

Tober, Silke

**Article**

## Europäische Geldpolitik: Auf Stabilitätskurs

Wirtschaft im Wandel

**Provided in Cooperation with:**

Halle Institute for Economic Research (IWH) – Member of the Leibniz Association

*Suggested Citation:* Tober, Silke (1998) : Europäische Geldpolitik: Auf Stabilitätskurs, Wirtschaft im Wandel, ISSN 2194-2129, Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH), Halle (Saale), Vol. 4, Iss. 16, pp. 8-14

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/142939>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Auch die Alterseffekte bestätigen gängige empirische Erfahrungen.<sup>16</sup> So haben jüngere Arbeitslose eine geringere Verweildauer in Arbeitslosigkeit als ältere. Eine Ausnahme bilden die 56 bis 64-jährigen, die nach mehr als sechs Jahren Verweildauer in Arbeitslosigkeit durch den Übergang in Rente bzw. Vorruhestand (Nichterwerbstätigkeit) eine höhere Abgangsrate als die anderen Altersgruppen haben.

Struktureffekte werden grob über Dummyvariablen nachgebildet, die jeweils das Anfangsjahr der Arbeitslosigkeit indizieren. Auch diese Effekte sind signifikant, wobei die Größenordnung der Effekte auf einen allmählichen Anstieg der durchschnittlichen Arbeitslosigkeitsdauer über die Zeit verweist. Andere Faktoren wie der Familienstand, die Anzahl oder das Alter der Kinder, der Arbeitsamtsbezirk der Arbeitslosen oder die regionale durchschnittliche Arbeitslosenquote haben dagegen nach den vorliegenden Schätzergebnissen keinen

signifikanten Einfluß auf die Verweildauer in der Arbeitslosigkeit.

### ***Frage nach Wirkung arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen noch unbeantwortet***

Die hohe Langzeitarbeitslosenquote in Ostdeutschland weist auf eine starke Verfestigung der Arbeitslosigkeit hin. Die Ergebnisse dürfen jedoch nicht im Sinne einer negativen Evaluierung arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen mißverstanden werden. Dazu ist vielmehr die Frage zu klären, wie lange eine Arbeitslosigkeitsphase ohne die Teilnahme an einer solchen Maßnahme gedauert hätte. Diesbezügliche Untersuchungen erfordern spezielle Methoden, die bislang aber noch keine eindeutigen Schlußfolgerungen zulassen.<sup>17</sup> Daher sind weiterführende Untersuchungen notwendig.

Birgit Schultz  
(bsc@iwh.uni-halle.de)

## **Europäische Geldpolitik: Auf Stabilitätskurs**

*In wenigen Tagen übernimmt die im Juni dieses Jahres gegründete Europäische Zentralbank die geldpolitischen Zügel für den Euroraum. Die Startbedingungen für die Europäische Zentralbank (EZB) sind günstig. Nicht nur haben die Euro-Währungen bereits während der Zuspitzung der Krisen in Asien und in Rußland im Sommerhalbjahr ihre Robustheit bewiesen, sondern es ist auch keine nennenswerte Inflationsbeschleunigung zu erwarten. Mit dem koordinierten Zinssenkungsschritt Anfang Dezember haben die Zentralbanken der elf EWU-Länder die erforderliche Konvergenz der kurzfristigen Zinsen weitgehend hergestellt und der durch die Asienkrise ausgelösten Eintrübung des konjunkturellen Klimas Rechnung getragen. Für 1999 läßt sich aus heutiger Sicht kein geldpolitischer Handlungsbedarf ableiten.*

*Die Mitte Oktober verkündete geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank beinhaltet neben einem expliziten Referenzwert für das Geldmengenwachstum auch ein explizites Infla-*

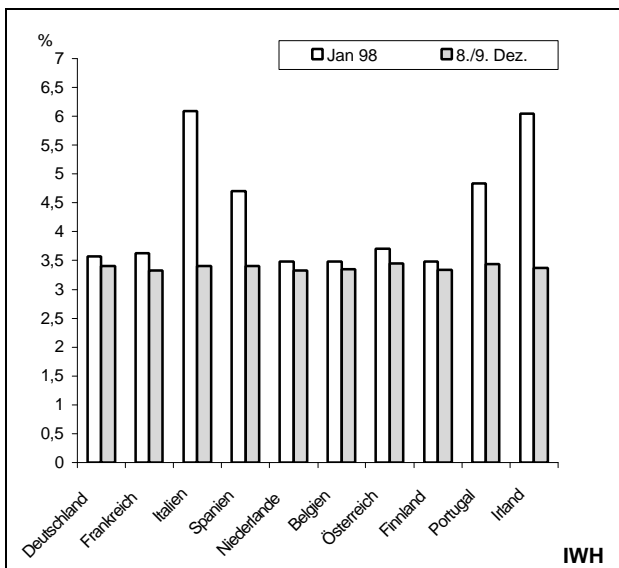
*tionsziel, und die EZB wird sich bei der Beurteilung der monetären Lage an einer Vielzahl von Indikatoren orientieren. Mit diesem Ansatz wird sie der Komplexität der geldpolitischen Steuerung und des Zusammenspiels von monetärer und realer Sphäre gerecht. Eine hohe Transparenz der geldpolitischen Entscheidungen ist dabei mit Blick sowohl auf die Finanzmarktteilnehmer als auch auf die Tarifpartner erstrebenswert.*

