

Die EZB-interne Überprüfung der geldpolitischen Strategie – eine Kritik

Andrew Watt
Ronald Janssen

Dieser Beitrag analysiert die jüngst erfolgte Evaluierung und Reform der geldpolitischen Strategie der EZB. Die von der EZB hervorgebrachten Begründungen für die erfolgten Änderungen – und die Argumente gegen weitergehende Reformen – werden analysiert und für mangelhaft befunden. Die angekündigten Veränderungen stellen zwar eine Verbesserung dar, sind aber lediglich als Schritt in die richtige Richtung aufzufassen. Weitergehende Reformen, um in Europa höheres Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum zu ermöglichen, stehen noch aus.

1

Einleitung

Am 8. Mai 2003 präsentierte *Otmar Issing*, Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank (EZB) und „geistiger Fackelträger“ des Gremiums (Financial Times), der Presse die Ergebnisse der internen Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB. Dieser Artikel beschreibt die Analysen, die die EZB zur Überprüfung ihrer Strategie angestellt hat, und die Schlussfolgerungen, die sie daraus für ihre geldpolitische Strategie gezogen hat. Es wird zugleich herausgestellt, in welchem Maße die Kritik eingeflossen ist, die externe Beobachter, insbesondere die europäische Gewerkschaftsbewegung, an der EZB geübt haben.

Das EZB-Papier beruht auf insgesamt zehn Hintergrund-Studien, die EZB-Mitarbeiter erstellt haben, um damit auf Kritik an verschiedenen Aspekten der geldpolitischen Strategie der EZB einzugehen, die aus der akademischen Landschaft und von verschiedenen Kommentatoren laut geworden war. In einem gewissen Ausmaß dienen die Studien auch dazu, das Handeln der EZB mit dem anderer Zentralbanken zu vergleichen. Neben den zehn Studien wird auch auf eine Reihe weiterer Analysen Bezug genommen.

Der Europäischen Zentralbank gebührt Anerkennung für die Transparenz, mit der sie ihre Analyse öffentlich macht. Sowohl die Presseerklärung als auch die Präsentation von *Otmar Issing* sowie alle zehn Hintergrundstudien sind – zusammen mit einem Überblick – auf der Internetseite der EZB erhältlich (www.ecb.int). Sie dienen

als Grundlage dieser kritischen Würdigung. Andererseits haben leider die unterschiedlichen Formulierungen, die in den Veröffentlichungen gebraucht werden, mitunter die Interpretation der Aussagen erschwert und zu Verwirrungen geführt.¹

2

Gegenstand der EZB-Analyse

Die EZB erachtete es nach mehr als vier Jahren geldpolitischer Praxis für an der Zeit, ihre geldpolitische Strategie, die sie erstmals im Oktober 1998 vorstellte, zu überprüfen und zu bewerten. Sie charakterisiert ihre Strategie kurz gefasst durch zwei grundlegende Elemente: die Definition von Preisstabilität zum einen, zum anderen das „Zwei-Säulen-Konzept“, das helfen soll, die Aussichten für das Erreichen der angestrebten Preisstabilität auf mittlere Sicht abzuschätzen.

– Als Ziel wurde ein Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von weniger als 2 % gegenüber dem Vorjahr definiert. Die so definierte Preisstabilität soll mittelfristig gewährleistet sein, kurzfristige Schwankungen sind also zulässig.

– Im Rahmen des „Zwei-Säulen-Konzepts“ wird der Geldmengenentwicklung eine herausragende Bedeutung zugemessen („erste Säule“). Besondere Beachtung erfährt das Wachstum der Geldmenge M3: Es wird verglichen mit einem Referenzwert, der mit nicht-inflationärem mittelfristigen Wirtschaftswachstum kompatibel erachtet wird. Diese Beobachtung wird als

zuverlässiger Indikator für mittel- und langfristige Preisentwicklungen angesehen. Die „zweite Säule“ versucht, inflationäre Tendenzen über die kurze bis mittlere Frist vorher zu sagen, indem kurz- bis mittelfristige realwirtschaftliche Entwicklungen wie Löhne, Rohstoffpreise und Wechselkurse, Kapitalkosten, Wohlstandsniveau, Auslandsnachfrage, fiskalpolitische Entwicklungen und Finanzierungsbedingungen und -kosten analysiert werden.

Hier ist als erster Punkt kritisch anzumerken, dass über diesen Katalog hinaus gehende Aspekte der geldpolitischen Strategie der EZB bei der internen Überprüfung nicht überdacht wurden. Die Überprüfung beschränkt sich auf das der EZB erteilte

¹ Soweit nicht anders angegeben, sind Zitate eigene Übersetzungen aus der Dokumentation über die vorgenommene Überprüfung der geldpolitischen Strategie. Diese ist auf der Web-Site der EZB erhältlich: <http://www.ecb.int/>.

Andrew Watt, Wissenschaftlicher Mitarbeiter am European Trade Union Institute (ETUI), Arbeitsschwerpunkte: Beschäftigungspolitik im europäischen Kontext; Europäische Beschäftigungsstrategie, Koordinierung der Wirtschaftspolitik in der EWU.
e-mail: AWATT@ETUC.ORG

Ronald Janssen, Wissenschaftlicher Mitarbeiter am European Trade Union Institute (ETUI), Arbeitsschwerpunkte: Europäische Makro-Koordinierung, Tarifpolitik, Makro Dialog.
e-mail: rjanssen@ETUC.ORG

Mandat, Preisstabilität zu wahren, und auf einige Überlegungen zum „Zwei-Säulen-Konzept“. So unternimmt die Überprüfung keinen Versuch, die Neben-Ziele der EZB zu spezifizieren, die der EU-Vertrag vorsieht – wörtlich „die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft zu unterstützen“. Dies unterblieb, obwohl weiterhin Kritik an der vagen Formulierung im Vertragstext geübt wurde und/oder daran, dass die EZB diese Formulierung nicht konkretisierte. Ebenso wenig berücksichtigt die Überprüfung die Interaktion zwischen der Geldpolitik und anderen Politikfeldern – insbesondere der Fiskal- und Lohnpolitik. Diese hatten viele Kommentatoren als im Euro-Raum suboptimal gelöst kritisiert.

Kurz gefasst: Sicherlich ist eine derart begrenzte Überprüfung in sich legitim. Dennoch muss man sich vor Augen führen, dass viele wichtige, kontroverse Themen unberücksichtigt blieben. Dies ist insbesondere Besorgnis erregend, weil *Issing* erkennen ließ, dass eine weitere Überprüfung der Strategie in seiner Amtszeit nicht zu erwarten sei. Auf eine erneute Überprüfung wäre damit noch mindestens drei Jahre zu warten.

