

Wirtschaftsuniversität Wien, WS 2002/03

Tondl/Dutzler/Koller

Seminar aus Europäischer Integration

Thema 6

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank

Katharina Roth

9850328; 160

h9850328@wu.edu

Stefan Zeugner

9851051; 140

h9851051@wu.edu

Zusammenfassung:

Diese Arbeit lässt sich grob in zwei Hauptthemen einteilen: An welcher „Regel“ orientiert sich die EZB (bzw. soll sie sich orientieren) und welche Probleme können dabei auftreten? Als Standardmethode für eine „optimale“ Regel wird die sogenannte „Taylor Rule“ verwendet, wobei sich nicht nur Differenzen hinsichtlich der relativen Gewichtung des „Output Gap“ und der Inflation ergeben, sondern auch hinsichtlich der zu verwendeten Indikatoren.

Darüber hinaus werden die möglichen Probleme bei der Definition einer „optimalen“ Geldpolitik analysiert: Neben der Möglichkeit, dass nationale Präferenzen den Entscheidungsprozess der EZB paralisieren könnten, wird kurz auf die bekannte Theorie des „Optimalen Währungsraums“ (OCA) eingegangen sowie ihre Relevanz für die Europäische Währungsunion (EWU): Neben der Möglichkeit eines asymmetrischen Schocks kann aber auch angenommen werden, dass Verschiedenheiten in der Verarbeitung eines symmetrischen Schocks zutage treten können.

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	2
2	EZB – Instrumente und Strategien	3
2.1	Struktur der EZB	3
2.2	Die geldpolitische Strategie der EZB.....	5
2.3	Instrumente der EZB	7
3	Die Taylor Rule – eine strategische Regel	9
3.1	Die Politik der EZB unter Berücksichtigung einer „Policy Rule“	11
3.2	Eine EZB-spezifische Taylor Rule.....	12
3.3	Berücksichtigung des „Output Gap“	13
3.4	Nachahmung der Fed-Politik	14
3.5	Berücksichtigung anderer Inflations-Indikatoren.....	14
4	EZB-Politik angesichts regionaler Asymmetrien	15
4.1	Ist die Eurozone ein optimaler Währungsraum?	15
4.2	Das Inflationsdifferential.....	16
4.3	Optimale Geldpolitik bei asymmetrischen Schocks.....	17
4.4	Optimale Geldpolitik bei asymmetrischen Transmissionsmechanismen.....	21
4.5	Optimale Geldpolitik bei nationalen Präferenzen	23
5	Die geldpolitische Strategie der EZB im Vergleich zur amerikanischen Notenbank	
	26	
5.1	Vergleich der beiden Systeme.....	26
5.2	Geldpolitik.....	27
6	Fazit	31

Einleitung

In dieser Arbeit wird zunächst die Struktur der EZB mit dem EZB-Rat als Entscheidungsorgan und dem Direktorium als ausführendes Organ näher betrachtet. Anschließend wird auf die geldpolitische Strategie der EZB mit den zur Erreichung ihrer Ziele zur Verfügung stehenden Instrumentarien (Offenmarktoperationen, ständige Fazilitäten und Mindestreserven) näher eingegangen.

Im dritten Kapitel wird die offizielle Zielsetzung der EZB mit der bekannten „2-Säulen-Strategie“ einer Überprüfung unterzogen, um feststellen zu können, in wie weit die EZB ihrer kommunizierten Strategie entsprochen hat. Dazu wird nach einem kurzen theoretischen Überblick hauptsächlich die „Taylor Rule“ erklärt und verwendet.

Das nächste Kapitel behandelt eine optimale Geldpolitik angesichts regionaler Asymmetrien, wobei anhand eines beispielhaften Modells diskutiert wird, inwiefern sich eine gemeinsame Geldpolitik in einem solchen Fall destabilisierend auswirkt. Ein kurzer Abschnitt ist auch den daraus resultierenden nationalen Präferenzen und deren Implikation für den zuvor beschriebenen Wahlmechanismus der EZB gewidmet.

Im letzten Kapitel wird ein Vergleich mit der amerikanischen Notenbank (Fed) vorgenommen. Nach einem kurzen Überblick über die beiden Systeme wird auf die Geldpolitik der beiden Zentralbanken näher eingegangen. Grundsätzlich lassen sich Unterschiede in der Festlegung der Geldpolitik als auch in den Zielen und dem Einsatz der einzelnen Instrumente erkennen. In einem abschließenden Vergleich wird auch noch auf Differenzen außerhalb der Geldpolitik hingewiesen (Kommunikationsfähigkeit, Klarheit des Systems, Charisma der Vorsitzenden, etc.), die auf das Handeln der einzelnen Zentralbanken einen signifikanten Einfluss haben.

1 EZB – Instrumente und Strategien

1.1 Struktur der EZB

Die *Europäische Zentralbank (EZB)* wurde am 1. Juni 1998 gegründet und ist damit eine der jüngsten Zentralbanken der Welt. Die rechtliche Grundlage für die EZB und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) bildet der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft. In diesem Vertrag wurde festgelegt, dass das ESZB aus der EZB und den nationalen Zentralbanken aller 15 Mitgliedsstaaten der Europäischen Union besteht.¹

Die 12 nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets und die EZB bilden zusammen das *Eurosystem*. Die nationalen Zentralbanken der drei Mitgliedsstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben (Dänemark, Schweden und UK), sind an der Beschlussfassung bezüglich der einheitlichen Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet nicht beteiligt. Sie behalten weiterhin ihre eigene nationale Währung und führen ihre eigene Geldpolitik durch.

Die *grundlegenden Aufgaben* des Eurosystems sind:²

die Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets festzulegen und auszuführen,

Devisengeschäfte durchzuführen,

die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten,

das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.

¹ Vgl. EZB (2001), S. 11ff

² Vgl. Europäische Kommission (1997), S. 82 ff

Darüber hinaus trägt das Eurosystem zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Bankenaufsicht und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen bei. Die EZB nimmt gegenüber der Gemeinschaft und den nationalen Behörden in Fragen, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen, eine beratende Rolle wahr, insbesondere in Fällen, die das Gemeinschaftsrecht bzw. die nationale Gesetzgebung betreffen. Zur Wahrnehmung der Aufgaben des ESZB holt die EZB mit Unterstützung der NZBen die erforderlichen statistischen Daten entweder von den zuständigen nationalen Behörden oder unmittelbar von den Marktteilnehmern ein.³

Entscheidungen werden im Eurosystem zentral von den Beschlussorganen der EZB, dem EZB-Rat und dem Direktorium, getroffen. Solange es Mitgliedstaaten gibt, die den Euro noch nicht eingeführt haben, besteht der Erweiterte Rat als drittes Beschlussorgan.⁴

Der *EZB-Rat* ist das höchste Beschlussorgan der EZB. Er wird von 6 Mitgliedern des Direktoriums und 12 Präsidenten der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebietes gebildet. Der Präsident der EZB führt sowohl im EZB-Rat als auch im Direktorium den Vorsitz.

Zu den Aufgaben des EZB-Rats gehören:⁵

die Leitlinien und Entscheidungen zu erlassen, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem Eurosystem übertragenen Aufgaben zu gewährleisten,

die Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets festzulegen, gegebenenfalls einschließlich Entscheidungen in Bezug auf geldpolitische Zwischenziele, Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld im Eurosystem sowie

³ Vgl. EZB (2001), S. 19

⁴ Vgl. EZB (1999b), S. 59-67

⁵ Vgl. <http://www.ecb.int>, 16.11.2002

die Leitlinien zu erlassen, die für ihre Ausführung notwendig sind.

Das *Direktorium* der EZB ist für die Durchführung der vom EZB-Rat festgelegten Geldpolitik zuständig und erteilt den nationalen Zentralbanken dementsprechende Anweisungen. Das dritte Beschlussorgan der EZB, der *Erweiterte Rat*, beteiligt sich an den Beratungs- und Koordinierungsaufgaben der EZB und an den Vorbereitungen für eine mögliche Erweiterung des Euro-Währungsraumes.

1.2 Die geldpolitische Strategie der EZB

Nach Artikel 5 des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft⁶ sowie nach Artikel 2 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank⁷ ist es das vorrangige Ziel des Eurosystems, die *Preisstabilität* zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung dieses Zieles möglich ist, unterstützt das Eurosystem die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft und handelt im Einklang mit den Grundsätzen einer offenen Marktwirtschaft. Somit lässt der Vertrag genau erkennen, dass Preisstabilität das primäre Ziel der EZB ist, während outputbezogene Entscheidungen die Erfüllung dieses Ziels nicht gefährden dürfen.

Dieser gesetzliche Auftrag ist ein Erbe der Bundesbank, die beim Aufbau der EZB das Primat der Preisstabilität durchsetzte.⁸ Gemäss Otmar Issing, Chef-Volkswirt der EZB, erfüllt dieses Ziel folgenden Grundsatz:

⁶ Vgl. Europäische Kommission (1997), S. 82 ff

⁷ Vgl. EZB (2002), S. 2

⁸ Vgl. Heusinger (2001)

„ By maintaining price stability, a central bank contributes to minimise distortions in the allocation of resources, which is the best contribution a central bank can provide to foster growth at the economy’s productive potential.“⁹

Zur Erfüllung des klar definierten Auftrags, die Preisstabilität zu gewährleisten, räumt der EG-Vertrag dem ESZB – und damit implizit dem Eurosystem – einen hohen Grad an institutioneller Unabhängigkeit ein, sieht allerdings ergänzend hierzu umfassende Verpflichtungen hinsichtlich der Transparenz und Rechenschaftspflicht vor.¹⁰

Am 13. Oktober 1998 wurde die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie der EZB vom EZB-Rat veröffentlicht. Diese umfasst drei Hauptelemente: ¹¹

eine quantitative Festlegung der *Preisstabilität*,

eine herausragende Rolle für die *Geldmenge (M3)*, die in der Bekanntgabe eines quantitativen Referenzwerts für die Wachstumsrate eines breiten Geldmengenaggregats zum Ausdruck kommt, sowie um

eine auf breiter Grundlage erfolgende *Beurteilung der Aussichten* für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet.

