisse für das Vereinigte Königreich größer sind als es vergleichbare Ergebnisse für die Eurozone wären, denn die britische Wirtschaft ist erheblich offener als die Eurozone. Die Auswirkungen einer Wechselkursänderung werden für die EU-Wirtschaft, die relativ wenig Handel mit Nicht-EU-Wirtschaften betreibt, sehr viel geringer sein als beispielsweise für die niederländische Wirtschaft, deren Importe und Exporte mehr als 50 % des BIP ausmachen. Die Tatsache, dass die EU relativ geschlossen ist, was den internationalen Handel betrifft (die Importe und Exporte machen weniger als 10 % des BIP aus) ist gleichbedeutend damit, dass sich Schwankungen im Wechselkurs des Euro erheblich weniger auf die Preise auswirken als in offeneren Volkswirtschaften.

Alle drei EZB-Schlüsselzinssätze (d.h. die Zinssätze für die Einlagefazilität, für Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität) wurden in der Zeit von November 1999 bis Oktober 2000 angehoben und blieben dann bis Mai 2001 unverändert, bevor sie jeweils um 25 Basispunkte gesenkt wurden. Wenngleich „lange und variable“ zeitliche Verzögerungen zwischen Geldpolitik und Inflationsrate angeführt werden können, so ist doch auffällig, dass die Zinssätze stark gestiegen sind und dabei gleichzeitig eine steigende Inflation möglich war.

Das Fazit aus dieser Erörterung ist doppelter Natur. Erstens sind angesichts der Schlüsselrolle, die der Geldpolitik in der Eurozone zugeschrieben wird, und aufgrund der fehlenden Fiskalpolitik Zweifel daran aufgekommen, ob die Geldpolitik eine effektive Reaktion auf eine Rezession zulässt und sich als ein Mittel zur Kontrolle der Inflation eignet. Zweitens wirkt sich die Zinspolitik auf eine Reihe von Bereichen aus (z.B. auf Investitionen, Wechselkurse und Verteilung), was in den Zielen der Geldpolitik seinen Niederschlag finden sollte. Sie sollten neu formuliert werden, um neben der Inflation auch Wachstum und hohe Beschäftigungsquoten einzuschließen. Allerdings ist die Geldpolitik u.U. ein schwaches Instrument zur Kontrolle der Inflation, sodass weitere politische Maßnahmen erforderlich sind.

3

Politiken für Vollbeschäftigung und niedrige Inflation

Die tatsächliche Einführung des Euro findet vor einem wirtschaftlichen Hintergrund statt, der insbesondere angesichts der institutionellen und politischen Vereinbarungen im Euro-Währungsgebiet beunruhigend ist. Die folgenden Daten bringen es auf den Punkt.⁶ Ende 2001 betrug die Arbeitslosenquote 8,5 %, wobei davon auszugehen ist, dass sie in den kommenden Monaten noch steigt, da sich der Konjunkturrückgang bemerkbar macht. Die Arbeitslosenquoten variierten zwischen 2,2 % in den Niederlanden bis hin zu 8,5 % in Frankreich, 9,0 % in Finnland (der laut den Klassifizierungen des Weltwirtschaftsforums wettbewerbsfähigsten Wirtschaft der Welt), 9,4 % in Italien und 13,0 % in Spanien. Betrachtet man die einzelnen Regionen, sind die Unterschiede natürlich sehr viel größer und reichen von 1,7 % in Aland (Finnland) und 1,8 % in Centro (Portugal) bis hin zu 33,1 % in Réunion (Frankreich) und 27,7 % in Kalabrien (Italien) (Stand: April 2000). Die Unterschiede zwischen den Regionen der Eurozone (65 an der Zahl) und den Staaten der USA mögen eine angemessene Basis für einen Vergleich liefern. In den Staaten der USA schwankten die Arbeitslosenquoten im Jahr 2000 zwischen 2,2 % und 5,9 %, das verfügbare Pro-Kopf-Einkommen im Jahr 1999 zwischen \$18.467 (Mississippi) und \$31.697 (Connecticut), d.h. um einen Faktor von 1:2. In der Eurozone, variierte das Pro-Kopf-BIP (im Jahr 1998) zwischen 6.536 Euro (Ipieros, Griechenland) und 40.353 Euro (Hamburg), d.h. um einen Faktor von 1:6.

