

# Neue Zielkonflikte der Geldpolitik?

Martin Schürz

Eine Notenbank soll unabhängig von der Politik sein und vorrangig Preisstabilität sicherstellen. Darüber scheint Einigkeit zu bestehen, wie über sonst kaum eine wirtschaftspolitische Frage. Doch Finanzmarktkrisen beleben die Diskussion zu den Aufgaben der Geldpolitik erneut. Denn Finanzmarktblasen können auch in einem Niedriginflationsumfeld entstehen. Eine mögliche Rolle der Geldpolitik bei der Sicherung von Finanzmarktstabilität deutet nicht nur auf Zielkonflikte und Koordinierungsprobleme hin, sondern auf eine defiziente Begründung der Notenbankunabhängigkeit.

## 1

### Einleitung

Der Geldpolitik wurden historisch zwei zentrale Ziele zugewiesen. Sie soll Preisstabilität sichern und Konjunkturschwankungen stabilisieren. In der ökonomischen Theoriegeschichte hat die Gewichtung dieser Funktionen variiert, und die theoretischen Ansätze und wirtschaftspolitischen Positionierungen zu den Zielen der Geldpolitik haben sich in der Nachkriegszeit beträchtlich verändert. Keynesianische Stabilisierungspolitik in der Nachkriegsära zielte auf die Erreichung mehrerer gleichberechtigter wirtschaftspolitischer Ziele. Ab Mitte der 1970er Jahre wurde das Ziel der Geldwertstabilisierung gegenüber den Zielen der Vollbeschäftigung und des Wirtschaftswachstums aufgewertet und fortan vielfach als übergeordnet gesehen. Während die keynesianische Theorie die Möglichkeit der Geldpolitik betont, kurzfristige Schwankungen zu stabilisieren, postuliert die neoklassische Theorie, dass Geldpolitik bei rationalen Erwartungen wirkungslos sei. Im ersten Fall wird geschlussfolgert, dass Geldpolitik für konjunkturpolitische Aufgaben herangezogen werden kann. Im zweiten Fall, innerhalb eines theoretischen Rahmens mit rationalen Erwartungen und vollständiger Information, ist Geldpolitik auf das Ziel der Preisstabilität konzentriert, und es bleibt grundsätzlich kein Spielraum für eine outputstabilisierende Aufgabe.

In den 1980er und 1990er Jahren wurde eine Reihe von Notenbanken unabhängig mit der expliziten Zielsetzung, Preisstabilität sicherzustellen.<sup>1</sup> Beginnend mit den Arbeiten von *Kydland* und *Prescott* (1977) und *Barro* und *Gordon* (1983a, 1983b) hatte sich in den 1980er Jahren eine hegemo-

niale Überzeugung hinsichtlich zweier wirtschaftspolitischer Thesen herausgebildet: Inflation habe keinen anhaltend positiven Effekt auf das Wirtschaftswachstum und Regierungen hätten einen Anreiz, eine überraschende Inflationserhöhung anzustreben. Opportunistische Regierungen würden in Wahljahren versuchen, ihre Wiederwahlchancen zu erhöhen, indem sie kurzfristig ein höheres Wirtschaftswachstum auf Kosten von Preisstabilität anstreben. Da diese kurzfristigen Anreize aber von der Bevölkerung verstanden würden, werden sie rasch Eingang in Lohnforderungen und in die Preissetzung finden. Dies würde zu dem wohlfahrtstheoretisch schlechteren Ergebnis einer höheren Inflationsrate ohne Zuwachs beim Wirtschaftswachstum führen. Empirische Belege zu Überraschungsinflationen blieben rar (*Forder* 1999; *Blinder* 1998). In wiederholten Spielen verflüchtigt sich zudem dieses theoretische Anreizproblem. Und auch die rezente, teilweise neoklassische Literatur zur strategischen Interaktion zwischen Geld- und Lohnpolitik weist nahezu einhellig Effekte der Geldpolitik auf das Wirtschaftswachstum nach (*Soskice/Iversen* 2000; *Franzese* 2001; *Franzese/Mooslechner/Schürz* 2003).

Doch ohne ein Ende dieses Streitthemas zeichnen sich neue Fragestellungen ab, welche die alten Kontroversen zu den realen Effekten der Geldpolitik in einem neuen Licht sehen lassen. Das Ziel der Finanzmarktstabilität rückt in den Blickwinkel der Aufmerksamkeit von Notenbanken und der akademischen Volkswirtschaftslehre (*Bernanke/Gertler* 1999; *Issing* 2002; *Borio/Lowe* 2002; *Bordo/Jeanne* 2002). War in den 1980er Jahren der Staat als ineffizient angesehen worden, so erwies sich spätestens Ende der 1990er Jahre nach einer Reihe von Finanzmarktkrisen die vor-

gebliche Finanzmarkteffizienz als Chimäre. Bei der Suche nach institutionellen Lösungsmöglichkeiten für Finanzmarktversagen wird gegenwärtig eine mögliche Rolle der Geldpolitik diskutiert (*Borio/Lowe* 2002; *Bean* 2003; *Bernanke/Gertler* 2001; *Bernanke/Kuttner* 2003; *Borio/English/Filardo* 2003). Primär wird eine vorbeugend restriktive Geldpolitik zur Verhinderung bzw. Dämpfung einer sich bildenden Börsenblase diskutiert.