Die letzten beiden Punkte werden auch als die "*zwei Säulen*" zur Erreichung des obersten Zieles, nämlich Preisstabilität, bezeichnet. Die quantitative Messung dieses Zieles soll mit Hilfe des HICP (Harmonized Index of Consumer Prices) vorgenommen werden. Preisstabilität wurde dabei definiert als ein Anstieg der Verbraucherpreise von unter 2% im

⁹ Vgl. Issing (2001), S. 3; Ü.d.Verf.: "Durch die Erhaltung von Preisstabilität trägt eine Zentralbank zur Minimierung von Fehlentwicklungen in der Allokation von Ressourcen bei, was der beste Beitrag ist, den sie zur Unterstützung des Wirtschaftswachstums entsprechend dem Produktionspotential einer Wirtschaft leisten kann."

¹⁰ Vgl. EZB (2001), S. 27 u. 31

¹¹ Vgl. EZB (1998)

Vergleich zum Vorjahr. Des weiteren publiziert die EZB, dass sie dieses Ziel lediglich mittelfristig erreichen will. Sie begründet diese Vorgehensweise damit, dass saisonale Schwankungen und andere kurzfristige Effekte nicht als Abweichung vom Ziel der Preisstabilität gewertet werden sollen.¹² Dadurch trägt die EZB zur Transparenz und Rechenschaft der geldpolitischen Strategie bei und fördert somit ihr letztendliches Ziel, nämlich inflationäre Erwartungen niedrig zu halten.¹³

Für 1999 und 2000 gab die EZB einen Referenzwert für das jährliche Wachstum der Geldmenge von 4,5% an. Die Geldmenge (Erste Säule der geldpolitischen Strategie der EZB) ist definiert als „broad money“, d.h. sie besteht nicht nur aus Banknoten, Münzen, und unbefristeten Konten, sondern auch aus befristeten Konten, kurzfristige Anleihen, etc.¹⁴ Der Referenzwert wurde so gewählt, dass er nach der Formel $M_v = P \cdot Y$ einer Steigerung des Preisniveaus von jährlich 1-2 % entspricht.¹⁵

1.3 Instrumente der EZB

In Artikel 17 bis 24 der ESZB-Satzung¹⁶ sind die währungspolitischen Aufgaben und Operationen des Eurosystems festgelegt. Auf Basis dieser Bestimmungen wurde vom Europäischen Währungsinstitut ein Handlungsrahmen für die einheitliche Geldpolitik erarbeitet. Die endgültigen Entscheidungen bezüglich des Handlungsrahmens wurden vom EZB-Rat Ende 1998 festgelegt. Er kann auch gewisse Merkmale der nachstehenden Instrumente und Verfahren ändern.¹⁷

¹² Vgl. EZB (1999a), S. 47-48

¹³ Vgl. Hansen/Olsen (2001), S. 183

¹⁴ Vgl. EZB (1999a), S. 49

¹⁵ Vgl. Hansen/Olsen (2001), S. 183

¹⁶ Vgl. EZB (2002a), S. 7-9

¹⁷ Vgl. EZB (2002b), S. 7, Kapitel 1.6

Zur Erreichung seiner Ziele stehen dem Eurosystem eine Reihe geldpolitischer Instrumente zur Verfügung. Es kann Offenmarktgeschäfte durchführen, ständige Fazilitäten anbieten und verlangt, dass Kreditinstitute Mindestreserven auf Konten im Eurosystem halten.¹⁸

– **Offenmarktgeschäfte**

Offenmarktgeschäfte spielen in der Geldpolitik der EZB eine wichtige Rolle bei der Steuerung der Zinssätze, der Kontrolle der Liquiditätslage am Geldmarkt und der Signalisierung des geldpolitischen Kurses. Zur Durchführung von Offenmarktgeschäften stehen dem Eurosystem fünf Arten von Instrumenten zur Verfügung. Wichtigstes Instrument sind die befristeten Transaktionen (in Form von Pensionsgeschäften oder Pfandkrediten). Weitere Instrumente, von denen das Eurosystem Gebrauch machen kann, sind definitive Käufe bzw. Verkäufe, die Emission von Schuldverschreibungen, Devisenswapgeschäfte und die Hereinnahme von Termineinlagen. Bei Offenmarktgeschäften geht die Initiative von der EZB aus, die auch über das einzusetzende Instrument und die Bedingungen für die Durchführung der Geschäfte entscheidet. Offenmarktgeschäfte können in Form von Standardtendern, Schnelltendern oder bilateralen Geschäften durchgeführt werden.

– **Ständige Fazilitäten**

Die ständigen Fazilitäten dienen zur Bereitstellung und Absorption von Übernachtliquidität. Sie haben Signalwirkung bezüglich des allgemeinen Kurses der Geldpolitik und stecken Ober- und Untergrenze der Geldmarktsätze für Tagesgelder ab. Folgende zwei Fazilitäten können von den zugelassenen Geschäftspartnern in Anspruch genommen werden:

- *Spitzenrefinanzierungsfazilität* (im folgenden Refinanzierungssatz genannt): dient der Beschaffung von Übernachtliquidität zu einem vorgegebenen Zinssatz gegen

¹⁸ Zu den Instrumenten vgl. EZB (2002b), S. 4-7

refinanzierungsfähige Sicherheiten; der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität bildet im Allgemeinen die Obergrenze des Tagesgeldsatzes.

- *Einlagefazilität* (im folgenden Overnight-Zinssatz genannt): wird genutzt, um bei den nationalen Zentralbanken Guthaben bis zum nächsten Geschäftstag anzulegen; der Zinssatz für die Einlagefazilität bildet im Allgemeinen die Untergrenze des Tagesgeldsatzes.

– **Mindestreserven**

Der EZB-Rat hat die Auferlegung von Mindestreserven als einen integralen Bestandteil des Handlungsrahmens für die Geldpolitik in der dritten Stufe beschlossen. Das Mindestreservesystem dient dazu, die Geldmarktzinsen zu stabilisieren, eine strukturelle Liquiditätsknappheit herbeizuführen (oder zu vergrößern) und u. U. zur Begrenzung des Geldmengenwachstums beizutragen. Die Reservepflicht des einzelnen Instituts wird anhand bestimmter Positionen seiner Bilanz festgelegt. Um die angestrebte Stabilisierung der Zinssätze zu erreichen, ist es den Instituten im Rahmen des Mindestreservesystems des Eurosystems gestattet, von den Bestimmungen über die Durchschnittserfüllung Gebrauch zu machen. Dies bedeutet, dass die Institute ihrer Mindestreservepflicht unter Zugrundelegung der tagesdurchschnittlichen Reserveguthaben innerhalb einer einmonatigen Erfüllungsperiode nachkommen. Die Mindestreserveguthaben werden zum durchschnittlichen Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems während der Erfüllungsperiode verzinst.

2 Die Taylor Rule – eine strategische Regel

Seit mehreren Jahrzehnten fordern Stimmen aus Forschung und Praxis, dass Notenbanken ihre Strategie an einer einfachen Regel orientieren. In letzter Zeit konzentriert sich die Aufmerksamkeit dabei auf die sog. „Taylor Rule“, die im folgenden kurz vorgestellt werden soll.

Taylor¹⁹ bezieht sich auf Bryant, Hooper und Mann,²⁰ die in neun verschiedenen Multi-Länder-Modellen verschiedene „Policy Rules“ der Zentralbank vergleichen und zu dem Schluss kommen, dass nach ihrer Spezifikation jene Regel ideal ist, die die Zinsen entsprechend einer Minimierung des Wohlfahrtsverlustes aufgrund von Inflations- und Einkommensbewegungen steuert. Interessanterweise setzt sich dabei diese Art von Regel gegen reine Geldangebotsorientierte Regeln durch. Taylor kommt darüber hinaus zu der Erkenntnis, dass in seinen Modellen eine Inflations- und Outputorientierte Steuerung des Zinssatzes eine wechselkursorientierte Strategie immer schlägt, was als Argument gegen fixe Wechselkursregime zu interpretieren ist. In weiterer Folge modelliert Taylor die berühmte Gleichung für die US-Geldpolitik, die seither in den verschiedensten Versionen aufgegriffen worden ist, um Zentralbank-Verhalten zu simulieren.

$$i_t = \bar{r} + \pi_t + \gamma_1(\pi_t - \pi^*) + \gamma_2(y_t - y^*)$$

In dieser, Breuss²¹ folgenden Darstellung entspricht i dem Zinssatz der Zentralbank, r dem als konstant angenommenen Realzinssatz und π der Inflationsrate. Der Zentralbank-Zinssatz soll genau dann von Realzins plus Inflation abweichen, wenn die beiden folgenden Summanden nicht Null sind – dabei entspricht $\pi_t - \pi^*$ der Abweichung der Inflationsrate π von einem Zielwert π^* und $y_t - y^*$ dem „Output Gap“, der Abweichung des Einkommens vom sog. „natürlichen“ Einkommen, das nach gängiger Theorie von der Angebotsseite vorgegeben ist.²² Wie zu ersehen, sind die beiden genannten Abweichungsterme mit den Gewichtungsfaktoren γ_1 und γ_2 versehen, die ihre relative Wichtigkeit versinnbildlichen. Im Original verwendete Taylor den Wert 2 sowohl für den Realzinssatz als auch für das Inflationsziel und verwendete für $y - y^*$ die Abweichung des Outputwachstums vom „natürlichen“ Pfad (geschätzt auf +2,2% p.a.). Die Gewichtung für den „Inflation Gap“ bewertet er mit 1,5, jene für den „Output Gap“ mit 0,5. Hinsichtlich der Lucas-Kritik

¹⁹ Vgl. Taylor (1993), S. 200 ff.