Die jährliche Inflationsrate (gemessen am HVPI) lag im Euro-Währungsgebiet seit dem zweiten Quartal 2000 über dem Ziel von 2 %. Sie ist allerdings von einem Höchststand von 3,4 %, der im Mai 2001 erreicht wurde, auf 2,1 % im November zurückgegangen. Aber sie weist erhebliche Schwankungen auf und reicht von 4,8 % in den Niederlanden, 4,1 % in Portugal und 3,4 % in Irland bis hinunter zu 1,3 % in Frankreich, 1,5 % in Deutschland und 1,8 % in Belgien (Zahlen jeweils für November 2001). Die jährliche Wachstumsrate von M3 belief sich im Oktober 2001 auf

7,3 %, gegenüber einem Referenzwert von 4,5 %. Für einige M3-Komponenten liest sich das Wachstum interessant: -12,1 % für den Bargeldumlauf, 9,8 % für täglich fällige Einlagen (zusammen 5,3 % für M1).

Es wäre übertrieben, diese Situation als Stagflation zu bezeichnen, aber hier liegt eine Kombination aus hoher Arbeitslosigkeit (mit der Aussicht auf eine Rückkehr steigender Arbeitslosenzahlen) und einer erheblich über das angestrebte Ziel hinausgehenden Inflationsrate vor. Die Inflation ist in den vergangenen Monaten leicht zurückgegangen, und es ist gut möglich, dass sie aufgrund des nachlassenden Anstiegs der Lebensmittel- und Ölpreise, durch den die Inflationsrate in die Höhe getrieben wurde, weiter sinkt. Aber diese Situation erinnert daran, dass Inflationsbewegungen dadurch auftreten können, dass Kosten in die Höhe getrieben werden, was durch Zinssatzänderungen nicht beeinflusst werden kann.

Würde die Inflation ihr derzeitiges Niveau beibehalten oder sogar noch steigen, wären die Glaubwürdigkeit der EZB und ihre Fähigkeit zur Kontrolle der Inflation eindeutig verloren. Darüber hinaus aber wäre die Eurozone jeder Politik zur Bekämpfung der Inflation beraubt. Es würde offenbar, dass der Kaiser keine Kleider trägt! Dies wäre die Bestätigung unserer oben formulierten Befürchtungen, dass die Eurozone derzeit über keine effektive Politik zur Inflationsbekämpfung verfügt.

Die eher wahrscheinlichen und sehr viel beunruhigenderen Aspekte stehen mit der Rezession und der Arbeitslosigkeit in Verbindung. Die Eurozone selbst verfügt über keine Waffen zur Bekämpfung einer Rezession, da hierfür auf EU-Ebene kaum öffentliche Gelder zur Verfügung stehen und es keine Möglichkeit für ein Fiskaldefizit gibt. Auf nationaler Ebene sind die Möglichkeiten öffentlicher Defizite durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt erheblich eingeschränkt. Die Reaktion der EZB ist beunruhigend, wenn sie anführt, es sei „(...) normal, dass sich eine wirtschaftliche Verlangsamung nachteilig auf die Haushaltspositionen der Mitgliedsländer auswirkt. Für Länder jedoch, deren Haushaltspositionen noch nicht nahezu ausgeglichen sind

⁶ Die Daten sind entnommen aus den Wirtschaftsindikatoren der OECD, verschiedene Ausgaben.

oder einen Überschuss aufweisen, ist es wichtig, dass sie ihre mittelfristigen Konsolidierungspläne einhalten. Eine kurzzeitige Verlangsamung sollte den Spielraum für das Erreichen der in den Stabilitätsprogrammen der einzelnen Länder gesetzten Ziele nicht wesentlich verändern“ (EZB 2001, S.6). Und weiter: „Da ein Anpassungsbedarf in Phasen weniger kräftigen Wirtschaftswachstums deutlicher sichtbar werden dürfte, müssen die Entscheidungsträger jetzt die Reformen vorantreiben und dürfen nicht zulassen, dass die Bemühungen nachlassen“ (EZB 2001, S.7).