Der folgende Abschnitt (3) beschreibt die Veränderungen in den beiden Themenfeldern „Preisstabilität“ und „Zwei-Säulen-Konzept“ und unternimmt eine Bewertung. Es schließt sich die Beschreibung und Kritik der konkreten Analyse der EZB und der Begründungen der Bank für die beschlossenen Veränderungen in Abschnitt (4) an.

3 Entscheidungen der EZB zur geldpolitischen Strategie

Die EZB zieht aus ihrer Analyse die folgenden Schlussfolgerungen bezüglich der Definition von Preisstabilität und ihrer geldpolitischen Strategie:

– Die EZB bestätigt ihr bekanntes Ziel, die Inflationsrate unter 2 % zu halten. Zugleich präziserte sie allerdings, es gelte, die Rate „nahe“ 2 % zu halten, wiederum „auf mittlere Sicht“. Drei Argumente wurden als Begründung angeführt: Erstens solle eine Sicherheitsmarge bereit gehalten werden zum Schutz vor Deflationsrisiken, zweitens

sollten eventuelle Messfehler des HVPI und Inflationsunterschiede innerhalb des Euro-Raumes aufgefangen werden können.

– Am „Zwei-Säulen-Konzept“ wird festgehalten; allerdings soll bei der Erläuterung von Leitzinsentscheidungen künftig zuerst die realwirtschaftliche Säule und erst danach die monetäre Säule präsentiert werden – anstatt anders herum, wie es bislang praktiziert wurde. Die EZB betont, die monetäre Säule diene in erster Linie dazu, die kurz- bis mittelfristigen Hinweise aus der realwirtschaftlichen Analyse aus der mittel- bis langfristigen Sicht der monetären Analyse zu überprüfen. Des Weiteren soll der Referenzwert für das Wachstum der Geldmenge M3 nicht mehr im Jahresrhythmus überprüft werden.

Bevor *en detail* auf die Analyse eingegangen wird, auf der die obigen Folgerungen beruhen, lässt sich generell feststellen: Die Formulierung des Ziels von „nahe 2 %“, die in der Presse-Erklärung bekannt gegeben wurde, ist keineswegs eindeutiger als die von „unterhalb 2 %“. Im Gegenteil, sie ist durchaus geeignet, noch mehr Verwirrung zu stiften. Die Äußerungen von *Issing* in der Pressekonferenz lassen darauf schließen, dass mit der neuen Zielformulierung nicht – wie man bei wortgetreuer Lesart durchaus vermuten könnte – eine Veränderung des HVPI knapp ober- oder unterhalb 2 % gemeint ist. Vielmehr strebt die EZB an, dass „Inflationserwartungen in einer schmalen Bandbreite zwischen etwa 1,7 und 1,9 %“² gehalten werden können. Die gebräuchlichere Formulierung für diese Herangehensweise wäre sicherlich „gerade unter 2 %“. In der Folge verwendete EZB-Vizepräsident *Lucas Papademos* die Formulierung „nahe an 2 % von unten“. Auch die Formulierungen in den Monatsberichten der EZB seither sprechen für die eben nicht wortgenaue Interpretation. In jedem Fall lässt sich wohl ausschließen, dass die neue Formulierung einen symmetrischen Zielkorridor um einen Mittelwert von 2 % meint. Dies hätte ein signifikantes – und aus der Sicht vieler Beobachter wünschenswertes – Abweichen der EZB von ihrer selbst gesetzten Definition der Preisstabilität bedeutet.

Unklar ist, welches Gewicht der Betonung zugemessen werden kann, die *Issing* auf Inflationserwartungen legte: Die offizielle Presseerklärung verwendet ihn nicht.³ Darf die Formulierung lediglich als andere Ausdrucksweise für „über die mittlere

Frist“ verstanden werden? Schließlich veröffentlicht die EZB regelmäßig Beobachtungen von Erwartungen über verschiedene Zeiträume. Empirisch ist erwiesen, dass die langfristigen Inflationserwartungen sich seit dem Start der Europäischen Währungsunion (EWU) in einem schmalen Band zwischen 1,7 % und 1,9 % bewegt haben – mit anderen Worten „knapp unterhalb von 2 %“. Diese Stabilität der Inflationserwartungen ging aber einher mit einer tatsächlichen Inflation, die zwischen 0,6 % (im Jahr 1999) und 3 % (in 2001/2002) schwankte.

Natürlich ist es richtig, dass Zentralbanken eine vorausschauende Geldpolitik betreiben müssen. Dennoch haben Gewerkschaften und andere wiederholt und zu Recht betont, dass es – insbesondere angesichts der Zeitverzögerung bei der Anpassung von Erwartungen an sinkende Inflationsraten – gefährlich ist anzunehmen, dass bei stabilen langfristigen Erwartungen keine Deflationsgefahr besteht. Dieser Aspekt wird im folgenden Abschnitt näher erläutert.

Issing hat zwar frühere Stellungnahmen bestätigt, dass es die EZB auch beunruhigen sollte, wenn die Inflationsrate dauerhaft unter 1 % fiel. Eine ausdrückliche Untergrenze für die Inflationsrate wurde allerdings nicht gesetzt. Es hat den Anschein, dass eine niedrige Inflation bzw. eine Deflation erst dann ein Problem darstellt, wenn durch sie die Inflationserwartungen sinken und damit in der Folge auch die Inflationsraten über einen mittleren Zeithorizont.

Die Veränderungen des von der EZB bekannt gegebenen Inflationsziels laufen

² „Nahe bei 2 % ist keine Veränderung sondern vielmehr eine Präzisierung dessen, was wir bislang unternommen und erreicht haben, nämlich dass Inflationserwartungen in einem schmalen Band zwischen 1,7 % und 1,9 % gehalten werden konnten – und das streben wir auch mit unserer langfristig vorausschauenden Geldpolitik an.“ (*Issing* in der genannten EZB Pressekonferenz)

³ Es finden sich allerdings Hinweise, die darauf schließen lassen, dass die EZB größeres Gewicht auf Erwartungen zu legen wünscht. Jüngste Stellungnahmen auf technischer Ebene von EZB-Repräsentanten im Rahmen des Makroökonomischen Dialogs deuten ebenso darauf hin wie eine Bewertung der EZB-Politik durch die Belgische Nationalbank, die ausdrücklich die Verwendung langfristiger Inflationserwartungen als Benchmark befürwortet.

somit darauf hinaus, die Formulierungen der tatsächlichen Praxis anzupassen. Es gibt wenig Grund zu der Annahme, dass die Revision des Ziels tatsächliche Veränderungen der Geldpolitik gegenüber der vormals verfolgten geldpolitischen Strategie bedeuten.