Institutionen werden in der Neoklassik als eine Form von *commitment-Technologien* zur Lösung von Anreizproblemen betrachtet (*Cukierman* 1992). Eine alternative soziologische Überlegung wäre, Institutionen innerhalb des vorherrschenden Gesellschaftsmodells zu verorten. Während in der neoklassischen Version Institutionen in Hinblick auf ihre Effizienz untersucht werden, wird in einer soziologischen Betrachtung auch die demokratische Legitimität und die symbolische Bedeutung von Institutionen befragt (*McNamara* 2002). Notenbanker und neoliberale Wirtschaftspolitiker haben die Notwendigkeit institutioneller Notenbankunabhängigkeit oft mit

<sup>1</sup> Hingegen versteht die Fed/USA ihre Organisationsform im Gegensatz zur EZB als *independence within the government* (Board of Governors 1994, S. 3).

**Martin Schürz**, Dr., Gruppenleiter für monetäre Analysen, Volkswirtschaftliche Abteilung der Österreichischen Nationalbank; Forschungsschwerpunkte: Geldpolitik, Demokratietheorie, Institutioneller Wandel. e-mail: martin.schuerz@oenb.co.at

**Tabelle 1: Notenbankinstrumente für die Ziele der Preisstabilität/ Finanzmarktstabilität**

Instrumente	Preisstabilität	Finanzmarktstabilität systemweit	Finanzmarktstabilität Finanzinstitutionen
Geldpolitische Strategie	xx	x	
Kurzfristige Zinssätze	xx	x	
Geldmarktoperationen	xx	x	
Refinanzierungsfazilitäten	xx	x	x
Zentralbankkommentare	xx	⊙	⊙
Notfallsliquidität		xx	xx
Krisenkoordinierung		⊙	⊙⊙
Zahlungsverkehrssysteme		xx	
Finanzmarktaufsicht		○	○○
Finanzmarktregulierung		○	○○

Legende: zwei Symbole = vorrangige Verwendung des Instruments; ein Symbol = zusätzliche Verwendung des Instruments, x = Instrument einer Notenbank ohne Aufsichtsverantwortlichkeiten, ○ = Instrument einer Nicht-Notenbank, ⊙ = ein für beide Institutionen verwendbares Instrument  
Quelle: Padoa-Schioppa 2002, S. 288

WSI Hans Böckler Stiftung

einem einzigen politischen Fehlanreiz, Inflationsneigung der Politik, begründet und daraus für Notenbanken die Notwendigkeit einer eindimensionalen Zielfunktion, eines klaren Preisstabilitätsziels, abgeleitet. Streng genommen sind in der Praxis aber die Ziele der meisten Notenbanken mehrdimensional, und unterscheiden sich voneinander in der spezifischen Ausformulierung.<sup>2</sup>

Was für Implikationen hat die Diskussion zum möglichen geldpolitischen Ziel der Finanzmarktstabilität für die Geldpolitik und die Begründung einer unabhängigen Notenbank?

## 2 Geldpolitik und Finanzmarktstabilität

Finanzmarktstabilität ist kein genau definierter Begriff. Generell wird darunter Systemstabilität verstanden und jener Zustand bezeichnet, in welchem eine optimale Kapitalallokation erfolgt und das Finanzsystem auch stabil genug ist, kleinere Krisen aufzufangen. Die große Anzahl an Finanzstabilitätsberichten, die seit kurzem von einer Reihe von Notenbanken im Euroraum veröffentlicht werden, belegt die Wichtigkeit des Themas aus Notenbanksicht. Diffus bleibt allerdings die angemessene Rolle der Geldpolitik für Finanzmarktstabilität. Vermögenspreise sind nicht in der Zielvariablen einer Notenbank integriert und Notenbanken reagieren generell auch nicht auf spezifische Entwicklungen auf den Aktien- oder Immobilienmärkten. Gegenwärtig wird aber verstärkt diskutiert, dass Notenbanken sich in der Geldpolitik nicht auf die Bekämpfung von

Verbraucherpreisinflation konzentrieren, sondern auch gegen eine überschießende Inflation der Vermögenswerte vorgehen sollen (Borio/Lowe 2002; Borio/English/Filardo 2003).<sup>3</sup> Auch die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich betont in ihrem Jahresbericht 2002, dass die Geldpolitik stärker auf Ungleichgewichte an den Finanzmärkten achten sollte (BIS 2002). Die Vergangenheit habe gezeigt, dass Phasen von übermäßigem Vertrauen der Anleger die Entwicklung von Börsenkursen beeinflussen. Aufgabe der Notenbank wäre es, das Entstehen spekulativer Blasen auf den Aktienmärkten frühzeitig zu erkennen und einzudämmen. Geldpolitik könnte vorbeugend einen restriktiven geldpolitischen Kurs einschlagen, um zu versuchen, einen irrationalen Börsenboom einzudämmen. Vermutet wird etwa, dass die Bank of Japan dem Boom auf dem Immobilien- und Aktienmarkt Ende der 1980er Jahre durch eine vorbeugend restriktive Geldpolitik ein Ende hätte setzen können.