Die oben erwähnten Unterschiede in den Arbeitslosenzahlen (und die damit verbundenen Unterschiede im Lebensstandard und in der Beschäftigung) sind zweifellos die größte Herausforderung und die größte Bedrohung für das erfolgreiche Funktionieren der gemeinsamen Währung. Aber der Stabilitäts- und Wachstumspakt und die damit verbundenen Politiken sehen keine Mittel zur Bekämpfung dieser Arbeitslosenzahlen vor. Um Vollbeschäftigung herzustellen, muss ein entsprechend hohes Gesamtnachfrageniveau vorhanden sein, und dies macht eine Kombination aus erhöhter Export-, Konsum-, Investitions- und öffentlicher Nachfrage erforderlich. Ob für ein derartiges Gesamtnachfrageniveau ein beträchtliches Haushaltsdefizit notwendig wäre, hängt zwangsläufig von der Frage ab, was mit den anderen Nachfragequellen geschieht. Ein hohes Gesamtnachfrageniveau ist allerdings nur eine Bedingung, wenn auch eine wichtige, um Vollbeschäftigung zu erreichen. Im Zusammenhang mit der Eurozone gibt es zwei recht deutliche und wichtige Hindernisse für die Herstellung von Vollbeschäftigung. Das erste ist die zur Förderung eines hohen Beschäftigungsniveaus notwendige, aber in vielen Regionen fehlende Produktionskapazität. Dadurch ergibt sich das große Dilemma, dass für die längerfristige Lösung höhere Investitionen und mehr Produktionskapazität notwendig sind, der kurzfristige Stimulus für die Wirtschaft, der Investitionen anregen würde, u.U. aber als inflationär betrachtet werden kann. Derzeit belaufen sich die OECD-Schätzungen bezüglich der „Output-Lücke“ mehr oder weniger auf Null, d.h. der tatsächliche Output entspricht in etwa dem potenziellen Output; jedoch geht dies einher mit einer Arbeitslosenquote von über 8 %. Ebenso beläuft sich die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU) laut Schätzungen der

OECD in der Eurozone auf durchschnittlich 8,8 % (im Jahr 1999), was wiederum annähernd der aktuellen Erfahrung entspricht. Die Interpretation der NAIRU als Indikator für Kapazitätsbeschränkungen deutet daher auf Kapazitätsprobleme hin. In diesem Zusammenhang würde ein höheres Gesamtnachfrageniveau Druck auf die Kapazität ausüben und könnte durchaus gewisse inflationäre Folgen haben. Das zweite Hindernis für ein hohes Beschäftigungsniveau in der Eurozone entsteht durch die Unterschiede in den Arbeitslosenzahlen – ein allgemeiner Nachfrageanstieg hätte in einigen Regionen Vollbeschäftigung zur Folge oder würde sogar darüber hinausgehen. Zu diesen Problemen kommt hinzu, dass in den Ländern der Eurozone keine vollständige Annäherung der Konjunkturverläufe erreicht wurde, was auf einen Bedarf an differenzierten Politiken (und insbesondere an differenzierten Fiskalpolitiken) für die einzelnen Länder hinweist. Aber selbst wenn eine Konvergenz der Konjunkturverläufe gegeben wäre, würden sich die Konjunkturbebewegungen vor dem Hintergrund recht unterschiedlicher Arbeitslosigkeitsniveaus vollziehen.

Diese Zahlen deuten darauf hin, dass für die Wiederherstellung von Vollbeschäftigung in der Eurozone weit mehr notwendig ist als ein bestimmtes Gesamtnachfrageniveau. Es werden die Schaffung einer zur Förderung von Vollbeschäftigung ausreichenden Produktionskapazität und der weitgehende Abbau der regionalen Unterschiede notwendig sein. Die Schaffung eines hohen Gesamtnachfrageniveaus bleibt aber eine zwar nicht ausreichende, aber dennoch notwendige Voraussetzung für die Herstellung von Vollbeschäftigung. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt verfügt die Eurozone daher über keine wesentliche Politik zur Lösung des Arbeitslosenproblems: Es fehlen die Möglichkeiten zur Schaffung eines hohen Gesamtnachfrageniveaus, zur Förderung von Investitionen und zum Abbau der regionalen Unterschiede.

Obwohl die Inflation über das festgelegte Ziel hinausging, wird das derzeitige Inflationsproblem offenbar nicht erkannt. Sowohl auf globaler Ebene als auch in Europa scheint die Inflation überwunden (zumindest bei einem Vergleich mit den späten 1960er und den 1970er Jahren, nicht aber bei einem Vergleich mit den 1950er Jahren). Daher mag es nicht sehr beunruhigend erscheinen, dass das Euro-Währungsgebiet

über keine effektive Politik verfügt, um auf inflationären Druck zu reagieren. Weiter oben wurde bereits erwähnt, dass die Zinspolitik wahrscheinlich nicht in der Lage ist, mit einem größeren inflationären Druck fertig zu werden (und dies nur durch deflationäre Maßnahmen gelingen kann).