²⁰ Vgl. Bryant, Hooper, Mann (1993)

²¹ Vgl. Breuss (2002), S. 9

²² Dazu ist anzumerken, dass ein Vielzahl von Autoren statt des Output Gap die Abweichung der Arbeitslosenrate von der „natürlichen“ Arbeitslosenrate (NAIRU) verwenden: Eine Methode, die nach dem Okun'schen Gesetz äquivalent zu unserer Darstellung ist (natürlich mit umgekehrten Vorzeichen!).

rechtfertigt Taylor den kurzfristigen realen Effekt einer Zinsänderung mit nominalen Rigiditäten und dem Umstand, dass Erwartung bei einer Politikänderung nur langsam zu neuen Werten konvergieren. Aufgrund einer historischen Evaluation kommt Taylor zu dem Schluss, dass seine Regel die Zinspolitik unter Greenspan hinreichend beschreibt, was seit seiner Publikation von verschiedensten Seiten bestätigt wurde.

Im folgenden konzentriert sich die Anwendung der Taylor Rule auf europäische Verhältnisse. Nachdem zuerst analog zu Taylor auf aggregierte Daten eingegangen wird, befasst sich das nächste Kapitel mit ihrer Anwendung unter Berücksichtigung der regionalen Asymmetrien, mit denen die EZB besonders konfrontiert ist.

2.1 Die Politik der EZB unter Berücksichtigung einer „Policy Rule“

Wie bereits erläutert, ist das primäre Ziel der EZB die Preisstabilität, wobei diese einen Referenzwert von maximal 2% Steigerung des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HICP, gewichtet nach dem Konsum der einzelnen WWU-Mitgliedsstaaten) festgelegt hat. Die EZB bezieht sich dabei explizit auf die mittelfristige Inflationsrate und lässt kurzfristige Abweichungen von diesem Ziel zu:

„The medium term horizon also acknowledges the existence of short term volatility in prices, possibly arising from a variety of sources, which cannot be controlled by monetary policy.“²³

Darauf bezogen lässt sich erklären, warum in der Vergangenheit Inflationsraten von über 2% keine unmittelbaren Zinserhöhungen seitens der EZB nach sich zogen. Issing stellt auch klar, dass 2001 zwar die Inflation p.a. über 2% lag, der Marktkonsens (aufgrund inflations-indexierter Staatsanleihen) jedoch die langfristige Inflation unter 2% sah.

²³ Issing (2001), S. 8; Ü.d.Verf.: Die mittelfristige Ausrichtung anerkennt die Existenz einer kurzfristigen Volatilität der Preise, möglicherweise aufgrund einer Vielzahl von Ursachen, die nicht durch Geldpolitik kontrolliert werden kann.

Das dezidierte Primärziel der EZB geriet seitens von Politik und Märkten deutlich unter Beschuss, gleichzeitig widmeten sich zahlreiche Untersuchungen der Glaubwürdigkeit der EZB – und damit der Frage, ob die EZB wirklich ausschließlich auf ihr Inflationsziel abzielt, oder ob in Wirklichkeit nicht doch andere, nicht publizierte Faktoren eine Rolle bei der Zinsentscheidung spielen.

Die meisten Autoren konzentrieren sich dabei auf eine (abgewandelte) Form der Taylor Rule und testen dabei die Plausibilität verschiedener Gewichtungen für die Bestandteile der Formel. Natürlich stellt sich die Frage, ob es legitim ist, Notenbank-Entscheidungen durch eine simple algebraische Regel nachzubilden: Dem herrschenden Konsens zufolge erlaubt eine richtig konfigurierte Taylor Rule eine hinreichende Annäherung an die normalen Zinsentscheidungen – dabei betonen jedoch alle Autoren, dass besondere Umstände (wie z.B. extreme wirtschaftliche oder psychologische Schocks) ein Abweichen von der generellen Regel erfordern. Unter dem Eindruck des 11. September schließt sich auch der EZB-Chefvolkswirt Issing diesem Standpunkt²⁴ an. Somit ergibt sich aber für das Tagesgeschäft implizit die Gültigkeit einer „Taylor Rule“, wobei aber Differenzen über deren genaue Ausgestaltung bestehen.

2.2 Eine EZB-spezifische Taylor Rule

Alle in der Folge zitierten Autoren untersuchen die Plausibilität einer Regel, die rein auf die Erhaltung einer zwei-prozentigen Steigerung des HICP abzielt, was einer Taylor Rule der folgenden Form entspricht:

$$i_t = \bar{r} + \pi_t + \gamma_1(\pi_t - \pi^*)$$

Alesina et al.²⁵ kalibrieren die Formel mit einer der originären Taylor Rule entsprechenden Gewichtung von 1,5 für den „Inflation Gap“ und setzen basierend auf Gerlach/Schnabel²⁶ den

²⁴ Vgl. Issing (2001), S. 4

²⁵ Vgl. Alesina et al. (2000), S. 27 f.

²⁶ Vgl. Gerlach, Schnabel (1999), Kap. 2

europäischen Realzinssatz auf 2,5%. Als Inflationsziel verwenden sie nicht die üblichen 2%, sondern 1,5%, was sie aus einer Interpolation zwischen den zwei „Säulen“ der EZB ableiten.

Eine solche Parameterwahl unterschätzt jedoch konstant das von der EZB vorgegebene Zinsniveau. Die Autoren kommen zu dem Ergebnis, dass auch ein niedrigerer Wert sowohl für γ_1 (sie setzen $\gamma_1 = 1$, was eine „weiche“ Preisstabilitätspolitik bedeutet), als auch für r nicht zu einem befriedigendem Ergebnis führt.

2.3 Berücksichtigung des „Output Gap“

Aufgrund der dezidierten Ausrichtung der EZB auf die mittelfristige Inflation könnte man die Inkludierung eines Terms für den „Output Gap“ als zulässig erachten, da konform zur Theorie das Ausmaß dieses „Gaps“ einen Indikator dafür liefert, wie es um die preistreibenden Mechanismen in der Volkswirtschaft beschaffen ist. D.h. wenn die EZB auf die Beschränkung der prognostizierten Inflation abzielt, wäre es aufgrund dieser Eigenschaft möglich, eine Einbeziehung des „Output Gap“ statistisch nachzuweisen. Alesina et al. können diese Hypothese jedoch nicht durch Kalibrierung analog zu Taylor bestätigen. Breuss²⁷ dagegen kommt durch ökonometrische Schätzung einer entsprechenden Formel sehr wohl zu dem Ergebnis, dass der Output Gap statistisch signifikant ist und langfristig einen Wert von 0,34 für γ_2 gegenüber 0,89 für γ_1 aufweist. Dazu ist allerdings anzumerken, dass beide Arbeiten verschiedene Werte für den „natürlichen“ Output annehmen bzw. Inflationsziel und Realzins zwar nahe aneinander, aber doch verschieden wählen.

Gerlach/Schnabel,²⁸ deren Untersuchung für die Eurozone auf Daten vor 1999 beruht,²⁹ kommen ebenfalls zu dem Ergebnis, dass der Output Gap in den Neunzigern eine Rolle spielte und können aufgrund ihrer Datenlage die Hypothese einer Gewichtung nach Taylor ($\gamma_1=1,5$ und $\gamma_2=0,5$) nicht verwerfen.

²⁷ Vgl. Breuss (2002)

²⁸ Vgl. Gerlach, Schnabel (1999), Kap.3

²⁹ Anm.: Deren Schätzung weist bessere statistische Eigenschaften als jene von Breuss auf.

2.4 Nachahmung der Fed-Politik

Breuss weist darauf hin, dass statistisch ein Zusammenhang der EZB-Zinsentscheidung mit der Fed Funds Rate³⁰ vier Monate zuvor besteht, der im übrigen hoch signifikant ist. Berücksichtigt man diesen Term gemeinsam mit einer Konstante sowie der Abweichung vom Inflationsziel, so wird die Berücksichtigung des Output Gap obsolet. Breuss errechnet dabei Koeffizienten von 0,8 für γ_1 und von 0,4 für die Fed Funds Rate (mit einem „Lag“ von 4 Monaten). Diese Schätzung erscheint im Übrigen wesentlich effizienter als die zuvor erwähnte.

Die postulierte Nachahmung der Fed-Politik schlägt allerdings ebenfalls in die Kerbe einer Berücksichtigung des Output Gap, da die Fed zu großen Teilen versucht, die preistreibenden Mechanismen über die US-amerikanische Konjunktur zu kontrollieren – und in letzter Zeit die Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung beiderseits des Atlantik große Ähnlichkeit aufweist.