Tabelle 1 verdeutlicht mögliche Überschneidungen beim Instrumenteneinsatz von Geldpolitik und Finanzaufsicht. Die ersten vier Instrumente zählen zur Geldpolitik, können aber auch für das Ziel der Finanzmarktstabilität eingesetzt werden. Noch schwieriger wird es bei Notenbankkommentaren (Reden, Interviews, Artikel), die zumeist für beide Zielsetzungen verwendet werden. Präventiv werden Worte sowohl für das Ziel der Preis- als auch jenes der Finanzmarktstabilität eingesetzt (Friedman 2002). Aber auch bei der Konzeption der geldpolitischen Instrumente sind Überlegungen zur Finanzmarktstabilität maßgeblich. Finanzmarktstabilität könnte man theoretisch zwar als reine Finanzmarktaufsichts- und Regulierungsaufgabe verstehen. In der Praxis stellen

sich aber bei der Durchführung viele Probleme, etwa bei *corporate governance* Fragen, bei Transparenzkriterien und *moral hazard* Problemen im Zusammenhang mit Sicherheitsnetzen. Pro-zyklische Tendenzen von Regulierungsinstrumenten innerhalb des Finanzsystems verstärken inhärente Schwächenanfälligkeiten. Eine Ausrichtung an einzelnen Finanzinstituten und die Tendenz, makroökonomische Risiken als exogen zu betrachten, zeigen die begrenzte Reichweite des Regulierungsrahmens und der Aufsichtsinstrumente (Borio/Lowe 2002, S. 25). Die Instrumente der Zahlungsverkehrssysteme, der Notfallsliquidität und der Krisenkoordinierung werden für das Ziel der Finanzmarktstabilität eingesetzt. Aber für Zahlungsverkehrssysteme und Notfallsliquidität sind Notenbanken zuständig und bei Krisen ist eine Koordinierung zwischen Notenbank und Aufsichtsbehörde notwendig.

Dies zeigt, dass ein institutionelles Spannungsverhältnis zwischen verschiedenen Zielsetzungen, einem überlappenden Instrumenteneinsatz und unterschiedlichen Institutionen in der Praxis unvermeidbar ist. Beabsichtigt eine Notenbank zur Abwehr von Inflationsrisiken eine Leitzinserhöhung und betrachtet gleichzeitig das Risiko von negativen Auswirkungen dieser Entscheidung auf die Finanzmärkte

<sup>2</sup> Die 1913 gegründete Zentralbank der USA, die Federal Reserve Bank (Fed), hatte anfangs die Aufgabe, „*financial panics and bank runs*“ zu verhindern. 1946 wurde ihr Mandat im Employment Act auf die Förderung von „*maximum employment, production and purchasing power*“ ausgeweitet. 1978 wurden die Ziele der Fed im Full Employment and Balanced Growth Act neben Preisstabilität auch auf „*Sicherung eines hohen Beschäftigungsniveaus*“ als gleichrangige Zielsetzung ausgeweitet. Die Zielsetzung der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) ist im Artikel 105 des Vertrags über die Europäische Union eng festgelegt: „*Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft*“. Die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik bleibt im Ermessen der EZB-Ratsmitglieder und bedeutet keine gesetzliche Verpflichtung.

<sup>3</sup> In manchen Fällen bedingt dies eine Debatte zu einem vorhandenen Ziel. In den ESZB-Statuten in Artikel 105, Absatz 5 heißt es: „*Das ESZB trägt zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen bei.*“

als hoch, dann wird es wichtig sein, wie möglicherweise widerstrebenden Ziele gewichtet werden. Eine klare Aufgabentrennung ist institutionell nicht zu erkennen und in der Praxis ist Koordinierung zwischen Regulierungsinstanzen, Aufsichtsbehörden und geldpolitischen Entscheidungsträgern unumgänglich.

## 3

### Geldpolitische Probleme mit dem Ziel der Finanzmarktstabilität

Hatte man früher geglaubt, dass die Zielerreichung von Preisstabilität auch Finanzmarktstabilität sicherstelle, so zeigte sich, dass gerade in einer Zeit, wo Preisstabilität erreicht worden ist, verstärkt Finanzmarktkrisen auftreten. Notenbanken haben noch keine gefestigte Ansicht zur Rolle von Vermögenspreisen für die Geldpolitik. Unbestritten ist zwar ein geldpolitischer Informationsgehalt von Vermögenspreisen, allein bereits die spezifische Interpretation von Vermögenspreisen bereitet fundamentale Probleme (Blinder 1998).