Um ohne inflationären Druck ein hohes Niveau der Wirtschaftsaktivität zu erreichen, sind daher zwei Elemente notwendig: Zum Ersten werden institutionelle Vereinbarungen für eine kollektive Lohn- und Preisfestsetzung benötigt, die eine niedrige Inflation begünstigen. Selbst wenn die Festsetzung der Löhne in einigen Volkswirtschaften zentral erfolgt (bzw. erfolgte), ist hierfür in der EU derzeit nur eine dezentralisierte, fragmentierte Grundlage vorhanden. Auf EU-Ebene existieren momentan keine institutionellen Vereinbarungen für eine kollektive Lohnfestsetzung, und dadurch ist für die nächsten Jahre in der Tat jede Möglichkeit zur Durchführung einer Einkommenspolitik oder Ähnlichem ausgeschlossen. Es gibt in Europa (innerhalb und außerhalb der EU) eine Reihe von Beispielen für zentralisierte institutionelle Vereinbarungen, die für eine verhältnismäßig niedrige Inflation sorgten. Hier wären u.a. Österreich, Deutschland und als möglicherweise erfolgreichstes Beispiel Norwegen zu nennen. Zum Zweiten müssen nicht nur geeignete institutionelle Vereinbarungen, sondern auch eine gut funktionierende Realwirtschaft geschaffen werden, die ebenfalls eine Kombination aus niedriger Inflation und einem hohen Niveau der Wirtschaftsaktivität begünstigt. Ein wesentliches Element hierfür ist unserer Ansicht nach die Schaffung einer Produktionskapazität, die sowohl im Hinblick auf ihr Niveau als auch im Hinblick auf ihren Standort alle mit Arbeit versorgen kann, die auf der Suche nach Erwerbsarbeit sind. Hierzu müsste nicht nur das allgemeine Niveau der Produktionskapazität angehoben werden, sondern auch ein großer Teil dieser Anhebung auf die weniger wohlhabenden Regionen der EU ausgerichtet sein. Dies würde eine Erweiterung der Aufgaben der Europäischen Investitionsbank (EIB) oder die Schaffung einer vergleichbaren Institution erforderlich machen, damit ein hohes Kapitalstockwachstum und dessen angemessene Verteilung innerhalb der EU gewährleistet sind.

Von *Eichengreen* (1997) kam der Vorschlag, der EIB die Möglichkeit einzuräumen, Kredite außerbudgetär aufzunehmen,

men, um steuerglättende Funktionen wahrnehmen zu können. Dies würde jedoch über ihren derzeitigen Aufgabenbereich hinausgehen. Laut Artikel 198e des Maastricht-Vertrages ist es „Aufgabe der Europäischen Investitionsbank (...), zu einer ausgewogenen und reibungslosen Entwicklung des Gemeinsamen Marktes im Interesse der Gemeinschaft beizutragen; hierbei bedient sie sich des Kapitalmarktes sowie ihrer eigenen Mittel“. Es ist äußerst fraglich, ob die Aufgaben der EIB erweitert werden können, um ihr die Verantwortung für die Durchführung einer Stabilisierungspolitik zu übertragen. Die Funktion der EIB könnte jedoch darin bestehen, für eine Umverteilung zwischen den Ländern zu sorgen. Es ist insbesondere diese Aufgabe, die erweitert und verstärkt werden sollte, denn in ihrer jetzigen Form ist eine Unterstützung nur in Form von Darlehen und Bürgschaften möglich. Daher wäre des Weiteren eine Modernisierung der EIB zu empfehlen, damit diese die Tätigkeiten der EZB mit dem speziellen Ziel ergänzen kann, die Investitionstätigkeit in jenen Regionen zu stärken, in denen eine akute Arbeitslosigkeit herrscht. Somit wird eine vermehrte Investitionstätigkeit darauf abzielen, im Rahmen des Abbaus der Arbeitslosigkeit die Streuung der Arbeitslosigkeit zu verringern. Dies könnte dadurch erreicht werden, dass durch die Bereitstellung geeigneter finanzieller Mittel langfristige Investitionen gefördert werden, wann immer dies notwendig ist.