2.5 Berücksichtigung anderer Inflations-Indikatoren

Alesina et al. kommen in ihrer Evaluierung zu dem Schluss, dass die Zinsentscheidungen der EZB wahrscheinlich weder vom aktuellen HICP, noch von länderspezifischen Interessen bestimmt sind, sondern am ehesten auf einer Kombination von Kerninflation³¹ und prognostizierter Inflation beruhen. Eine derartige Politik ist von unserem Standpunkt vertretbarer als die reine Fokussierung auf aktuelle Verbraucherpreise, da sie erstens die zukünftigen (mittelfristigen) Inflationsgefahren bekämpft und zweitens jenen Teil der Inflation, der durch externe Angebotsschocks hervorgerufen sein könnte, ignoriert. Speziell für 2000/2001 ist eine solche Argumentation zielführend: Da die hohen Inflationsraten dieser Zeit primär die gestiegenen Preise für Energieträger (u.a. verbunden mit einem steigenden Dollarkurs) widerspiegeln und außerdem die Angebotsverknappung bei Fleisch infolge der

³⁰ Zinssatz der US-amerikanischen Notenbank (Federal Reserve Bank, kurz „Fed“)

³¹ „Core Inflation“: HICP ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise

BSE-Krise beinhalten, wäre eine Zinssteigerung unserer Ansicht nach nicht zielführend gewesen. Eine solche Anhebung hätte die Inflation nur durch Dämpfung der Nachfrage gesenkt, was gemeinsam mit den steigenden Energiepreisen eine weitere Belastung für die Anbieter innerhalb der EWU bedeutet hätte.

Die dieser Identifizierung entsprechende Politik ist auch im Sinne der öffentlichen Erklärungen der EZB interpretierbar: Wie bereits erwähnt, liegt das Hauptaugenmerk der EZB auf den mittelfristigen Verbraucherpreisen, und da die EZB Abweichungen von Energie- und Nahrungsmittelpreisen wiederholt als vorübergehend bezeichnet hat, besteht anscheinend Kohärenz mit ihren Aussagen, wenn sie deren preistreibenden Effekt im HICP toleriert.

Das wirft allerdings die Frage auf, ob die kommunizierte Fokussierung auf die 2% der HICP-Inflation wirklich optimal im Sinne einer transparenten Notenbankpolitik ist.

3 EZB-Politik angesichts regionaler Asymmetrien

3.1 Ist die Eurozone ein optimaler Währungsraum?

Die Theorie Optimaler Währungsräume (OCA: Optimum Currency Area) besagt, dass ein solcher Währungsraum derart beschaffen sein muss, dass weder eine Bindung an die Währung eines anderen Landes einerseits, noch eine Teilung in kleinere Währungsräume eine Verbesserung mit sich bringen würde.³² Die Aufmerksamkeit richtet sich v.a. auf zweites Argument: Es stellt sich die Frage, ob die Eurozone zu groß, die Teilnehmerländer zu verschieden voneinander sind und ob es nicht effizienter wäre, die Geldpolitik regional anzupassen. Ob und in welchem Ausmaß die Eurozone eine solchen OCA darstellt wird in der Literatur ausführlich diskutiert. Im wesentlichen dabei werden folgende Faktoren als kritisch identifiziert:

Um die *Entstehung von asymmetrischen Schocks* zu verhindern, ist es von Bedeutung, die volkswirtschaftlichen Transmissionsmechanismen der OCA-Regionen zu beachten: Die

³² Vgl. Mundell (1961)

wirtschaftliche Entwicklung von OCA-Regionen sollte ähnliche Charakteristika aufweisen, was im wesentlichen mit Handelsverflechtung einhergeht und anhand der Korrelation der Outputentwicklung gemessen wird. Dazu kommt die Forderung, dass die Regionen in sich sektoral diversifiziert sein sollen, was einen branchenspezifischen Schock abfedert – und dass diese Diversifizierung interregional ähnlich ausgestaltet ist, was den Effekt eines Schocks für alle OCA-Regionen angleicht.

Des weiteren gilt es, die *asymmetrische Verarbeitung externer Schocks* zu minimieren. Abgesehen von Faktormobilität liegt die Betonung dabei auf flexiblen Preismechanismen, die eine Neuausrichtung der relativen Preise infolge eines Schocks ohne hohe Anpassungskosten ermöglichen sollen.

Speziell in dieser Frage setzt die Kritik an der EWU ein: Es wird argumentiert, dass diverse Staaten (insbesondere Deutschland) gegenüber anderen eine nominale Rigidität aufweisen, die nicht mit einer gemeinsamen Geldpolitik vereinbar ist.

Wir überlassen die Erörterung, inwieweit die EWU die Kriterien eines OCA erfüllt, anderen und verweisen dabei auf Mundell (1961), McKinnon (2000), Kouparitsas (2001). Entsprechend der Themenvorgabe konzentrieren wir uns darauf, wie eine Notenbank handeln soll, wenn ihr Hoheitsbereich einen derart heterogenen Bereich darstellt wie es die Eurozone offenbar ist.

3.2 Das Inflationsdifferential

Allein wenn man die Inflationsraten der Euro-Länder betrachtet, ergibt sich ein heterogenes Bild: V.a. periphere, aufstrebende Staaten wie Irland oder Spanien hoben sich in den letzten Jahren durch Inflationsraten über dem EWU-Schnitt hervor. Teilweise dürfte dieses Phänomen darauf zurückzuführen zu sein, dass es im Zuge der europäischen Integration zur Konvergenz der Preisniveaus der einzelnen Mitgliedsstaaten kommt – wie es z.B. unlängst bei einer unionsweiten Preisanpassung der Automobilproduzenten der Fall war.

Darüber hinaus kommt eventuell der vielzitierte Balassa-Samuelson-Effekt zum Tragen.³³ Dieser besagt, dass ein wirtschaftlicher Aufholprozess mit einem schnellen Produktivitätswachstum im Sektor der handelbaren Güter einhergeht, während die Produktivität von nicht-handelbaren Gütern (öffentlicher Sektor, diverse Dienstleistungen) mit dem nicht Schritt hält. Das Realeinkommen bezogen auf handelbare Güter steigt, was gemeinsam mit den beschriebenen Produktivitätsverhältnissen dazu führt, dass die relativen Preise der nicht-handelbaren Güter steigen, was sich wiederum fördernd auf das allgemeine Preisniveau, also die Inflation auswirkt. Dieser Prozess setzt sich solange fort, bis die Produktion handelbarer Güter ein Produktivitätsniveau äquivalent zum führenden Außenhandelspartner erreicht. Alesina et al. kommen zu dem Schluss, dass dieser Effekt einen kleinen Teil des Preisanstiegs in Irland erklärt, den sie im wesentlichen aber auf wirtschaftliche Überhitzung zurückführen. Spanien als Vertreter der mediterranen Staaten attestieren sie dagegen, dass allfällige Inflationsdifferenziale hauptsächlich aufgrund einer Ausweitung des Faktors Arbeit auftreten. Insgesamt dürfte wirtschaftliche Konvergenz für einen Teil der Inflationsabweichungen im Euroraum verantwortlich sein, wahrscheinlich wird deren überwiegender Teil jedoch durch asymmetrischen Wirtschafts-Zyklen verursacht.

3.3 Optimale Geldpolitik bei asymmetrischen Schocks

Untersuchungen über die optimale Geldpolitik bei Nichterfüllung der OCA-Kriterien, bzw. einem asymmetrischen Währungsraum liegen en masse vor. Wir beschränken uns hauptsächlich auf die repräsentative Arbeit von De Grauwe³⁴ deren Implikation wir v.a. intuitiv vorstellen.

De Grauwe untersucht, wie die meisten seiner Kollegen, den Fall, in dem zwei Länder eine Währungsunion bilden. Er postuliert zwei einfache Wohlfahrtsverlusts-Funktionen³⁵ der Länder F und R, die nach einem Gewichtungsfaktor α aufaggregiert werden.

³³ Vgl. Alesina et al. (2001), S. 16

³⁴ De Grauwe (2000)

³⁵ Die Formeln sind direkt übernommen aus: De Grauwe (2000), S. 596 f.

$$L_R = \pi^2 + b(U_R - U_R^*)^2$$

$$L_F = \pi^2 + b(U_F - U_F^*)^2$$

$$L_E = \alpha L_R + (1 - \alpha)L_F$$

wobei L den Wohlfahrtsverlust, π die gemeinsame Inflationsrate, U die Arbeitslosenrate und U^* die „natürliche“ Arbeitslosenrate (NAIRU) definiert. Die Realeffekte monetärer Größen bildet er durch eine simple (kurzfristige) Darstellung der Phillips-Kurve ab:

$$U_R = U_R^* - a_R(\pi - \pi^e) + \varepsilon_R$$

$$U_F = U_F^* - a_F(\pi - \pi^e) + \varepsilon_F$$

Asymmetrien können dabei in zwei Formen auftreten: Einerseits in unterschiedlichen Schocks ε_R und ε_F , andererseits im Transmissionsmechanismus α_F bzw. α_R . Die Zentralbank errechnet sich den jeweiligen nationalen Wohlfahrtsverlust und aggregiert diesen wie beschrieben. Die L_E -minimierende Inflationsrate ist dann gegeben durch:

$$\pi = \frac{b[\alpha a_R \varepsilon_R + (1 - \alpha) a_F \varepsilon_F]}{1 + b[\alpha a_R^2 + (1 - \alpha) a_F^2]}$$

De Grauwe untersucht zuerst den Fall gleicher Transmissionsmechanismen, aber verschiedener Schocks (also $\alpha_F = \alpha_R = \alpha$, aber $\varepsilon_R \neq \varepsilon_F$), wobei er die Wichtigkeit beider Regionen gleich setzt ($\alpha = (1 - \alpha) = 0,5$) Er kommt zu dem Ergebnis, dass die Divergenz (Varianz) von Arbeitslosigkeit und Inflation in beiden Staaten vom Korrelationskoeffizienten der Schocks abhängt.

$$\text{var } \pi = 0,25 \left[\frac{ba}{1 + ba^2} \right]^2 (1 + \rho) \text{var } \varepsilon$$

$$\text{var } U_R = \text{var } U_F = \frac{1 + ba^2(1 + 0,5ba^2)}{(1 + ba^2)^2} (1 - \rho) \text{var } \varepsilon$$

Wie zu ersehen, führt eine absolute Asymmetrie der Schocks ($\rho = -1$) dazu, dass die Varianz der Inflation Null ergibt, wohingegen jene der Arbeitslosenraten genau der Varianz der Schocks entspricht. Dies wäre laut De Grauwe gleichbedeutend mit einer extrem konservativen Zentralbank, die Arbeitslosenraten in ihrer Inflationspolitik nicht berücksichtigt

– obwohl eigentlich der Entscheidungsprozess über die optimale Inflation durch die exakt entgegengesetzten Bedürfnisse beider Regionen paralyisiert ist.