Die Geldpolitik steht angesichts der Finanzmarktentwicklungen vor einem Dilemma. Nichts zu tun, kann im Falle einer geplatzten Börsenblase negative realwirtschaftliche Folgen haben und etwas zu tun kann im Falle einer erfolglosen geldpolitischen Intervention zu Verzerrungen führen. Eine mechanische Reaktion der Geldpolitik auf Vermögenspreisbewegungen wird nahezu einhellig abgelehnt, denn Vermögenswerte werden ja auch durch nicht von der Zinspolitik beeinflussbare Faktoren bestimmt.

Gegner einer geldpolitischen Reaktion zitieren gerne das Tinbergen-Problem und schlussfolgern, dass Notenbanken nicht zwei Preisniveaus, Verbraucherpreisindizes und Vermögenspreisindizes, mit einem Instrument stabilisieren können. Wird angenommen, dass sie dies doch können, stellen sich operationale Probleme bei der Definition und bei der Messung von Finanzmarktinstabilitäten. Die Zinspolitik ist zudem ein grobes Instrument für Fehlentwicklungen auf spezifischen Märkten. So können sich Teilmärkte des Finanzmarktes (Immobilienmarkt, Devisenmarkt, Aktienmarkt) unterschiedlich entwickeln und daher divergierende Signale an die geldpolitischen Entscheidungsträger senden.

Es bleibt unklar, ob Notenbanken spekulative Finanzmarktblasen rechtzeitig identifizieren können. Angesichts der Wirkungsverzögerungen der Geldpolitik könnte im Fall eines unvermeidlichen Börsenkrachs sogar eine Lockerung angesagt sein. Könnten Notenbanken eine spekulative Überhitzung aber doch erkennen, wäre ihre Reaktion möglicherweise unangemessen. Dies nicht nur, da die ökonomische Kalibrierung zu kompliziert wäre, sondern weil eine präventiv restriktive Geldpolitik das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Fähigkeiten der Notenbank exzessiv erhöhen könnte und damit die Wahrscheinlichkeit eines Börsenkrachs noch erhöhen würde (Borio/Lowe 2002). Zwar wird diese Hypothese nicht empirisch untersucht, interessant ist sie aber, weil sie implizit ein verändertes Verständnis von Glaubwürdigkeit zeigt. Diese Form von Reputation wäre nicht mehr dynamische Zeitkonsistenz, sondern Vertrauen auf Basis von wahrgenommenen Erfolgen der Notenbank (Schürz 2000; Forder 2001).<sup>4</sup> Selbst bei einer richtigen geldpolitischen Reaktion zum angemessenen Zeitpunkt wäre diese der Öffentlichkeit nur schwer zu vermitteln. Schließlich müsste man für eine restriktive Ausrichtung der Geldpolitik zu einem Zeitpunkt argumentieren, da keine Risiken für die Verbraucherpreisinflation gegeben wären. Wenn aber die Inflationsprognose keine Stabilitätsrisiken signalisiert, dann ergibt sich eine schwer zu vermittelnde Zinsentscheidung. Die Notenbank würde ihr Verhalten letztlich am Bevölkerungssegment der Anleger ausrichten und jenen Teil der Bevölkerung, der keine Aktien besitzt, über ein höheres Zinsniveau belasten. Die Argumentation der Notenbank bei einer solchen Zinsentscheidung wäre zwar auf zukünftige realwirtschaftliche Gefahren mit negativen Auswirkungen für alle gerichtet, aber die Zukunftsrisiken müssten stärker als die gegenwärtige Situation gewichtet werden und die Wirkungen auf die Realwirtschaft wären in der Begründung an prominenter Stelle. Letzteres könnte nicht gewollt sein. Wie *Benjamin Friedman* schreibt, ist ein Vorzug einer direkten Inflationsstrategie für unabhängige Notenbanker ein semantischer. Durch die Bezeichnung *Inflationsstrategie* wird der Themenrahmen für die Geldpolitik vorab auf Fragen der Preisstabilität eingeeengt und die Realwirtschaft gerate aus dem Blickfeld (Friedman 2002).

Befürworter einer geldpolitischen Reaktion argumentieren, dass krasse Verzerrungen auf Finanzmärkten in der Analyse erkennbar wären, da sich Muster bilden (Borio/Lowe 2002). So steigt der financial stress in Phasen von starken Kreditzuwachsen und boomenden Aktienmärkten an. Beispiele von klar erkennbaren Kursverzerrungen wären der NASDAQ 1999 und die Entwicklung des japanischen Immobiliensektors 1989 gewesen. Damit Frühindikatoren von Finanzkrisen leichter konstruiert werden können, verweisen *Borio* und *Lowe* (2002) auf die Notwendigkeit zur Erhebung von weiteren statistischen Daten zum Immobiliensektor, weiterführender empirischer Forschungsarbeiten zu den Bedingungen von Finanzmarktproblemen und analytischer Studien zum Verhältnis von Finanzsektor und Realwirtschaft.