Auch bezüglich des „Zwei-Säulen-Konzepts“ wurden lediglich ähnlich pragmatische Anpassungen an die Wirklichkeit vorgenommen. Wiewohl schmerzlich bemüht, die Kontinuität ihrer Politik zu betonen, hat die EZB die monetäre Säule gegenüber realwirtschaftlich fundierten Inflationsprognosen deutlich degradiert, insbesondere wenn man die Veränderungen vor dem Hintergrund des offiziellen Dogmas der EZB betrachtet, monetären Argumenten „eine herausragende Rolle“ zuzumessen. Es wird nicht nur die realwirtschaftliche, ursprünglich „zweite“ Säule künftig als „erste“ fungieren; es wird zusätzlich hervorgehoben, dass die Indikatorfunktion der monetären Säule lediglich als langfristig tragfähig angesehen wird. Monetäre Trends sind nicht länger herausgehoben, sie dienen nurmehr zu Kontrollzwecken. Auch hier ist dennoch keine Veränderung der tatsächlichen geldpolitischen Praxis der EZB zu erwarten: Die Bank hatte sich schon zuvor mehrfach gezwungen gesehen, die offensichtlich verfälschten Signale zu ignorieren, die die Geldmengen-Zahlen lieferten.⁴

Auch das Festhalten an der monetären Säule zu Kontrollzwecken scheint bloß eine Art Beruhigungspille für die von der Bundesbank beeinflussten Traditionalisten innerhalb der EZB gedacht zu sein. Schließlich lässt es sich gut auf einem langfristigen Zusammenhang beharren, aber – bekanntermaßen – sind wir langfristig alle tot (*Keynes*). Präziser: Wenn die Langfristigkeit des Zusammenhangs in diesem Fall jene 12 bis 15 Monate überschreitet, in denen Zinsveränderungen Preisentwicklungen beeinflussen, dann ist sie als geldpolitischer Indikator wertlos. In der Tat hat ein dauerhaft über den Vorgaben aus der monetären Säule liegendes Geldmengenwachstum die Bank schon länger in Verlegenheit gebracht: Wiederholt hat sie Portfolio-Verschiebungen zwischen verschiedenen Geldmengenaggregaten bemühen müssen, um dauerhafte Divergenzen zwischen monetären und Preistrends zu erklären.

Die Degradierung der monetären Säule zu einem mittelfristig gültigen Kontroll-

instrument ist ein Schritt in die richtige Richtung. Doch die offensichtlichste Lösung, die wohl auch fast jeder außerhalb der Bank vorgezogen hätte, wurde nicht verwirklicht: Monetäre Trends als eine Variable neben anderen innerhalb einer umfassenden Inflationsprognose – und als eine hierbei nicht einmal besonders nützliche – zu betrachten.

Darüber hinaus bleiben einige Risiken bestehen: Die Bank wird die monetäre Säule weiterhin verwenden, um zu kontrollieren, ob mittelfristige Entwicklungen eine Bedrohung für die Preisstabilität darstellen. In diesem Zusammenhang bleiben auch in Zukunft Begriffe wie der eines „Geldüberhangs“ oder einer „Überschuss-Liquidität“ (bezogen auf Geldmengenwachstum oberhalb des Referenzwertes über mehrere Jahre) im Katalog der EZB; sie könnten benutzt werden, um restriktive geldpolitische Entscheidungen zu rechtfertigen.⁵

4

Analytische Basis der Entscheidungen

Dieser Abschnitt betrachtet detailliert die technischen Argumente der EZB, mit denen sie die oben beschriebenen Veränderungen begründet und weiterreichende Schritte abgelehnt hat.

4.1 DEFINITION DER PREISSTABILITÄT

Die EZB geht in ihren Analysen speziell auf drei Kritikpunkte ein, die an ihrer Definition von Preisstabilität geübt wurden:

(1) Die Definition solle nicht auf eine allumfassende Inflationsrate, sondern vielmehr auf eine Kern-Inflation abstellen.

(2) Das Ziel von 2 % sei zu niedrig, insbesondere, weil

- positive Messfehler das Ergebnis verfälschen können,
- nominale Preisrigiditäten nach unten bestehen,
- differierende Inflationsraten bedeuten, dass manche Regionen durch Deflation das Überschreiten des Inflationszieles in anderen Regionen kompensieren müssen, und

– das Band unterhalb des Zielwertes zu klein sei, um eine eventuelle Deflation zu bekämpfen, da der Nominalzins nicht unter Null sinken kann.

(3) Die Formulierung der Preisstabilität sei zu unpräzise und asymmetrisch.

Als Erstes ist festzuhalten, dass diese Punkte tatsächlich in der öffentlichen Diskussion kritisiert werden, nicht zuletzt von Gewerkschafts-Vertretern in ihren diversen Eingaben an Entscheidungsträger und in ihren Treffen mit der EZB (und anderen Akteuren) im Rahmen des „Makroökonomischen Dialoges“. Die Bank hört, auch wenn sie nicht zuhört (*Duisenberg*). Im Folgenden sollen die Punkte einzeln erörtert werden.

4.1.1 KERN-INFLATION

Die EZB lehnt es ab, den Fokus ihres Interesses auf eine Kern-Inflation zu verlagern. Als Hauptgrund nennt sie den fehlenden Konsens darüber, welche Elemente in die Berechnung einer solchen Inflationsrate eingehen sollten. Sie akzeptiert nicht die Kritik, dass der HVPI (Headline-Inflation) ein zu großes Gewicht auf die kurzfristige Entwicklung der Preise legt. Gleichzeitig gesteht sie aber die Notwendigkeit zu, „weiterhin Teilindizes des HVPI wie auch Messgrößen der „Kerninflation“ als Indikatorvariable zu beachten.“

Hier steht die Argumentation der EZB auf tönernen Füßen: Die Bank selbst diskutiert in den EZB-Monatsberichten regelmäßig diverse Preisindizes, die die Kern-Inflation darstellen. Zudem ist die Methode überschüssige Volatilität aus Preisindizes herauszurechnen, indem die Preise für Energie und verderbliche Nahrungsmittel nicht berücksichtigt werden, weithin anerkannt. Die US-Notenbank Federal

⁴ Für aktuelle Nachweise hierfür vgl. den Gewerkschafts-Newsletter „Monitoring the ECB“, online zu finden unter www.etuc.org/etui/publications.

⁵ Inzwischen hat *Issing* eben jenes Argument verwendet, um den Boden für künftige Zinsanhebungen zu bereiten, und zwar genau an dem Tag, an dem die Europäische Kommission das Vertrauen von Investoren und Verbrauchern zu stärken versuchte, indem sie eine Wachstumsinitiative mit Investitionen vornehmlich in Infrastrukturprojekte und Humankapitalbildung vom Stapel laufen ließ (*Financial Times*, 2. Oktober 2003).