Ist der Schock dagegen völlig symmetrisch ($\rho = 1$), so bewegt sich die Varianz der Arbeitslosenraten proportional zu jener der Schocks, allerdings nicht im selben Ausmaß. Die Abweichung der Inflationsraten ist in diesem Falle ebenfalls positiv und proportional zu den Schocks. Im Übrigen entspricht der symmetrische Fall dem klassischen Ein-Land-Modell.

Grafisch lässt sich der Mechanismus folgendermaßen darstellen:

Die Darstellung geht von dem Status aus, in dem das Produktionspotenzial der Ökonomie exakt erfüllt ist. Unter der Annahme $\alpha_F = \alpha_R = \alpha$ haben die fallenden grauen Linien, die die Phillips-Beziehung darstellen, genau die gleiche Steigung. Ein symmetrischer Schock führt zu einer Verschiebung beider Linien z.B. nach rechts oben. Die gestrichelte Linie repräsentiert dabei die optimale, Wohlfahrtsverlust-minimierende Inflation für das jeweilige Land.

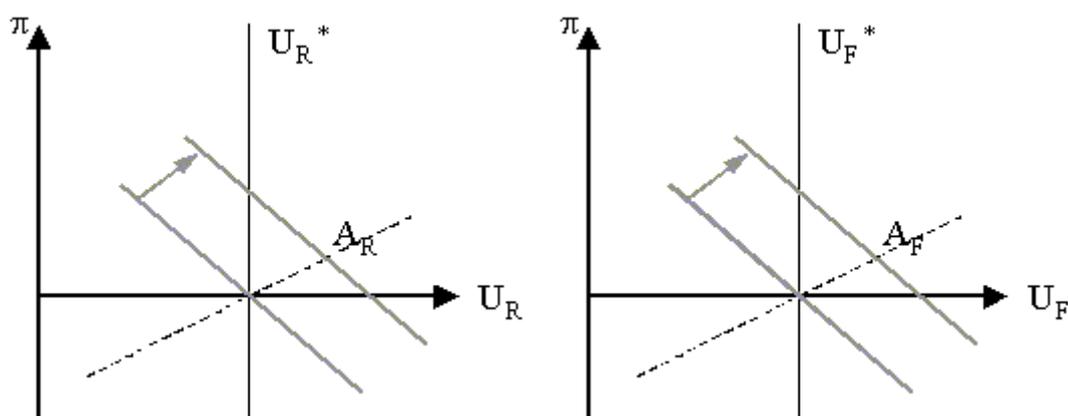


Abbildung 1: Symmetrische Transmissionsmechanismen, symmetrische Schocks³⁶

Unter der Annahme eines absolut symmetrischen Schocks stellt es für die Notenbank kein Problem dar, mit ihrer Geldpolitik den Punkt $A_R=A_F$ anzustreben, und dementsprechend die Inflation zu erhöhen um den arbeitsmindernden Effekt abzuschwächen.

³⁶ Quelle: Angelehnt an De Grauwe (2000), S.601

Ein asymmetrischen Schock hingegen führt zu einer genau entgegengesetzten Verschiebung der Phillips-Linien für R und F:

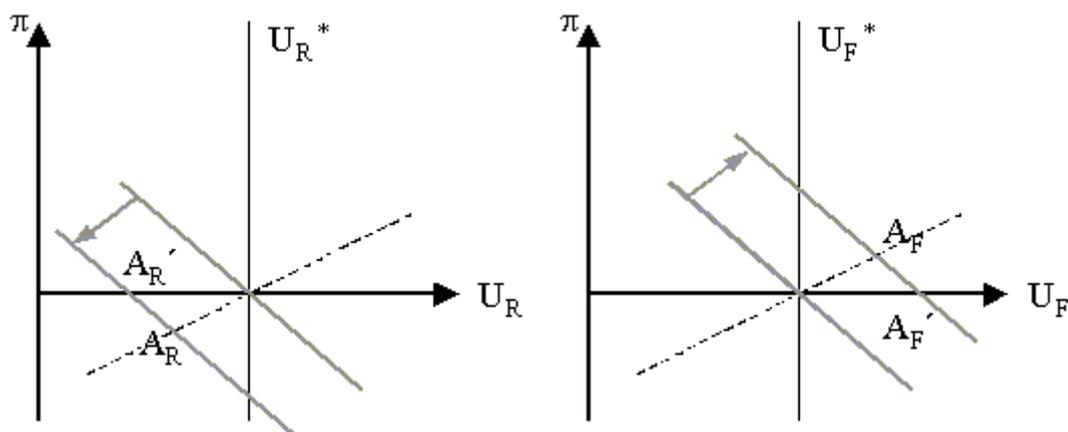


Abbildung 2: Symmetrische Transmissionsmechanismen, asymmetrische Schocks³⁷

Dieses Szenario würde für Staat R eine Inflationssenkung gemäß dem Punkt A_R , für das Land F eine Preis-Akzeleration entsprechend Punkt A_F fordern. Die Zentralbank kann mit ihrer Geldmenge jedoch nur eine optimale Inflation bestimmen und wird durch den genau entgegengesetzten Bedarf in ihrer Entscheidung paralyisiert. Die Inflationsrate bleibt konstant (auf der horizontalen Achse), was zu einer Verschlimmerung im realen Sektor führt – die Divergenz der beiden Staaten manifestiert sich in Arbeitslosenraten entsprechend den Punkten A_R' und A_F' . Für den Fall $-1 < \rho < 1$ kann die Reaktion der Zentralbank in einem Bereich zwischen der optimalen gestrichelten Linie und der super-konservativen X-Achse eingeordnet werden.

De Grauwe kommt so zu dem Ergebnis, dass (teilweise) asymmetrische Schocks in einem Währungsraum zu nicht optimaler Geldpolitik führen, die die Härte realer Schocks kaum abfedert und so erscheint, als ob das Inflationsziel bei weitem überwiegt.

³⁷ Quelle: Angelehnt an De Grauwe (2000), S. 600

3.4 Optimale Geldpolitik bei asymmetrischen Transmissionsmechanismen

In der Folge analysiert De Grauwe den Fall eines symmetrischen Schocks, aber verschiedener Transmissionsmechanismen (also $\alpha_F > \alpha_R$ und $\varepsilon_R = \varepsilon_F = \varepsilon$). Unter weiteren Annahmen, die eine geschlossene Lösung des Systems erlauben, kommt er zu folgendem Schluss: Bei gegebenem, positiven b (d.h. Bedeutung des Output Gaps für die Notenbank-Politik) nimmt die Varianz der Arbeitslosigkeit von R (U_R) mit zunehmender Varianz der Transmissionsmechanismen zu, während jene von U_F abnimmt. Somit lässt sich erkennen, dass die gemeinsame Geldpolitik bei steigender Divergenz von α_R und α_F dazu führt dass das flexible Land F (großes α_F) flexibler, das rigide Land R (kleines α_R) noch rigider wird. In der grafischen Darstellung³⁸ ist das folgendermaßen ersichtlich. Der symmetrische Schock verschiebt beide Phillips-Linien im gleichen Ausmaß (grauer Pfeil). Entsprechend deren unterschiedlichen Steigungen würde die optimale Geldpolitik für Land F eine Inflationsrate entsprechend dem Punkt A_F fordern, während die ideale Inflation für Staat R durch Punkt A_R gegeben wäre. Im Zuge der Agglomeration wählt die gemeinsame Zentralbank eine Inflationsrate zwischen den beiden länderspezifisch optimalen (gestrichelte horizontale Linie), was dazu führt, dass die schockinduzierte Arbeitslosigkeit für R stärker (Punkt A_R') und für F schwächer (Punkt A_F') als im optimalen Fall ausfällt.