Daneben unterstreichen die angeführten Probleme aber generell die Komplexität, die geldpolitischen Entscheidungen inhärent ist, und werfen Fragen auf, die notwendigerweise jenseits der Suche nach einer optimalen einfachen geldpolitischen Regel liegen.

## 4

### Geldpolitische Strategie und Finanzmarktstabilität

Drei unterschiedliche ökonomische Diskussionslinien zeichnen sich in der jüngeren Literatur über die Berücksichtigung von Finanzmarktstabilität in der geldpolitischen Strategie ab (Borio/Lowe 2002; Bean 2003; Issing 2002). Allen drei Argumentationen ist gemeinsam, dass sie die Unsicherheit in der Geldpolitik betonen und implizit eine theoretische Voraussetzung der Unabhängigkeitsbegründung – die Notwendigkeit von zeitkonsistentem Verhalten zur Lösung eines Anreizproblems – konterkarieren.

<sup>4</sup> Unter dynamischer Zeitkonsistenz im Notenbankzusammenhang versteht man folgendes Problem: Hat ein Akteur (Notenbank) einen Anreiz von einer angekündigten Strategie abzuweichen und wird dies von den Wirtschaftssubjekten (Unternehmen und Gewerkschaften) antizipiert, dann werden letztere Entscheidungen treffen, die zu einem sub-optimalen Ergebnis führen.

Bernanke und Gertler (2001) argumentieren, dass eine an Preisstabilität orientierte Geldpolitik Vermögenspreise per se nicht beachten sollte. Von Relevanz seien sie nur, sofern sie Auswirkung auf die zukünftige Inflationsrate haben. Eine leicht präventiv restriktive Geldpolitik sei nicht hinreichend zur Bekämpfung einer Finanzmarktblase. So würde eine überraschende Zinserhöhung um 25 Basispunkte die Aktienkurse nur um ein wenig mehr als einen Prozentpunkt senken (Bernanke/Kuttner 2003). Eine vorrangig an Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik leiste ohnedies einen Beitrag zur Stabilität des Finanzmarktes. Misst eine Notenbank etwa einer Finanzkrise eine hohe Wahrscheinlichkeit bei und nimmt deflationäre Tendenzen an, könnte es notwendig sein, dass sie kurzfristig höhere Inflationsraten zulässt. Die theoretisch geltende mittelfristige Orientierung in der Geldpolitik würde dieser Anforderung nicht widersprechen. In der Notenbankpraxis liegt allerdings die Unterscheidung der Fristigkeiten in einer Grauzone (Padoa-Schioppa 2002, S. 25).

Der Chefökonom der EZB, Otmar Issing, betont die Robustheit der geldpolitischen Strategie der EZB, die es ermöglichte, das Ziel der Finanzmarktstabilität zu integrieren (Issing 2002). Finanzmarktcrisen würden sich in der (vormals) ersten Säule bei der Kreditentwicklung – einer Gegenposition zu M3 – abbilden und würden daher von der geldpolitischen Strategie beachtet werden. Daher müsse nur in der Gewichtung der beiden Säulen variiert werden. Diese fallspezifische Beurteilung läuft einem regelähnlichem Verhalten von Notenbanken aber zuwider, und die unbestimmte Gewichtung der Säulen weist nur eine geringe Transparenz auf.

Bordo und Jeanne (2002) meinen, dass die existierenden geldpolitischen Regeln zu eng formuliert seien. Ob eine präventiv restriktive Geldpolitik notwendig ist, hänge von einer Vielzahl von ökonomischen Variablen in einer komplexen, nicht-linearen Weise ab. Einfache geldpolitische Regeln missachten, dass Finanzmarktinstabilitäten teilweise endogen für die Geldpolitik seien. Claudio Borio, Forschungsdirektor bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), formuliert die veränderten geldpolitischen Rahmenbedingungen radikal. Es zeichne sich möglicherweise ein neuer Paradigmenwechsel in der Geldpolitik ab. Setzte sich in den 1970er Jahren die monetaristische Konzen-

tration auf ein Ziel (Preisstabilität) durch, so stünde nun eine Erweiterung um das Ziel der Finanzmarktstabilität auf der geldpolitischen Tagesordnung (Borio/Lowe 2002). Diese Argumentation geht vorrangig von der Bedeutung realwirtschaftlicher Kosten von Finanzmarktproblemen aus und vertraut darauf, dass Ungleichgewichte im Finanzsektor in der ökonomischen Analyse erkennbar seien. Die implizite Annahme scheint zu sein, dass auch Notenbanken mit einem vorrangigen Preisstabilitätsziel an realwirtschaftlichen Zielen ein fundamentales Interesse haben müssen. Borio und Lowe (2002) empfehlen die Verwendung eines synthetischen Indikators aus Kreditwachstum, Aktien- und Immobilienpreisentwicklung. Solche Stressindikatoren würden es ermöglichen, frühzeitig auf latente Inflationsrisiken zu reagieren.