Reserve konzentriert sich auf die „Kerninflation der Verbraucherpreise“.⁶

Es gibt also starke Argumente, der – so definierten – Kern-Inflation bei der Diskussion um Inflationsaussichten ein stärkeres Gewicht zuzumessen. In einem Bericht über Messungen unterliegender Inflation in ihrem Monatsbericht Juli 2001 stellte die EZB selbst zusammenfassend fest, dass „sie [Messungen der unterliegenden Inflation] durch das Unterstreichen der vorübergehenden Natur gewisser inflationärer Schocks dazu beitragen könnten, das öffentliche Interesse auf mittelfristige Preisentwicklungen zu lenken“. Allerdings gilt es weniger die öffentliche, als vielmehr die Aufmerksamkeit der EZB selbst entsprechend auszurichten: Ihre eigene Analyse in dieser Diskussion (S. 58) zeigt, dass zwar die Inflation gemessen am HVPI Ende 1999 und in 2000 stark angezogen hat (mit einem Rekordhoch von 3%), allerdings *nicht eines* der Maße für die unterliegende Inflation über den Grenzwert von 2% stieg. Dies schwächt deutlich das Argument, es gebe kein konsensfähiges Maß für die Kern-Inflation.

Hätte die EZB die Entwicklungen der unterliegenden Inflation beachtet, wären Europas Wirtschaft womöglich die Zinssteigerungen erspart geblieben, die diese Periode kennzeichneten. Würde die EZB in der gegenwärtigen konjunkturellen Situation der Kerninflation (die seit Mitte 2001 spektakulär gefallen ist) mehr Aufmerksamkeit schenken, würde sie schließen müssen, dass Inflationsgefahren vollständig verschwunden sind und reichlich Spielraum vorhanden ist, um die Zinsen zu senken und weiteren Inflationsrückgängen vorzubeugen.

4.1.2 ZWEI PROZENT EIN ZU NIEDRIGES ZIEL

Die EZB akzeptiert grundsätzlich das Argument, die Zentralbank solle geringe positive Inflationsraten tolerieren. Hier sei allerdings eine Abwägung mit den realen Kosten, die selbst geringe Inflationsraten bewirken, nötig. Nach Meinung der EZB sind – nach eben dieser Abwägung – zwei Prozent Preisanstieg nicht zu gering bemessen. Gehen wir die vier entsprechenden Argumente einzeln durch:

(1) Die EZB akzeptiert, dass Messfehler den HVPI verfälschen können.⁷ Sie besteht aber darauf, dass „laufende Verbesserun-

gen“ des Index zu kleinen und immer geringeren Messfehlern führen bzw. führen werden. Dabei ist die Messung von Preisanstiegen eine komplizierte Angelegenheit. Außerhalb von Zentralbanken ist es durchaus nicht allgemein anerkannt, dass die Kosten von Inflation – immer vorausgesetzt, sie ist vergleichsweise niedrig und vor allem stabil – so hoch sind, dass andere, womöglich konfligierende, Ziele immer zurückgestellt werden müssten. Die EZB hat bislang nicht einmal nachgewiesen, dass die Kosten einer stabilen Inflation von beispielsweise 3% substanziell höher sind als jene bei ihrem Zielwert von unterhalb 2%. Die EZB konstatiert lediglich, dass „die jüngsten Studien darauf hindeuten, dass selbst moderate Inflationsraten signifikante Kosten verursachen könnten.“ Diese Studien basieren allerdings auf mikroökonomischen Untersuchungen. Andere Studien haben unter Verwendung einer makroökonomischen Herangehensweise festgestellt, dass es keinen Beweis dafür gibt, dass hohe Inflationsraten, selbst wenn sie die Höhe von 5% erreichen, das Wirtschaftswachstum negativ beeinflussen. Wenn also, wie die Ausführungen unter den übrigen drei Punkten in diesem Abschnitt nahe legen, leicht höhere Inflationsraten positive Wohlfahrtseffekte mit sich bringen können, dann muss eine Zentralbank überzeugende Gründe dafür liefern, dass ein strenges Kontrollieren der Inflation notwendig ist. Auch bei dieser Gelegenheit ist die EZB dieses schuldig geblieben.

(2) Ähnlich ihrer Position zum Thema Messfehler argumentiert die EZB bezüglich der Rigidität nominaler Preise: Zwar akzeptiert sie grundsätzlich, dass, wenn nominale Preise nach unten rigide sind, Inflationsraten in einer gewissen Höhe einer Volkswirtschaft helfen können, auf reale Schocks zu reagieren, indem sie ein Absinken der Reallöhne ermöglichen. Den empirischen Nachweis solcher Preisrigiditäten hält die EZB aber für schwach; sie argumentiert vielmehr, dass bei dauerhaft niedriger Inflation gegebenenfalls bestehende Rigiditäten verschwinden würden. Darüber hinaus stünde über wachsende Produktivität (und damit sinkende Lohnstückkosten) ein alternativer Anpassungsmechanismus zur Verfügung. Überhaupt sollten derartige Rigiditäten nicht über die Geldpolitik abgefangen, sondern vielmehr durch strukturelle Reformen beseitigt wer-

den. Insgesamt weigert sich die EZB, bestehende Preisrigiditäten bei der Definition des Inflationsziels zu berücksichtigen.

Hier begeht die EZB einen weit verbreiteten Fehler: Sie verwechselt das neoklassische Modell mit der Wirklichkeit! Die Argumentation geht dabei wie folgt: „Wenn sämtliche Märkte tatsächlich vollkommen wären, hätten wir dieses Problem nicht – also lasst uns die realen Märkte vollkommen machen.“ Damit ignoriert die EZB die gesamte Debatte in der Arbeitsmarkttheorie um die besondere Natur von Beschäftigungsverträgen – als Stichworte seien genannt: implizite Verträge, der Fairness-Gedanke, das Interesse beider Seiten an vorhersagbaren, stabilen nominalen Ergebnissen etc.. Die EZB wünscht sich solche Aspekte einfach aus der Welt. Wenn diese Elemente aber naturgemäß zu Arbeitsmärkten gehören – wie es die Forschung (und der gesunde Menschenverstand) nahe legen –, dann ist wohl jeder schlecht beraten, der sie ignoriert und einfach fordert, dass der Arbeitsmarkt sich gefälligst nach Lehrbuchmanier verhalten soll.

Darüber hinaus würde das Verschwinden der beschriebenen Rigiditäten (die in sich eines der Grundelemente des „sozialen Europa“ darstellen und somit eigentlich von der EZB zu unterstützen wären) deflationären Tendenzen die Tür öffnen. Gegenwärtig verhindern Arbeitsmarktinstitutionen fallende Nominallöhne, sie helfen somit, angesichts disinflationärer Entwicklungen einen Boden einzuziehen. Zwar können Preise fallen, aber nominal stabile Löhne und schrumpfende Profite halten Firmen davon ab, ihre Preise immer nur weiter zu senken. Im Gegensatz dazu könnten fallende Nominallöhne deflationäre Tendenzen ausufern lassen und damit das

⁶ Beispielsweise stellt die Federal Reserve im jüngsten Protokoll ihres Offenmarkt-Ausschusses (FOMC) fest, „der Anstieg der Verbraucherpreise, gemessen mittels des Kern-Verbraucherpreisindex“, hat sich im vergangenen Jahr verlangsamt, aber steile Zuwächse bei den Energiepreisen haben die Gesamtinflation aufgeheizt.“ Diese Schwerpunktsetzung unterscheidet sich deutlich von jener der EZB, die sich auf die Gesamtinflation stützt und dann einige Korrekturen durch die Kern-Inflationsrate zulässt.