³⁸ Diese Darstellung zeigt einen Spezialfall, der auf eigenen Berechnungen nach den dargestellten Annahmen De Grauwes beruht

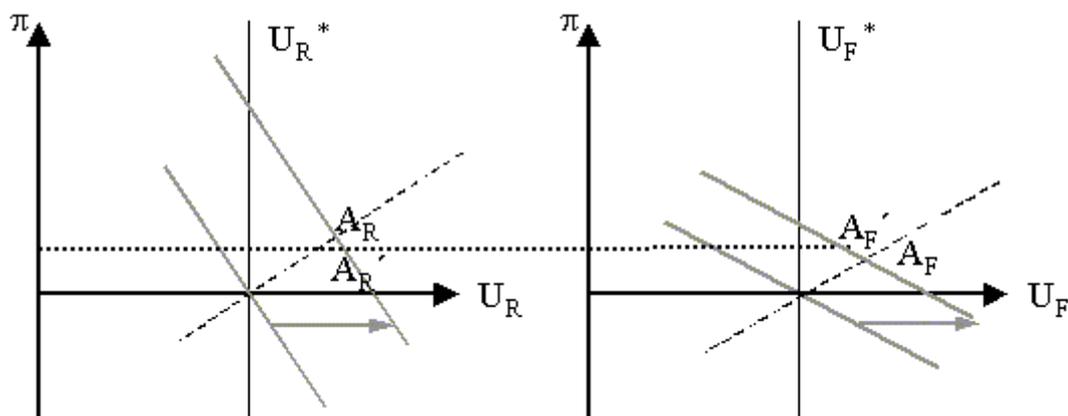


Abbildung 3: Asymmetrische Transmissionsmechanismen, symmetrische Schocks³⁹

Des weiteren analysiert De Grauwe, ob der vorgestellte Fall einer Rücksichtnahme auf die regionalen Output Gaps zu einem anderen Ergebnis führt als eine Politik-Entscheidung aufgrund von aggregierten Daten. Er kommt zu dem Schluss, dass bei unterschiedlicher Preisrigidität die gemeinsame Zentralbank in ihrer Entscheidungsfindung unter unionsweiter Aggregation die Abweichung der Output Gaps vernachlässigt, was jedoch für die Bestimmung einer optimalen Inflationsrate vonnöten ist – daher führen Entscheidungen aufgrund aggregierter Daten zu sub-optimalen Ergebnissen.

Das wesentlich feiner ausgearbeitete Zwei-Länder-Modell von Benigno⁴⁰ führt im Wesentlichen zum gleichen Ergebnis – darüber hinaus berücksichtigt dieses angelehnt an die OCA-Theorie auch noch die „Terms of Trade“ zwischen den Regionen, die bei unterschiedlichen nominalen Rigiditäten unerwünschte Effekte für die unionsweite Inflation nach sich ziehen. Die Berücksichtigung einer Wohlfahrts-Funktion analog zu De Grauwe lässt den Schluss zu, dass eine Übergewichtung der rigideren Region in der Bestimmung der optimalen Inflationsrate zu einem nahezu optimalen Ergebnis führt – eine Beobachtung, die

³⁹ Darstellung beruht auf De Grauwe (2000), S. 602 f.

⁴⁰ Benigno (2001), S. 14 ff.

sich auch in Abbildung 3 (einem von uns gewählten Sonderfall von De Grauwe) erkennen lässt.⁴¹

Dies impliziert für die Empirie eine stärkere Ausrichtung der EZB-Politik an den Ländern, deren Preisanpassungs-Mechanismus als am rigidesten angesehen wird (typischerweise Deutschland). Unter diesem Gesichtspunkt folgt die Analyse einer Geldpolitik, deren Ausgestaltung von nationalen Präferenzen determiniert wird.

Schlussendlich wäre es eventuell sinnvoll, die unterschiedliche Zinsreagibilität der Teilnehmerländer zu berücksichtigen. Es wird vielfach argumentiert, dass eine Zinssenkung in Deutschland nicht die gleichen Nachfrageeffekte wie in Italien zeitigt: Während nämlich in Italien kurzfristige, variable Zinssätze eine große Rolle spielen, sind Investitionsentscheidungen in Deutschland hauptsächlich von langfristigen Fixzinsen abhängig. Das würde bedeuten, dass eine Zinsänderung sich eher an den italienischen Verhältnissen orientieren könnte, da die Realeffekte einer solchen Maßnahme in Deutschland nicht so gravierend ausfallen. Eine solche intuitive Schlussfolgerung wird v.a. seitens der Märkte und Politiker gerne bezogen, während sich wissenschaftliche Ökonomen diesbezüglich aufgrund widersprüchlicher Daten und Forschungsergebnisse eher bedeckt halten.

3.5 Optimale Geldpolitik bei nationalen Präferenzen

Es wäre natürlich möglich, dass die Zinsentscheidung der EZB stark durch nationale Interessen geprägt wird. Alesina et al.⁴² kalibrieren in ihrem Artikel per Taylor Rule den optimalen Zinssatz basierend auf aggregierten Daten, sowie nach der gleichen Regel die impliziten Zinssätze für die einzelnen Euro-Mitgliedsstaaten und vergleichen diese Daten mit der tatsächlichen EZB-Politik. Diese Methode ergibt, dass die tatsächliche Geldpolitik der EZB näher an die Bedürfnisse von Deutschland, Frankreich und Österreich angepasst ist, als an die aggregierten Bedürfnisse. Man könnte dies dadurch erklären, dass Frankreich und Deutschland für einen großen Teil der aggregierten Daten aufkommen, während relativ kleine

⁴¹ Falls der Wohlfahrtsverlust durch den Output Gap genügend hoch definiert ist

⁴² Vgl. Alesina et al. (2001), S. 31 f.

Länder mit anders gearteten Bedürfnissen (z.B. Irland) dabei kaum ins Gewicht fallen. D.h. gemessen am totalen HICP entspricht die Bevorzugung von Deutschland und Frankreich der deklarierten Strategie der EZB – gleichzeitig ist der kleine Bias in Richtung Deutschland konsistent mit der Forderung Benignos. Man sollte allerdings berücksichtigen, dass Alesina et al. die angeführte Hypothese einer Länderpräferenz wie beschrieben zugunsten einer Aggregat-Regel verwerfen.

Aksoy/DeGrauwe/Dewachter⁴³ analysieren ein Beispiel mit einer Phillips-Beziehung (ohne rationale Erwartungen) und modellieren dabei explizit die Entscheidungsprozesse innerhalb der EZB. Wie bereits angesprochen, liegt die endgültige Vollmacht über die Euro-Zinsen beim EZB-Rat, der aus zwölf (vor 2000: elf) nationalen Repräsentanten und den sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums besteht, wobei jedem Teilnehmer eine Stimme zusteht. Wie auch Alesina et. al anmerken sollte bei Mehrheitswahlrecht das Medianwählerprinzip gelten und darüber hinaus die optimale unionsweite Politik nahe bei der vom Medianwähler gewünschten liegen. Sie führen an, dass aufgrund der Mehrheitsverhältnisse das Direktorium nur drei Mitglieder mit Präferenzen nahe der unionsweit optimalen Politik auf seine Seite ziehen müsste, um seine Entscheidungen durchzusetzen. Ähnliches ergibt die Simulation durch Aksoy/DeGrauwe/Dewachter: Sie betrachten in ihrem Modell drei verschiedene Wahlstrategien: Eine Regel, die der gerade angesprochenen entspricht, eine in der alle Entscheidungsträger nur ihrem Heimatland verpflichtet sind sowie eine auf Deutschland fokussierte „EWS-Regel“. Des weiteren analysieren sie verschiedene Gewichtung für jene drei Faktoren, die für Wohlfahrtsverlust verantwortlich sind: Inflation, Output Gap und Zinsvariabilität. Sie kommen zu dem Schluss, dass, abgesehen von Deutschland, Österreich und Finnland, alle Teilnehmer durch einen Übergang vom EWS zur EWU besser gestellt werden.⁴⁴ Für den Fall, dass das Direktorium einheitlich am Wohlergehen der gesamten Währungsunion interessiert ist, kann es seinen Willen praktisch zur Gänze durchsetzen, womit die unionsweit optimale Währungspolitik erreicht wird. Dabei entspricht aufgrund des Aggregations-Mechanismus dieser optimale Zinssatz eher den Präferenzen der großen Mitgliedsstaaten sowie der Niederlande, während die Forderungen der kleineren,

⁴³ Aksoy, De Grauwe, Dewachter (2001)

⁴⁴ Vgl. Aksoy, De Grauwe, Dewachter (2001), S. 13

insbesondere der peripheren Mitgliedsstaaten nicht in dem Ausmaß erfüllt werden (was die Autoren als erhöhten „Frustrationsgrad“ für die kleineren Staaten interpretieren).⁴⁵ Dieser „Frustrationsgrad“ nimmt generell zu, je mehr Gewicht die Nationen auf Outputstabilisierung legen – d.h. solange der Konsens das primäre Augenmerk auf die Inflation richtet, können für alle Staaten befriedigende Ergebnisse erreicht werden, die vergleichbar sind mit dem Status unter einem flexiblen Wechselkursregime.

Außerdem kommen die Autoren zu dem Ergebnis, dass ein unionskonformes Verhalten des Direktoriums generell bessere Wohlfahrt erzielt als ein Szenario, bei dem das Abstimmungsverhalten nur von der Herkunft bestimmt wird.

Bisher wurden allem Anschein nach die EZB-Zinsentscheidungen nur im Konsens getroffen, da es angesichts der eben beschriebenen Umstände auch rational ist, der unausweichlichen Medianwähler-Entscheidung (also dem Direktorium) zuzustimmen.

Anzumerken bleibt, dass nach dem Aksoy/DeGrauwe/Dewachter postulierten Ergebnis der Übergang zu EWU unter den großen Ländern Deutschland am ehesten getroffen wird. Dies ist verständlich, da nach dem bisherigen System die wichtigsten europäischen Staaten gezwungen waren, sich an die deutschen Verhältnisse anzupassen, d.h. ihre Transmissionsmechanismen schon dementsprechend adjustiert haben – während das wegfallende „Fine Tuning“ der Zinspolitik und die Orientierung an großteils externen Präferenzen für Deutschland eine völlig neue Situation darstellt.⁴⁶

⁴⁵ Vgl. Aksoy, De Grauwe, Dewachter (2001), S. 11 f.