Für alle drei diskutierten Varianten gilt, dass die Möglichkeit einer geldpolitischen Reaktion auf Finanzmarktentwicklungen konzeptuell offen gehalten werden soll. Dies bedeutet aber, einen Schwerpunkt auf die *judgmental-Komponente* in der geldpolitischen Entscheidungsfindung zu legen. Theoretisch stellt ein ausgeweiteter diskretionärer Entscheidungsspielraum einen Widerspruch zu den Ergebnissen der Glaubwürdigkeitsliteratur dar, die eine Regelbefolgung als Determinante des Glaubwürdigkeitserwerbs ansehen (Kydland/Prescott 1977). Eine Zielerweiterung verunmöglicht es demnach, Glaubwürdigkeit von Notenbanken als Lösung eines dynamischen Zeitinkonsistenzproblems zu verstehen. Denn die Richtigkeit von diskretionären geldpolitischen Entscheidungen kann nur im Nachhinein festgestellt werden und es bleibt grundsätzlich unklar, woran die Leistung einer unabhängigen Notenbank zu messen ist. Nicht nur der breite faktische Gestaltungsspielraum in der geldpolitischen Praxis, sondern auch die unterschiedlichen Formen der Wahrnehmung der geldpolitischen Politik zeigen, dass Glaubwürdigkeit eher Vertrauen in die Erfolge der Notenbank als zeitkonsistentes Verhalten bezeichnet. Ein Beispiel ist die Debatte zur Angemessenheit der geldpolitischen Ausrichtung der Fed (Padoa-Schioppa 2002, S. 24). So werteten etwa Finanzmarktakteure in den USA insbesondere das Verhalten der Fed bei der Finanzmarktkrise 1987 – welches keine Regelähnlichkeit aufwies und keine theoretische Fundierung hatte – als besonders

wichtig für den Erwerb von Notenbankglaubwürdigkeit (Schürz 2000, 2001).

Praktisch stellt dies die Geldpolitik vor neue Schwierigkeiten. Eine an Preisstabilität und Finanzmarktstabilität ausgerichtete Geldpolitik würde extensivere Transparenzkriterien benötigen. Der in der Geldpolitik erforderliche Grad an Transparenz reflektierte bislang nicht zuletzt Unterschiede in den geldpolitischen Strategien. Manche geldpolitischen Strategien, wie das direkte Inflationsziel der Bank of England, benötigen für ihre Effektivität eine höhere Transparenz als etwa die vormalige Geldmengenstrategie der deutschen Bundesbank. Bei einer neuen mehrdimensionalen Zielfunktion steigen die Transparenzanforderungen. Da gegenwärtig nicht die Politik, sondern die Finanzmärkte über die stärksten Sanktionspotenziale gegenüber der Geldpolitik verfügen, ist die Gefahr einer interessengeleiteten Einengung der Debatte aber groß. Transparenz im Verständnis von Finanzmarktakteuren zielt vorrangig auf eine gewinnförderliche Antizipation von Zinsentscheidungen und hat wenig mit demokratiepolitischer Rechenschaftspflicht zu tun.

## 5

### Fazit: Neue Formen der Unsicherheit der Geldpolitik

Ein verändertes Zielverständnis und neue geldpolitische Aufgaben zur Sicherung der Finanzmarktstabilität können nicht den Einschätzungen der Experten überantwortet werden. Gerade die extensive Unabhängigkeit der Notenbanken macht es notwendig, dass in einem veränderten Umfeld globalisierter Finanzmärkte die geldpolitischen Strategien nicht nur in der Notenbank, sondern in der Öffentlichkeit diskutiert werden. Sofern Transparenz in der Geldpolitik künftig von demokratiepolitischer Relevanz sein soll, müssen die demokratischen Kontrolleure mehr Mitsprache- und Sanktionsmöglichkeiten bekommen. Die Diskussion zur Geldpolitik und Finanzmarktstabilität zeigt die defiziente Begründung einer unabhängigen Expertokratie. Denn Expertengremien benötigen eine klar abgesteckte Aufgabenzuteilung. Und die beginnende kontroverse Debatte zu Geldpolitik und Finanzmarktstabilität belegt, dass genau dies nicht möglich ist.

Ein hinreichend komplexer Begriff von Notenbankpolitik müsste alle entscheidungsrelevanten Akteure in ihren strategischen Interaktionen berücksichtigen, um die tatsächlichen Entscheidungsgrundlagen in den Blick zu fassen (Franzese/Mooslechner/Schürz 2003). Geldpolitiker sprechen in diesem Zusammenhang gerne affirmativ von der *art of central banking* (Blinder 1998). Komplexität und Unsicherheit machen aber aus Geldpolitik noch keine Kunst, sondern eher einen heuristischen Suchprozess, der wenig mit optimalen Regeln zu tun hat.