⁷ Diese können beispielsweise aus der Schwierigkeit herrühren, Verbesserungen in der Qualität von Produkten über die Messperiode angemessen zu berücksichtigen.

geldpolitische Problem der Liquiditätsfalle (s. unten) verschärfen.

Das Argument steigender Produktivität ist in sich schlüssig. Lohnstückkosten können auch bei konstanten Nominallöhnen fallen. Fraglich ist allerdings, ob Produktivitätswachstum als Anpassungsmechanismus ausreicht – insbesondere bei sich verschlechternder Konjunktur (wenn das Produktivitätswachstum selbst zurück geht und sogar negativ werden kann).

Die Simulationen, die die EZB in ihrer Hintergrundstudie vorstellt, gehen davon aus, dass nominale Lohnrigiditäten bei einer Inflationsrate von 1 % nur minimale Verzerrungen bewirken – der gesamtwirtschaftliche Output bliebe nur 0,2 % unter dem Output-Potenzial zurück. Dem gegenüber stehen Studien, die für die USA angestellt wurden: Sie stellten massive Anstiege in der gleichgewichtigen Arbeitslosigkeit fest, wenn die Inflation mit restriktiven Maßnahmen unter 3 % gedrückt wird. *Brainard/Perry* (2000) weisen nach, dass 1 % Inflation einen Anstieg der gleichgewichtigen Arbeitslosigkeit von 5,9 % auf 6,6 % bewirkt. Die gleichgewichtige Arbeitslosigkeit steigt bis auf 7,6 %, wenn die Inflationsrate auf Null gedrückt wird. „Geringfügige“ Deflation von 1 % lässt in diesem Modell die Arbeitslosenquote auf bis zu 10 % steigen. Dies sind keine unbedeutenden Abweichungen mehr, dies sind massive Beschäftigungs- und gesamtwirtschaftliche Verluste. Schon in einer Volkswirtschaft, in der soziale und sonstige Absicherung von Arbeitnehmern nahezu fehlt, lässt eine unter 1,5 % fallende Inflationsrate die Arbeitslosenquote drastisch steigen. Es lässt sich logisch folgern, dass im Euro-Raum, wo Arbeitnehmer weit stärker geschützt sind, ein Inflationsziel von unter 2 % noch stärker auf die Arbeitslosenzahlen wirkt.

Allgemeiner gesprochen: Es gilt die Konsequenzen zu berücksichtigen, die die rigide Befolgung von überaus niedrigen Inflationszielen für den Euro-Raum bedeutet, dessen Arbeitslosenquote noch immer bei fast 9 % liegt. Ein niedrig angesetztes Inflationsziel hält die EZB davon ab, sich an einer Strategie zur Senkung der Arbeitslosigkeit zu versuchen, die man als „Austesten der Grenzen“ bezeichnen könnte. Letzteres war offenbar eines der zentralen Merkmale der Herangehensweise der US Federal Reserve: Sie setzte ihre Niedrigzinspolitik fort, obwohl die Arbeitslosigkeit unter die Rate gefallen war, die die meisten Volkswirte für

mit der NAIRU (Non-Accelerating-Rate-of-Unemployment, jene Arbeitslosenrate, ab der die Inflationsrate zu steigen beginnt) vereinbar hielten.

Man kann argumentieren, dass das Anziehen der Inflation, das durch das Absinken der Arbeitslosenquote unter das als „strukturelle“ Arbeitslosigkeit anerkannte Niveau ausgelöst wird, nur vorübergehend ist. Es wird verschwinden, sobald die Unternehmen neue Kapazitäten zu schaffen beginnen, um auf die steigende Nachfrage zu reagieren, oder sobald sie vermehrt in Training investieren, um unbeschäftigte Arbeitskräfte an neue Technologien heran zu führen. So gesehen wäre ein vorübergehendes Anziehen der Inflation „Schmierstoff“ für den Konjunkturmotor. Wenn eine Zentralbank allerdings entschlossen ist, die Inflationsrate unter 2 % zu halten und deshalb jedes Mal die geldpolitischen Zügel anzieht, sobald das Limit in Gefahr gerät, dann droht die entsprechende Volkswirtschaft in einem Gleichgewicht mit niedriger Inflation und hoher Arbeitslosigkeit stecken zu bleiben.

(3) Die EZB stellt sich auf den Standpunkt, Inflationsdifferenziale innerhalb eines Währungsraumes seien normal und (häufig) heilsam, indem sie durch fallende Preise die Wettbewerbsfähigkeit eines Mitgliedsstaats oder einer Region wieder erstarren lassen. Wo überdurchschnittliche Inflation die Wettbewerbsfähigkeit gefährdet, seien nationale Lösungen (vor allem durch Lohn- oder Fiskalpolitik) angebracht. Geldpolitik habe den gesamten Währungsraum zu berücksichtigen und könne somit auf Inflationsdifferenziale keine Rücksicht nehmen.

Auch hier ist die Argumentation der EZB zwar in sich selbst weitgehend schlüssig. Einer Reihe unangenehmer Fragen weicht sie aber aus: Als erstes ist zu nennen, dass für gewöhnlich auf einen konjunkturellen Rückgang – beispielsweise in Deutschland – „national“ mit einer expansiven Fiskalpolitik reagiert werden würde. Doch was, wenn diese Option durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt versperrt ist? Die EZB macht es sich zu einfach, wenn sie auf andere Akteure verweist, obwohl denen bekanntermaßen die Hände gebunden sind. Dazu kommt, dass die meisten Euro-Länder mit hohen Inflationsraten eben nicht durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt zu niedrigeren Staatsausgaben gezwungen werden, weil das mit der Inflation ver-

bundene kräftigere Wachstum vergleichsweise niedrige Haushaltsdefizite oder sogar Überschüsse mit sich bringt.⁸

Ein weiterer denkbarer Anpassungsmechanismus ist eine durch sinkende Löhne ausgelöste Disinflation. Dieser Mechanismus funktioniert aber nur zuverlässig und schnell in kleinen, offenen Volkswirtschaften, in denen die Exportnachfrage einen bedeutenden Teil des Gesamt-Outputs aufnimmt. Für Deutschland beispielsweise gilt dies nicht. Hier würde eine lohninduzierte Disinflation sowohl die Preise als auch die Binnennachfrage sinken lassen – exakt dieses Muster charakterisierte in den vergangenen Jahren die wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands. Hier droht genau jene Deflationsspirale in einem einzelnen Euro-Land, die die EZB – ohne weitere Erklärung – zu einem „unwahrscheinlichen Fall“ erklärt. Zwar mag Deutschland derzeit außerordentlich niedrige Inflationsraten und Lohnsteigerungen „genießen“, die die Wettbewerbsfähigkeit steigern. Zugleich bedeutet dies aber, dass die Realzinsen in Deutschland über denen anderer Euro-Mitgliedsstaaten liegen und damit die Schuldenlast in der deutschen Volkswirtschaft real wächst.