⁴⁶ In der bisher erwähnten Literatur wurde die Möglichkeit, bestehende nationale Unterschiede durch Fiskalpolitik anzugleichen, außer Acht gelassen – denn unser Thema beschränkt sich auf die geldpolitische Seite. Dazu wird immer wieder die Forderung erhoben, einen dem „Fiscal Federalism“ entsprechenden Mechanismus zu installieren. Wie erwähnt, lassen wir dieses Thema beiseite und verweisen auf Alesina et al. (2001), Kap.2, Hansen, Ohlsen (2001), S. 163 ff. sowie Sachs, Sala-i-Martin (1991)

4 Die geldpolitische Strategie der EZB im Vergleich zur amerikanischen Notenbank

4.1 Vergleich der beiden Systeme

Federal Reserve System (FRS) - the US central bank⁴⁷

- Zwölf Federal Reserve Banks (regionale Zentralbanken, nachfolgend als FRB bezeichnet), jede ist für eine spezifische Region oder Bundesland zuständig.
- Das Board of Governors (7 Mitglieder, nachfolgend als Direktorium bezeichnet) mit Sitz in Washington D.C., implementiert die geldpolitischen Entscheidungen, die vom FOMC festgelegt wurden.
- Die sieben Mitglieder des Direktoriums werden vom US-Präsidenten für eine 14-jährige Periode bestellt.
- Diese Wahl muss vom US Senat ratifiziert werden.
- Zusätzlich zu den Funktionen der EZB übernimmt die Fed noch die Rolle als Bank des Staates. Das US Finanzamt hält Spareinlagen bei der Fed, die Steuereinnahmen und zukünftige Zahlungen der US Regierung beinhalten.

European System of Central Banks (ESCB) - the EU central bank

- 12 nationale Zentralbanken, jede mit Zuständigkeit für ihr Land.
- Direktorium der EZB (sechs Mitglieder) mit Sitz in Frankfurt am Main implementiert die geldpolitischen Entscheidungen, die zuvor vom EZB-Rat getroffen wurden.
- Die sechs Mitglieder des Direktoriums der EZB werden vom Europäischen Rat für eine siebenjährige Periode bestellt.

⁴⁷ Zu diesem Kapitel vgl. University of North Carolina (2002)

- Vor der Bestellung der Mitglieder müssen die Europäische Kommission, das Europäische Parlament und das Direktorium der EZB konsultiert werden. Im Gegensatz zum US-Senat haben sie jedoch keine Veto-Rechte.

4.2 Geldpolitik

A. Festlegung der Geldpolitik

Federal Reserve System ⁴⁸

- Die Geldpolitik wird vom Federal Open Market Committee (FOMC) determiniert.
- Das FOMC besteht aus den Präsidenten der zwölf Federal Reserve Banks und den sieben Mitgliedern des Direktoriums. Das Direktorium, der Präsident der FRB of New York und vier Präsidenten der anderen elf Federal Reserve Banks haben das Recht, die Geldpolitik zu bestimmen (bei gleicher Gewichtung der Stimmen).
- Die Federal Reserve Bank of New York führt sämtliche Offenmarktgeschäfte des Federal Reserve Systems durch.

European System of Central Banks ⁴⁹

- Die Geldpolitik wird vom EZB-Rat festgelegt.
- Der EZB setzt sich aus den Leitern der zwölf nationalen Zentralbanken des Eurosystems sowie den 6 Mitgliedern des Direktoriums der EZB zusammen.
- Alle Mitglieder des EZB-Rates haben das Recht, über geldpolitische Entscheidungen abzustimmen, bei gleicher Gewichtung der Stimmen.

B. Ziele und Instrumente

Federal Reserve System ⁵⁰

⁴⁸ Zu diesem Kapitel vgl. Ithurbide (2002), S. 22-24

⁴⁹ Vgl. EZB (2001), S. 11-17

- *Primäres Ziel:* Sicherung von Vollbeschäftigung, Preisstabilität und langfristigen Zinssätzen
- *Sekundäres Ziel:* Langfristiges Wachstum der Geldmenge und der Kredite, Konformität mit dem langfristigen Produktionspotential der Wirtschaft
- *Instrumente:* Die Instrumente der Fed sind die gleichen wie jene der EZB: Offenmarktgeschäfte, Diskontierungssatz und Mindestreserven. Diese 3 Instrumente werden jedoch unterschiedlich eingesetzt:
- *Offenmarktgeschäfte:* in 80% der Fälle wickelt die Fed Veränderungen in der Geldpolitik über Offenmarktgeschäfte ab. Das kurzfristige Ziel für Offenmarktoperationen wird durch das FOMC festgelegt. Es kann eine bestimmte Menge an Reserven oder ein bestimmter Preis (Federal Funds Rate) sein. Die Federal Funds Rate ist jener Zinssatz, zu dem Banken untereinander Geld über Nacht leihen und borgen können. Abweichungen von diesem Ziel werden im Rahmen von aktiven Eingriffen i.S.v. Offenmarktoperationen durchgeführt.⁵¹
- *Diskontierungssatz:* Die Diskontrate ist der Zinssatz, den die FRB an Handelsbanken und Sparkassen für die Aufnahme von Krediten verrechnet. Sie wird vom Direktorium der einzelnen Reserve Banks bestimmt, unterliegt jedoch der Überwachung und der Bestimmung des Direktoriums der FRB.
- *Mindestreserven:* Ähnlich zur EZB muss jede Bank Mindestreserven bei der Fed halten. Im Unterschied zum europäischen System werden diese jedoch nicht **verzinst**.⁵²

European System of Central Banks⁵³

Oberstes Ziel: Preisstabilität

⁵⁰ Vgl. Ithurbide (2002), S. 25 ff

⁵¹ Edwards (1997), S. 862 ff

⁵² Feinman (1993), S. 570

⁵³ EZB (2002b), S. 4 ff

“2 Säulen“ zur Erreichung dieses Ziels: In der ersten, der monetären Säule, beobachtet die EZB das Geldmengenwachstum, das sie rund um einen Referenzwert zu halten versucht. In der zweiten Säule aber verlässt die EZB sich auf die Beobachtung allgemeiner Wirtschaftsindikatoren, auf die Entwicklung der Verbraucherpreise etwa, das Wirtschaftswachstum oder auf Trends der Lohnkosten.⁵⁴

Instrumente: Offenmarktpolitik, ständige Fazilitäten und Mindestreserven (siehe Kapitel 1.3); im Gegensatz zur Fed

Offenmarktpolitik: Die EZB macht ihre Einschreitung am Markt von den Marktbedingungen abhängig.

Ständige Fazilitäten: Durch dieses Instrumentarium stellt die EZB Übernachtliquidität bereit und setzt Signale bezüglich des allgemeinen Kurses der Geldpolitik durch die Festlegung einer Ober- und Untergrenze der Geldmarktsätze für Tagesgelder.

Mindestreserven: Gemäß Artikel 19 der EZB-Satzung müssen alle Kreditunternehmen des Eurosystems Mindestreserven bei ihrer Nationalbank halten. Im Gegensatz zu den USA sind diese jedoch zum durchschnittlichen Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems während der Erfüllungsperiode zu verzinsen.

C. Abschließender Vergleich

Obwohl beide System ähnliche Ausgangsbedingungen haben (System mit zentralem Verwaltungsorgan und verschiedenen regionalen bzw. nationalen Zentralbanken), gibt es doch grundlegende Unterschiede zwischen den beiden Systemen:

Kommunikationsfähigkeit: Die Informationen, die von der Fed kommuniziert werden, werden vom Markt viel ernster genommen als die der EZB, die immer unvorhersehbar reagiert. Die Orientierung der EZB an 2 Größen – Geldmenge und Inflation – lässt den Zentralbanken mehr Spielraum als den Beobachtern lieb ist.⁵⁵

⁵⁴ Vgl. Welter (2002)

⁵⁵ Vgl. Heusinger (2001)

Klarheit des amerikanischen Systems: Beschlüsse sind im amerikanischen System viel schneller durchzuführen als in Europa, da hier bei der Entscheidungsfindung immer Konsensus im 18köpfigen EZB-Rat angestrebt wird. Des weiteren ist das europäische System viel dezentraler und egalitärer als das Fed System gestaltet (sechs EZB-Direktoren zu 12 Notenbankpräsidenten versus Verhältnis 7:5 im amerikanischen System)⁵⁶

Erfahrung des amerikanischen Systems: Das amerikanische System kann auf eine viel längere Erfahrung zurückgreifen als das europäische System, das erst seit 1998 existiert⁵⁷

Kein „lender of last resort“ im ESZB: Im Notfall kann die EZB nicht einspringen und angeschlagenen Banken helfen.

Anzahl der Interventionen: In Amerika ist man viel schneller gewillt, aktiv auf dem Markt zu intervenieren als in Europa

Passivität der EZB / Aggressivität der Fed: Die Politik der Fed erscheint um einiges schneller und vor allem aggressiver: Wie in Abb.4 zu erkennen, fallen die Zinsänderungen der Fed wesentlich steiler aus als in Europa. Dazu kommt, dass die EZB als zögerlich wahrgenommen wird und ihre Zinsschritte von der Öffentlichkeit oft als verspätet wahrgenommen werden.⁵⁸

Charisma der Vorsitzenden: Alan Greenspan hat einen Kultstatus, während man auf dem alten Kontinent lieber auf Preisstabilität schaut⁵⁹

Konfusion im Eurosystem: Der Euro ist die Währung von 12 kulturell, wirtschaftlich und politisch verschiedenen Staaten. Es ist daher schwierig, eine innere Kohäsion aufrechtzuerhalten und den externen Wert für den Euro zu bestimmen.