Neoliberale Politik propagierte den Markt als effizienten Problemlösungsmechanismus und den Staat als ineffizienten Moloch. Die unvermeidbare Unsicherheit in der Notenbankpolitik und die Konflikte

zwischen verschiedenen Zielsetzungen wurden oft geleugnet (Blinder 1998). Unabhängige Notenbanken mit einem vorrangigen Preisstabilitätsziel gründen auf einem eingegengten effizienzorientierten Schwerpunkt und Verständnis von demokratischer Legitimität (McNamara 2002). Die Demokratiekomponente wird vernachlässigt, da ein wohlfahrtstheoretisch günstiges Ergebnis die *Fragen des Wie der Zielerreichung* in den Hintergrund drängen soll.

Durch die jüngsten Finanzmarktkrisen entstanden Probleme auf Grund von Fehlentwicklungen auf den Finanzmärkten. Die Lösungsvorschläge zur Rolle der Geldpolitik für Finanzmarktstabilität bleiben disparat, da der zugrunde liegende Befund über Finanzmarkteffizienz kontrovers ausfällt. Gemeinsam ist allen Analysen die Be-

tonung der notwendigen fallspezifischen Beurteilung durch Experten. *Tobin* argumentierte bereits 1983, dass es in der Geldpolitik nicht um ein Entweder-Oder von Regeln und diskretionärem Ermessensspielraum gehe, sondern dass Regeln mit diskretionärem Ermessensspielraum (*rules with discretion*) kombiniert werden. Dies verweist aber auf die Notwendigkeit einer nachzuholenden demokratiepolitischen Debatte zur Legitimität unabhängiger Notenbanken (Hein 2002; Scherz 2001). Geldpolitische Ziele bedürften, wegen ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung, einer intensiven argumentativen Auseinandersetzung in der Öffentlichkeit. Da die einzige Sicherheit in der Geldpolitik ihre Unsicherheit zu sein scheint, ist ein höheres Maß an Rechenschaftspflicht notwendig.

## LITERATUR

- Bank of International Settlement** (2002): Annual Report 2002, Basel
- Barro, R./Gordon, D.** (1983a): A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model, in: *Journal of Political Economy* 91, S. 589–610
- Barro, R./Gordon, D.** (1983b): Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, in: *Journal of Monetary Economics* 12, S. 101–121
- Bean, C.** (2003): Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy are Inflation Targets enough?, BIS Working Paper 140
- Bernanke, B./Gertler, M.** (1999): Monetary Policy and Asset Price Volatility, Federal Reserve Bank of Kansas City, Conference on „New Challenges for Monetary Policy“, Jackson Hole Wyoming 26.–28. August
- Bernanke, B./Gertler, M.** (2001): Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?, in: *American Economic Review* 91, S. 253–57
- Bernanke, B./Kuttner, K.** (2003): What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy?, Federal Reserve Bank of New York, Working paper, October
- Blinder, A.** (1998): *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge
- Board of Governors of the Federal Reserve System (1994): *The Federal Reserve System – Purposes and Functions*, Washington D.C., <http://www.federalreserve.gov/pf/pf.htm>
- Bordo, M.D./Jeanne, O.** (2002): Monetary Policy and Asset Prices: Does 'Benign Neglect' Make Sense?, in: *International Finance* 5, S. 139–164
- Borio, C./Lowe, O.** (2002): Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus, BIS working papers 114
- Borio, C./English, W./Filardo, A.** (2003): A Tale of Two Perspectives: Old or New Challenges for Monetary Policy?, BIS Working Paper 127
- Cukierman, A.** (1992): *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, Cambridge, MA.
- Forder, J.** (1999): Central Bank Independence: Reassessing the Measurements, in: *Journal of Economic Issues* 33, S. 23–40
- Forder, J.** (2001): The Theory of Credibility and the Reputation-bias of Policy, in: *Review of Political Economy* 13, S. 5–25
- Franzese, R.** (2001): Strategic Interactions of Monetary Policy Makers and Wage/Price Bargainers: A Review with Implications for the European Common Currency Area, in: *Empirica* 28, S. 457–486.
- Franzese, R./Mooslechner, P./Schürz, M.** (Hrsg.) (2003): *Institutional Conflicts and Complementarities. The Interaction between Wage Bargaining Institutions and an Independent Central Bank in EMU*, Boston
- Friedman, B.** (2002): *The Use and Meaning of Words in Central Banking: Inflation Targeting, Credibility and Transparency*, NBER Working Paper 8972
- Hein, E.** (2002): Koordinierte Makropolitik in der EWU – zur Notwendigkeit und zu den Problemen der Umsetzung, in: *WSI Mitteilungen* 5/, S. 251–260
- Issing, O.** (2002): Why Stable Prices and Stable Markets are important and how they fit together?, EZB December 2002, [www.ecb.int/key/02/sp021205](http://www.ecb.int/key/02/sp021205)
- Kydland, F./Prescott, E.** (1977): Rules rather than Discretion. The Inconsistency of optimal Plans, in: *Journal of Political Economy*, 85, 473–491
- McNamara, K.** (2002): Rational Fictions: Central Bank Independence and the Social Logic of Delegation, in: *West European Politics*, Issue 25.1., <http://www.georgetown.edu/departments/government/faculty/km32/articles.htm>
- Padoa-Schioppa, T.** (2002): Central Banks and Financial Stability: Exploring a Land in between, in: Gapsar, V./Hartmann, P./Sleijpen, O. (eds.) „The Transformation of the European Financial System“, S. 270–326
- Scherz, V.** (2001): Marginalien zur Demokratischen Legitimität der EZB, in: *Kurswechsel* 2, S. 62–72
- Schürz, M.** (2000): Glaubwürdigkeit. Versuch einer Begriffsklärung, Oesterreichische Nationalbank, Berichte und Studien 2
- Schürz, M.** (2001): Die Glaubwürdigkeit der Federal Reserve Bank, in: *Wirtschaft und Gesellschaft* 1, S. 69–86
- Soskice, D./Iversen, T.** (2000): The Non Neutrality of Monetary Policy with Large Price or Wage Setters, in: *Quarterly Journal of Economics* 115, S. 265–84
- Tobin, J.** (1983): Monetary Policy Rules, Targets and Shocks, in: *Journal of Money, Credit and Banking* 15, S. 506–518