Obwohl die EZB den Durchschnitt des Euro-Raumes zu Recht ins Zentrum ihrer Betrachtungen stellt, vernachlässigt sie damit die Tatsache, dass eine der tragenden Volkswirtschaften des Euro-Raumes, sollte sie in Deflation und Depression abrutschen, sehr wahrscheinlich den Rest der Euro-Zone mit sich ziehen wird. Wenn die EZB eine Deflation im Durchschnitt des gesamten Euro-Raumes rechtzeitig verhindern will (wie es, angesichts der zeitlichen Verzögerung, mit der geldpolitische Maßnahmen wirken, ihr Ziel sein sollte), dann sollte eine sich abzeichnende Deflation in Deutschland nicht herunter gespielt werden, sondern vielmehr eine der wichtigsten Sorgen der EZB sein.

Es sprechen somit gewichtige Argumente für ein höheres Inflationsziel: Es würde Anpassungen in den regionalen relativen Preisen ermöglichen, ohne dass die Probleme

⁸ Vgl. den jüngsten der halbjährlichen Gewerkschaftsberichte über die EZB für eine vollständige Erörterung dieses Paradoxons. Der Bericht ist erhältlich unter www.etuc.org/etui/publications.

auftreten, die oben bezüglich der Preis- und Lohnrigiditäten skizziert wurden.⁹

(4) Zumindest bei der Frage nach der Möglichkeit einer Deflation im gesamten Euro-Raum und dem Problem, dass Zinssätze nominal nicht unter Null sinken können („Zero-Bound“),¹⁰ ist die EZB in Maßen auf Diskussionen um Inflationsgefahren in den Vereinigten Staaten eingegangen. Sie erkennt an, dass Deflation ähnliche Kosten verursacht wie Inflation und zusätzliche Gefahren mit sich bringt – etwa den ansteigenden realen Wert von Schulden und den Anreiz für Verbraucher, Kaufentscheidungen angesichts fallender Preise aufzuschieben. Allerdings verbannt die EZB diese Erkenntnisse in eine Fußnote! Zudem zitiert die EZB eine Reihe von Studien, die diese Risiken für den Fall gering halten, dass das „Inflationsziel einer Zentralbank über ein Prozent angelegt ist“. Sie bezieht sich damit auf eine Inflationsuntergrenze von einem Prozent, wie sie andere Zentralbanken verfolgen. Außerdem, argumentiert die EZB, seien „selbst bei Nominalzinsen von Null vielfältige geldpolitische Aktionen möglich“.

Überraschenderweise kommt selbst die Studie, auf die die EZB sich beruft, zu dem Ergebnis, dass ein Inflationsziel von zwei Prozent mit einer Wahrscheinlichkeit zwischen 2 und 17 % in eine Situation führt, in der Geldpolitik nicht mehr wirksam werden kann. Dies legt den Schluss nahe, dass Inflationsziele mit einem Prozent als Untergrenze nicht angebracht sind.

Grundsätzlich ist es zwar zu begrüßen, dass die EZB die spezifischen Gefahren einer Deflation erkannt hat. Auf den Fall Japan allerdings geht sie gar nicht ein. Auch scheint sie deutlich weniger besorgt zu sein als die US Federal Reserve, die Deflationsrisiken – zuletzt in der Sitzung ihres Offenmarkt-Ausschusses am 6. Mai 2003 – ausdrücklich anerkannt hat und „unorthodoxe“ Lösungen des „Zero-Bound“-Problems diskutiert hat. Die EZB weist lediglich auf solche Maßnahmen hin, an einer (öffentlichen) Diskussion darüber beteiligt sie sich aber nicht. Insbesondere angesichts der Vorschrift aus dem EU-Vertrag, dass die EZB keine Staatsschuld-papiere ankaufen darf (Verbot der monetären Finanzierung staatlicher Verschuldung) darf die Durchführbarkeit solcher unorthodoxen Strategien bezweifelt werden. Zumindest hätte eine umfangreichere Diskussion geholfen, diesbezügliche Befürch-

tungen zu zerstreuen. Noch besser wäre es allerdings, wenn die EZB eine größere Sicherheitsmarge vorsehen würde.

Dieser Teil der Analyse war sicherlich der wichtigste Faktor, der die EZB veranlasst hat, ihre Formulierung des Inflationsziels anzupassen. Immer noch ist der Rahmen, innerhalb dessen die EZB manövrieren kann, aber ziemlich begrenzt – insbesondere angesichts der Volatilität von Preisindizes. Hätte die EZB ihre eigene Analyse ernster genommen, hätte sie mit Sicherheit zu dem Schluss kommen müssen, dass es der formalen Ankündigung bedurft hätte, eine Inflationsrate unter einem Prozent sei nicht wünschenswert und womöglich gefährlich. Dies hätte ausdrücklich Eingang finden müssen in die Zielformulierung der EZB.

4.1.3 FORMULIERUNG DER PREISSTABILITÄT ZU UNPRÄZISE UND ZU ASYMMETRISCH

Die Frage der Form, in der das Ziel der Preisstabilität ausgedrückt wird, ist bereits angeschnitten worden. Nur kurz und oberflächlich bespricht die EZB die Vorteile eines Inflationsbandes oder eines zentralen Zielwertes mit einem Schwankungsrahmen auf beiden Seiten. Sie fasst zusammen, dass es „nicht den einen Weg gibt, stabile Inflationserwartungen zu erreichen“. Das ist sicher richtig.