Die *Finanzmärkte* lassen jeglichen Unterschied in der Glaubwürdigkeit spüren

⁵⁶ ebenda

⁵⁷ Vgl. Dm-online, <http://www.dm-online.de/euroaktuell/koepfefakten/fakten/ezb.html>

⁵⁸ Vgl. die offensichtliche „Verursachung“ von EZB-Zinsschritten durch die Fed, S.14

⁵⁹ Vgl. Welter (2002)

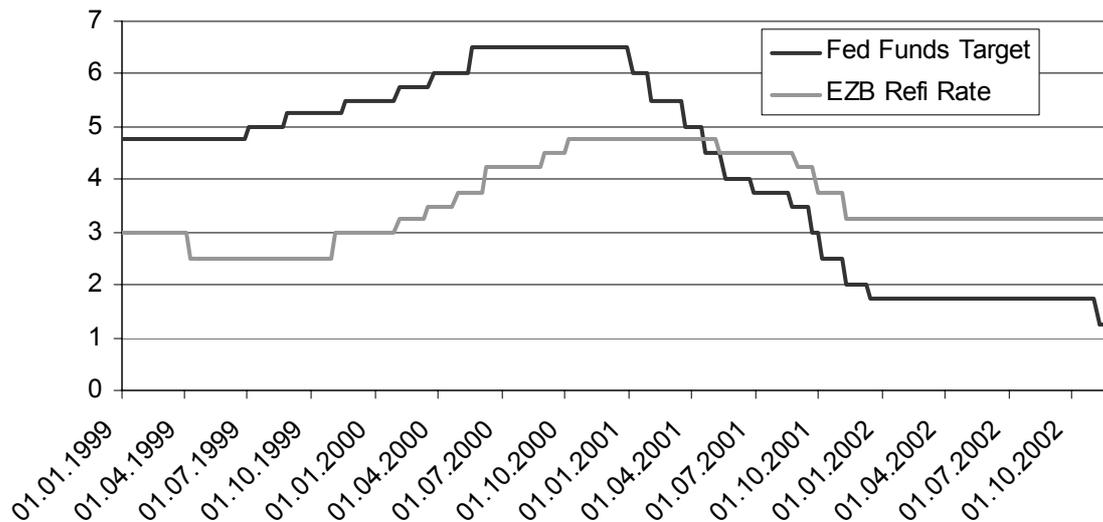


Abbildung 4: Referenzzinssätze von EZB und Fed seit Anfang 1999⁶⁰

5 Fazit

Die Charakterisierung der EZB lässt erkennen, dass die beiden „Säulen“ (HICP-Inflation und M3-Wachstum) von zentraler Bedeutung für die Ausrichtung der Geldpolitik sind. Die bisherige Geldpolitik der EZB lässt jedoch verschiedene Autoren an der Glaubwürdigkeit jener Ziele zweifeln. Unserer Meinung nach ist jedoch bei der Interpretation der tatsächlichen Zinsentscheidung die mittelfristige Komponente in der Zielformulierung zu betonen – offensichtlich ignoriert die Notenbank kurzfristige Schwankungen des Verbraucherpreisindizes, die auf vorübergehende externe Schocks zurückzuführen sind. Vielmehr konzentriert sie sich auf die Eindämmung der mittelfristigen endogenen Inflation im Euroraum (was auch eine Berücksichtigung des sogenannten „Output Gap“ beinhaltet).

Ebenso ist am Aufbau der EZB zu erkennen, dass nationale Präferenzen (die aufgrund regionaler Asymmetrien unterschiedlich ausfallen können) eine starke Stimme im Entscheidungsprozess erhalten. Allerdings dürfte sich nach Meinung der meisten Autoren ein auf den gesamten Euroraum ausgerichtetes Direktorium bei der Zinsentscheidung

⁶⁰ Beruht auf Daten von EZB und Fed.

durchsetzen. Dennoch sind regionale Asymmetrien in einer Währungsunion sehr wohl relevant. Wie gezeigt, dürften asymmetrische Schocks bzw. asymmetrische Preis-Transmissions-Mechanismen in ihrer Wirkung durch eine gemeinsame Geldpolitik verstärkt werden. Dabei sind der gemeinsamen Zentralbank aber die Hände gebunden – eine Verringerung der Asymmetrien fällt hauptsächlich in den Kompetenzbereich anderer Institutionen.

Eine abschließende Gegenüberstellung der europäischen und der US-amerikanischen Notenbank zeigt, dass zwar beide Institutionen Parallelen in ihrem föderativen Aufbau aufweisen, aber dem amerikanischen Zentralbank-Chef wesentlich mehr Autorität zukommt als jenem der EZB. V.a. differiert aber die öffentliche Wahrnehmung beider Banken: Im Vergleich mit der „Fed“ werden der EZB oft Kommunikationsunfähigkeit und Passivität attestiert – eine Aussage die Hand in Hand mit der „Nichterfüllung“ der EZB-Ziele geht. Abschließend lässt sich fragen, ob die kommunizierte „Zwei-Säulen-Strategie“ nicht doch einer klareren Ausformulierung zu bedarf, um wahrgenommene Glaubwürdigkeitsdefizite zu beseitigen.

Literaturverzeichnis

- Aksoy Y., De Grauwe P., Dewachter H. (2002): „Do asymmetries matter for European monetary policy?“, European Economic Review 46, S.443-469
- Alesina A. et.al. (2001): „Defining a macroeconomic framework for the Euro area, Monitoring the European Central Bank vol.3“, London 2001; Centre for Economic Policy Research
- Benigno P. (2001): “Optimal Monetary Policy In A Currency Area“, CEPR Discussion Paper 2755, Centre for Economic Policy Research
- Breuss F. (2002): „Was ECB’s Monetary Policy optimal?“, Wien 2002; WIFO Working Papers, Nr.173
- Bryant R., Hooper P., Mann C. (1993): „Evaluating Policy Regimes: New Research in Empirical Macroeconomics“, Brookings Institution
- Chamie N. et.al. (1994): “Optimum Currency Areas and Shock Asymmetry, A Comparison of Europe and the United States“, Bank of Canada/Banque du Canada Working Paper 94-1
- De Grauwe P. (2000): „Monetary policies in the presence of asymmetries“, Journal of Common Market Studies 38 (4), S.443-469
- DM-online (17.11.2001), <http://www.dm-online.de/euroaktuell/koepfefakten/fakten/ezb.html>
- Edwards A. (1997): “Open Market Operations in the 1990s“, Federal Reserve Bulletin, November 1997
- Europäische Kommission (1997): „Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft, konsolidierte Fassung“, S. 82, in: Amtsblatt C 340 vom 10.11.1997
- EZB (1998): „ A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB“, ECB press release, 3. Oktober 1998
<http://www.ecb.int/about/about.htm>
- EZB (1999a): „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“, in: Monatsbericht der EZB, Januar 1999

EZB (1999b): "Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken"; in: Monatsbericht der EZB, Juli 1999

EZB (2001): „The European Central Bank“, März 2001

EZB (2002a): “Protokoll über die Satzung des Systems der Europäischen Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank“;
http://www.ecb.int/pub/legal/escbstatutes_de.pdf

EZB (2002b): „Die einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“; April 2002

Feinman J.N.(1993): „Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform“; Federal Reserve Bulletin, Juni 1993

Gerlach S., Schnabel, G. (1999): „The Taylor Rule and Interest Rates in the EMU Area“; CEPR Discussion Paper, Centre for Economic Policy Research

Hansen J.D., Olsen, F.(2001): „Monetary Integration: Old Issues – New Solutions“, in: Hansen J.D. (Hrsg.): “European Integration“; Oxford 2001; Oxford University Press, S.163-192

Heusinger, R. (2001): “Zentrale ohne Macht“, in: Die Zeit, Wirtschaft 52/2001

Issing O. (2001): The ECB and the Euro, Monetary Policy for a new Currency“; Special Paper 132, ESRC London School of Economics

Ithurbide F. (2002): “Central Bank Watching“, Vortragsskript zum HEC-Kurs „Marchés de change et des taux“, 2. Lektion, Januar/Februar 2002

Kouparitsas (2001): “Is the United States an optimum currency area? An empirical analysis of regional business cycles” Working Paper WP-01-22, Federal Reserve Bank of Chicago

Mankiw N.G. (2001): „US Monetary Policy During the 1990s“; NBER Working Paper 8471, National Bureau of Economic Research

McKinnon R. (2000): “Mundell, the Euro, and Optimum Currency Areas“; Stanford University

Mundell R.A. (1961): "A theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review 51; S.509-517

Sala-i-Martin X., Sachs J. (1991): "Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe From the United States"; NBER Working Papers 3855, National Bureau of Economic Research

Smant D (2002): "Monetary Policy in Selected Countries", Erasmus Universiteit Rotterdam
<http://www.few.eur.nl/few/people/smant/m-policy/index.htm>

Surico P. (2002): "US Monetary Policy Rules: the Case for Asymmetric Preferences";
Università Bocconi

Taylor J.B. (1993): "Discretion versus policy rules in practice", Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39; S.195-214

University of North Carolina: "European Economic and Monetary Union"; 17.11.2002,
<http://www.unc.edu/depts/europe/conferences/eu/Pages/emu7.htm>

Welter P. (2002): "Geldpolitik in den USA ist von Persönlichkeiten bestimmt, nicht von einer Strategie"; in: Beilage "Aus Politik und Zeitgeschichte", in: „Das Parlament“; Deutscher Bundestag und Bundeszentrale für politische Bildung, 16.11.2002,
<http://www.bundestag.de/cgi-bin/druck.pl?N=parlament>