## NEU-KEYNESIANISMUS – DER NEUE WIRTSCHAFTSPOLITISCHE MAINSTREAM?

Marburg, Metropolis Verlag, 2003, 298 Seiten, 29.80 €

Die neunziger Jahre erlebten in Europa die wirtschaftspolitische Dominanz eines neu-monetaristischen ökonomischen Paradigmas, das auch die Architektur der Europäischen Währungsunion wesentlich prägte: Unabhängige Zentralbanken sind demnach einzig und allein auf das Ziel der Preisniveaustabilität zu verpflichten und können dieses Ziel ohne realwirtschaftliche Kosten erreichen. Fiskalpolitik ist realwirtschaftlich langfristig ineffektiv und muss zwecks Vermeidung von politisch induzierten Störungen klaren Konsolidierungsregeln unterworfen werden. Die gleichgewichtige Arbeitslosigkeit wird durch die Arbeitsmarktstrukturen angebotsseitig bestimmt. In jüngerer Zeit scheint die Dominanz des Neu-Monetarismus jedoch ins Wanken geraten zu sein: Zumindest in den USA ist eine Hinwendung sowohl der akademischen Zunft als auch der wirtschaftspolitischen Praxis zum Neu-Keynesianismus zu beobachten. Es stellt sich die Frage, ob sich mit dem Neu-Keynesianismus ein neuer wirtschaftspolitischer Mainstream herausbildet, der wieder einer stärker interventionistischen Orientierung folgt. Und wenn ja, ist ein solcher wirtschaftspolitischer Mainstream dann in der Lage, das neu-monetaristische Paradigma auch in Deutschland und Europa abzulösen und hier zu einer aktiven makropolitischen Bekämpfung von Arbeitslosigkeit und Wachstumsschwäche beizutragen? Die Aufsätze des vorliegenden Sammelbandes versuchen Antworten auf diese Fragen zu geben.

### Inhalt

*Eckhard Hein, Arne Heise und Achim Truger*

Einleitung: Auf dem Wege zu einem neuen wirtschaftspolitischen Mainstream?

*Michael Heine und Hansjörg Herr*

Der Neu-Keynesianismus als neues makroökonomisches Konsensmodell: Eine kritische Würdigung

*Jürgen Jerger*

NAIRU – Theorie, Empirie und Politik

*Jochen Hartwig*

Eine Kritik der neukeynesianischen Rigiditäts-Argumentation aus Keynescher Sicht

*Claude Gnos*

The employment issue: Post Keynesian Economics challenging New Keynesian Economics

*Eckhard Hein*

Reale und monetäre Analyse: Post-Keynesianismus und Neu-Keynesianismus im Vergleich

*Bernhard Emunds*

Markt- vs. bankendominiertes Finanzsystem – ein Vergleich

*Philip Arestis und Malcolm Sawyer*

„New Consensus“, New Keynesianism and the Economics of the „Third Way“

*Achim Truger*

Der missachtete Mainstream. Die deutsche wirtschaftspolitische Debatte leidet weniger unter dem Neu-Keynesianismus als unter seiner fast völligen Missachtung

*Günther Sandner*

Der dritte Weg als politische Theorie. Konstruktiver Pragmatismus als Programm