Bemerkenswert ist es aber doch, dass *alle* Zentralbanken, die die EZB in der vorhergehenden Besprechung einer Untergrenze des Inflationsziels (vgl. Fußnote 31 des „Überblickartikels“) anführt, ohne Ausnahme mit einem Zielwert als Mitte eines Schwankungsintervalls arbeiten statt mit einer Obergrenze. Bei allen angeführten Zentralbanken liegt der Zielwert zudem bei 2 % oder höher. Die Zentralbanken Japans und der Vereinigten Staaten arbeiten völlig ohne quantifiziertes Inflationsziel. Die Debatte über „Schwankungsintervall oder präzises Ziel“ ist ohnehin ein Scheingefecht: Es macht keinen Unterschied, ob eine Zentralbank anstrebt, die Inflation zwischen 1 % und 3 % zu halten, oder ob sie ein präzises Ziel von 2 % verfolgt und einen Schwankungsrahmen von +/- 1 % vorsieht! Entscheidend ist, ob das Inflationsziel mit jener Inflationsrate übereinstimmt, die kräftiges und nachhaltiges Wirtschaftswachstum ermöglicht, und ob es genügend Raum zur Absicherung gegen die Risiken einer Deflation lässt. Für die

Eurozone gilt es bei der Zielsetzung zu bedenken: Die Euro-Länder sind hinsichtlich ihrer Konjunkturzyklen noch sehr heterogen. Produktionsfaktoren – insbesondere Arbeit – sind vergleichsweise wenig mobil. Beides zusammen spricht deutlich nicht nur für einen symmetrischen Schwankungsrahmen, sondern auch für ein Inflationsziel größer als 2 %.

Wie schon in unseren Kommentaren zur neuen geldpolitischen Strategie (Abschnitt 2) angedeutet, drängt sich die Frage auf, ob die EZB künftig langfristige Inflationserwartungen als Maßstab für ihre geldpolitischen Entscheidungen verwenden wird. Anlass hierzu geben zum einen die Verwirrung rund um die Neuformulierung des Ziels der Preisstabilität und zum zweiten die Art und Weise, in der *Issing* und andere Quellen in der EZB mitunter die Bedeutung von Inflationserwartungen über einen Zeitraum von zehn Jahren betont haben. Sollten Inflationserwartungen künftig stärker als Maßstab dienen, läuft die EZB Gefahr, deflationäre Phasen nicht rechtzeitig zu erkennen. Schließlich passen sich Erwartungen nur mit großen Verzögerungen an, sehr wahrscheinlich erst, wenn eine Deflation schon eingetreten ist. Zusammen mit der großen zeitlichen Verzögerung, mit der geldpolitische Maßnahmen greifen, besteht die Gefahr, dass die EZB Deflationen erst identifizieren kann, wenn bereits alles zu spät ist – d.h. wenn durch Deflation bzw. Deflationserwartungen bereits ein Großteil des geldpolitischen Instrumentariums, mit dem die Realzinsen auf ein hinreichend niedriges Niveau gesenkt werden könnten, zunichte gemacht worden ist. Dieser Fall ist in Japan eingetreten. Nicht ein einziger Beobachter hatte dort die bevorstehende Deflation vorhergesehen, und die langfristigen Inflationserwartungen begannen erst zu sinken, als die Deflation bereits um sich griff. Zu diesem Zeitpunkt war es bereits zu spät für Reaktionen der japanischen Zentralbank.

⁹ Dieses Argument wurde selbst von dem – definitiv dem Mainstream zuzurechnenden – deutschen Ökonomen *Hans-Werner Sinn* aufgegriffen (*Financial Times*, 21. Mai 2003).

¹⁰ Dies ist problematisch, da es bedeutet, dass bei fallenden Preisen reale Zinsen positiv werden, obwohl sie negativ sein müssten, um eine Deflationsspirale aufzuhalten. Dies ist der Kern der aktuellen Probleme in Japan.

Es steht zu hoffen, dass ein potenzieller Fokus auf langfristige Inflationserwartungen keine Gleichgültigkeit gegenüber Deflationsgefahren mit sich bringt. Diesen Punkt gilt es zu klären.

4.2 DAS ZWEI-SÄULEN-KONZEPT

Die EZB begründet ihre Entscheidung, formell an ihrem Zwei-Säulen-Konzept festzuhalten, damit, dass breit angelegte monetäre Aggregate Schlüsselinformationen über Inflationsentwicklungen liefern – insbesondere in Zeithorizonten, die über die von Zentralbanken üblicherweise bei der Erstellung von Projektionen verwendeten hinausgehen. Es ist nicht nötig, die technische Debatte darüber zu eröffnen, ob diese Annahme empirisch gerechtfertigt ist. Denn der Fehler, den die EZB macht, ist ein logischer: Selbst wenn die Beziehungen über derart ausgedehnte Zeiträume gelten sollten, sind die gewonnenen Informationen für eine Zentralbank absolut nutzlos. Schließlich interessiert es sie – oder sollte es sie zumindest interessieren –, welche Wirkungen ihre Zinspolitik auf Sicht von 12 bis 15 Monaten hat. Denn dies ist allgemein akzeptiert als der Zeitrahmen, bis geldpolitische Maßnahmen Wirkung zeigen.

Ein ähnliches *non-sequitur* ist die nächste Verteidigungslinie der EZB: Die Bank argumentiert, dass manche monetären Aggregate „Informationen über andere makroökonomische Variablen enthalten“. Selbst wenn das der Fall ist, besteht dennoch kein Grund, die monetären Aggregate getrennt von den Makro-Variablen selbst zu behandeln – oder sogar jenen gegenüber zu privilegieren.

Das hierauf folgende Argument der EZB – die kurzfristige Geldnachfrage könne instabil sein, stabil sei dagegen die langfristige Geldnachfrage – ist eine reine Wiederholung des ersten Arguments, wenn auch in anderen Worten. Es muss deshalb nicht erneut erörtert werden.

Dass die „technischen“ Argumente der EZB so schwach ausfallen, bestätigt die obige Vermutung, dass die überarbeitete Präsentation des Zwei-Säulen-Konzepts lediglich einen Kompromiss zwischen zwei Parteien innerhalb der EZB darstellt: Jenen, die das Thema Geld gerne zu einem Teil eines weiter reichenden Inflationsprognose-Ansatzes machen möchten auf der einen, und jenen, die lieber an einem monetaristischen Jargon festhalten möchten – auch wenn dieser für die geldpolitischen Entscheidun-

gen wenig bedeutsam ist – auf der anderen Seite. Womöglich versuchen die Vertreter dieser Richtung auch, das Argument der monetären Trends in der Hinterhand zu halten, um damit bei Bedarf ein Anziehen der geldpolitischen Zügel begründen zu können, obwohl realwirtschaftliche Faktoren dagegen sprechen.

Kurz nachdem die EZB die Ergebnisse ihrer Überprüfung veröffentlicht hatte, hat kein geringerer als *Milton Friedman*, der Hohepriester des Monetarismus, verkündet, „die Verwendung der Geldmenge als Zielwert war kein Erfolg“ (Financial Times, 7./8. Juni 2003). Vielleicht vollbringt diese Äußerung, was das Gewicht der wissenschaftlichen Analyse nicht zu schaffen scheint: Dass die EZB bei der nächsten Überprüfung ihrer Strategie ihre monetaristischen Fußfesseln endlich ablegt.