Ein alternativer Vollbeschäftigungs-, Wachstums- und Stabilitätspakt wäre mit

wesentlichen Änderungen der Operationen der EZB verbunden. Es wurden Gründe für eine Änderung der Ziele der EZB und die Berücksichtigung der monetären Einflusskanäle angeführt, wobei insbesondere den Verteilungseffekten von Zinsatzänderungen die gebührende Beachtung geschenkt werden sollte. Des Weiteren besteht die Notwendigkeit, die regulative Rolle der EZB neu zu formulieren. Diesbezüglich besteht die wichtigste Aufgabe der EZB in der Gewährleistung geordneter Bedingungen auf dem Geldmarkt. Um dies zu erreichen, sollte die EZB nicht nur die Möglichkeit erhalten, als „lender of last resort“ zu fungieren, sondern sie sollte im Rahmen ihrer neu formulierten Rolle dazu verpflichtet werden. Darüber hinaus sollte die EZB eine proaktivere Haltung bezüglich der Bankenaufsicht und -kontrolle einnehmen. Die Empfehlung zur Neuformulierung der Ziele lässt sich ohne Weiteres aus dem oben Dargelegten ableiten: Die EZB sollte den Auftrag erhalten, die Zinssätze so festzulegen, dass auch Wachstum und Vollbeschäftigung gefördert werden und nicht nur Inflation verhindert wird.

4

Zusammenfassung und Fazit

In diesem Beitrag wurden die institutionellen Dimensionen rund um die Geldpolitik in der EWU umrissen. Es wurde aufgezeigt, dass die institutionellen Regelungen unzu-

friedenstellend sind, da sie in der EWU eine Tendenz zu hoher Arbeitslosigkeit und niedriger Inflation schaffen. Ausgehend von dieser Erörterung beinhalten unsere Empfehlungen für eine Änderung der Geldpolitik folgende Elemente: Zunächst ist es unbedingt notwendig, dass die EZB durch eine modernisierte EIB ergänzt wird. Die EZB selbst sollte sich nicht nur ein Inflationsziel setzen, sondern auch Wachstums- und Beschäftigungsvariablen in ihre Ziele aufnehmen. Zweitens sind institutionelle EWU-Regelungen für eine funktionsfähige EWU-Fiskalpolitik erforderlich. Mit ihnen ist sicherzustellen, dass die wirtschaftspolitischen Entscheidungen nicht von der Geldpolitik beherrscht werden. Stattdessen sollte eine seriöse Koordination der Geld- und Fiskalpolitiken an erster Stelle stehen. Drittens begünstigen institutionelle Vereinbarungen für eine kollektive Lohn- und Preisfestsetzung eine niedrige Inflation. Viertens sollte an die EZB die Forderung gestellt werden, dass sie als „lender of last resort“ tätig wird, und sie sollte eine aktivere Rolle in der Bankenaufsicht und -kontrolle übernehmen. Die Umsetzung dieser Empfehlungen ist sowohl machbar als auch von unbedingter Wichtigkeit, wenn die EWU, und wir wagen zu behaupten, der Rest der Welt, einen hohen Beschäftigungsstand und niedrige Inflationsraten erreichen und aufrechterhalten wollen.

LITERATUR

Arestis, P./Sawyer, M. (1998): New Labour, New Monetarism, in: *Soundings* 9, S. 24–42; wieder abgedruckt in: *European Labour Forum*, S. 5–10 (1998–99)

Bank of England (1999): *Economic Models at the Bank of England*, London

Bibow, J. (2002): The Monetary Policies of the European Central Bank and the Euro's (mal-) Performance: A Stability-oriented Assessment, in: *International Review of Applied Economics* 1

Church, K.B./Mitchel, P.R./Sault, J.E./Wallis, K.F. (1997): Comparative Performance of Models of the UK Economy, in: *National Institute Economic Review* 161, S. 91–100

Duisenberg, W. (2000): ECB Press Conference, Question and Answer Session, Frankfurt am Main, 23 December

EZB (2001): Monatsbericht, Oktober

Eichengreen, B. (1997): *European Monetary Unification: Theory, Practice and Analysis*, Cambridge/Mass.

George, E. (1998): Evidence, Treasury Committee: Bank of England November Inflation Report, Minutes of Evidence, HC 379 i and ii

Monetary Policy Committee (1999): *The Transmission Mechanism of Monetary Policy*, London