5

Schlussbetrachtung

Nimmt man alle Faktoren zusammen, vermag die Analyse, auf der die EZB ihre Entscheidung über die Definition von Preisstabilität gründet, die diversen Kritiker nicht ruhig zu stellen. Sie deutet zwar auf einen Schritt in die richtige Richtung hin. Aber die Hinweise vieler Kritiker, auch aus dem Gewerkschaftslager, wurden nicht gehört: Einerseits sind die Kosten von (niedriger) Inflation eher gering, andererseits die Risiken einer Deflation sehr ernst zu nehmen. Bedenkt man nun die unvermeidliche Volatilität von Preisen und anderen Schocks sowie die Möglichkeit von Prognose-Fehlern, so scheint es dringend angeraten, dass die EZB sich einen größeren Freiraum für geldpolitische Maßnahmen einräumt. Konkret: Die Forderung nach einem symmetrischen und leicht höheren Inflationsziel, etwa von 2,5 % mit einem Schwankungsband von +/- 1 % bleibt auf dem Tisch. Die EZB spielt das Risiko einer Deflation weiterhin herunter. Eine Reserve-Marge von nur einem Prozent macht den Euroraum weiter anfällig für disinflationäre Schocks. Die Neu-Formulierung des Ziels Preisstabilität und die Betonung von „Inflationserwartungen“ – deren Bedeutung ungeklärt bleibt – lassen einen strategischen Fehler erahnen, der bedeutet, dass die EZB Gefahr läuft, den Anbruch einer Deflation nicht rechtzeitig zu bemerken, die Anpassung relativer Preise

zu erschweren und mögliche Wachstumschancen im Euro-Raum zu verspielen.

Die Entscheidung hinsichtlich des Zwei-Säulen-Konzepts ist ein verwirrender Kompromiss. Mit ihr schlägt die EZB zwar den richtigen Weg ein, geht die Strecke aber nicht zu Ende. Nach der Anpassung dürften Signale aus der monetären Säule kaum noch einen Einfluss auf die Zinspolitik der EZB haben, was zuvor vielfach kritisiert worden war. Längerfristig könnten aber Argumente aus dem monetären Feld weiterhin angeführt werden, um auf eine unangemessen restriktive geldpolitische Strategie hinzuwirken. Zusätzlich wird die monetäre Säule weiter in die Kommunikationsstrategie der EZB eingehen, wenn auch weniger als zuvor.

Wie schon in der Einleitung angemerkt, fehlt in der Überprüfung der geldpolitischen Strategie durch die EZB ein ganz wesentlicher Punkt: Inwieweit die Geldpolitik die „reale“ Seite der Volkswirtschaft (Wachstum, Beschäftigung) stützen soll, bleibt ungeklärt. Selbstverständlich lassen sich solche Fragestellungen mit dem Argument vom Tisch wischen, dass Geld nur ein Schleier sei, und dass letztendlich die Angebotsseite und das Funktionieren der Märkte über Wachstum und Beschäftigung entscheiden. Allerdings verhalten sich in der realen Welt Märkte leider nicht so, wie die klassische Theorie es von ihnen erwarten würde. Das führt regelmäßig zu einem Konflikt zwischen den beiden Zielen, Wirtschaftswachstum anzuregen einerseits und die Inflation niedrig zu halten andererseits.

Ein geldpolitisches Regime, das nach einem inflationären Schock die Inflation schnell wieder auf den Zielwert zurückführt, erkaufte die Preisstabilität durch das Opfer der Output-Variabilität. Zwar kann die Inflationsrate schnell wieder auf ein mit dem Ziel der Preisstabilität zu vereinbarendes Niveau zurück geführt werden. Dies löst jedoch im Gegenzug ein Zurückbleiben der gesamtwirtschaftlichen Produktion hinter dem möglichen Wachstumspfad (Output-Lücke) aus. In der Theorie ist diese Output-Lücke bloß vorübergehend: Passen sich die Inflationserwartungen an, werden die Produktionskapazitäten bald wieder voll ausgelastet. Die Praxis zeigt allerdings, dass die Geschwindigkeit, mit der die Wirtschaft wieder zur vollen Ausschöpfung des Potentials zurückkehrt, nicht zu vernachlässigen ist (Meyer 2001). Die Rückkehr könnte

einfach zu lange dauern, außerdem kann, durch Hysterese-Mechanismen – bei denen etwa Arbeitslose eine Dequalifizierung erleiden und „entmutigt“ werden –, zyklische in strukturelle Unterbeschäftigung transformiert werden (Ball 1996; Blanchard/Wolfers 2000). In der Praxis müssen politische Entscheidungsträger den Trade-off zwischen Inflationsschwankungen und Outputschwankungen in ihre Überlegungen einbeziehen. Es ergibt sich von selbst, dass eine Zentralbank mit dualem Mandat (sowohl Inflation als auch Arbeitslosigkeit zu bekämpfen) eher einen beschäftigungsfreundlichen Kurs einschlagen wird als eine mit einem hierarchisch gegliederten Auftrag (zuvorderst Inflationsbekämpfung,

Wirtschaftswachstum und Beschäftigung untergeordnet).

Vor diesem Hintergrund wirkt die interne Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB um so enttäuschender. Nicht nur, dass die EZB das Problem ihres Mandats in ihrer Überprüfung nicht thematisiert hat. Sie hat sogar vielmehr kürzlich Ergänzungen zur Europäischen Verfassung vorgeschlagen, die Preisstabilität als grundlegendes Ziel der Europäischen Union definieren und somit Preisstabilität, die als Mittel gedacht sein sollte, zum Ziel erheben. Die EZB verliert über diese Problematik in ihrer Strategie-Überprüfung kein Wort. Auch aus den offiziellen Verlautbarungen lässt sich nicht entnehmen, wie die

EZB sich verhalten wird, wenn sie sich zwischen der Stabilisierung von Inflation oder Output entscheiden muss. Weiterhin weigert sie sich, über eine Verstärkung der Koordination – oder zumindest der Kooperation – zwischen den wirtschaftspolitischen Akteuren, einschließlich der Tarifparteien, nachzudenken (zumindest öffentlich).

Die Entwicklungen der nächsten Monate werden zeigen, ob sich die EZB tatsächlich an das neue Umfeld niedriger Inflationsraten angepasst hat, oder ob sie eher – wie ein General im Ruhestand – weiter eifrig die Schlachten vergangener Kriege schlägt.

LITERATUR

Ball, L. (1996): Disinflation and the NAIU, NBER working paper, Cambridge

Blanchard, O./Wolfers, J. (2000): The Role of Shocks and Institutions in the Rise of European Unemployment: The Aggregate Evidence, *The Economic Journal* 110, S. C1 – C33

Brainard, W./Perry, G. (2000): Making Policy in a Changing World, in: Perry, G./Tobin, J. (Hrsg.), *Economic Events, Ideas, and Policies: The 1960s and After*, Brookings Press, S. 43–82

Meyer, L.H. (2001): Inflation Targets and Inflation Targeting, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 83 (6), S. 1–13