*Sofern Lohnzurückhaltung geübt wird und die EZB die Spielräume eines inflationsfreien Wachstums bei der Ausgestaltung der Geldpolitik berücksichtigt, existiert im Euroraum ein Wachstumspotential, das einen längerwährenden und*

<sup>16</sup> Gutachten des wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft: Langzeitarbeitslosigkeit. Bonn, 1996, S. 6 f.

<sup>17</sup> Vgl. EICHLER, M.; LECHNER, M.: An Evaluation of Public Employment Programmes in the East German State of Sachsen-Anhalt. Discussion Paper no. 9815, Volkswirtschaftliche Abteilung, Universität St. Gallen 1998. – Vgl. KRAUS, F.; PUHANI, P.; STEINER, V.: Do Public Works Programs Work? Some Unpleasant Results from the East German Experience. Discussion Paper no. 98-07. Mannheim 1997. und HÜBLER, O.: Evaluation beschäftigungspolitischer Maßnahmen in Ostdeutschland, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 216/1. Stuttgart 1997.

Abbildung 1:  
Dreimonatszinsen in den EWU-Ländern im Januar und im Dezember 1998



Quellen: DRI-Datenbank; Financial Times; nationale Zentralbanken; OECD.

*kräftigen Aufschwung im Anschluß an die derzeitige konjunkturelle Delle ermöglichen könnte.*

### Konvergenz der monetären Bedingungen in den EWU-Ländern

Durch den koordinierten Zinssenkungsschritt der Zentralbanken der elf EWU-Länder am 3. Dezember 1998 wurden die Leitzinsen in den Niedrigzinsländern, darunter Deutschland, um 0,3 Prozentpunkte und im künftigen Euroraum insgesamt um knapp 0,4 Prozentpunkte gesenkt. Der entscheidende Refinanzierungssatz befindet sich im künftigen Euroraum bei nunmehr 3 %, die Dreimonatszinsen liegen bei etwa 3,4 %.<sup>18</sup> Mit diesem Zinsschritt haben die Zentralbanken nicht nur die erforderliche Konvergenz der kurzfristigen Zinsen herbeigeführt, sondern auch der sich infolge der Krisen in Asien, in Rußland und in Lateinamerika abzeichnenden konjunkturellen Schwäche Rechnung getragen. Da sich die Eintrübung des Geschäftsklimas schon seit Monaten abzeichnet, ist es zu begrüßen, daß der Zinsschritt bereits in diesem Jahr und nicht erst nach der offiziellen Übernahme der geldpolitischen Verantwortung durch die Eu-

<sup>18</sup> Als einzige Ausnahme senkte Italien die Leitzinsen nicht auf das neue Konvergenzniveau, sondern schleuste den Diskontsatz lediglich von 4 % auf 3,5 % herunter.

Tabelle:  
Ausgewählte monetäre Indikatoren für den künftigen Euroraum 1998

	Anstieg der Verbraucherpreise <sup>a</sup> (vH)	Dreimonatszinsen <sup>b</sup> (%)	Langfristige Zinsen <sup>c</sup> (%)
Januar	1,1	4,1	5,2
Februar	1,2	4,1	5,1
März	1,2	4,0	5,0
April	1,4	4,0	5,0
Mai	1,4	4,0	5,1
Juni	1,4	3,9	4,9
Juli	1,4	3,9	4,8
August	1,2	3,8	4,6
September	1,0	3,8	4,3
Oktober	1,0	3,7 <sup>d</sup>	4,3

<sup>a</sup> Harmonisierter Konsumentenpreisindex (Veränderung ggü. Vorjahresmonat). – <sup>b</sup> Interbankenmarkt. – <sup>c</sup> Verzinsung von Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von ungefähr 10 Jahren. – <sup>d</sup> Berechnungen des IWH basierend auf Daten der nationalen Zentralbanken.

Quellen: Eurostat; nationale Zentralbanken; Berechnungen des IWH.

ropäische Zentralbank (EZB) vorgenommen wurde. Vor dem Hintergrund der jüngsten überspitzten Diskussion über die Unabhängigkeit der Zentralbank wurde die EZB so zudem aus der Schußlinie genommen und das Risiko einer Verunsicherung der Finanzmärkte umgangen.

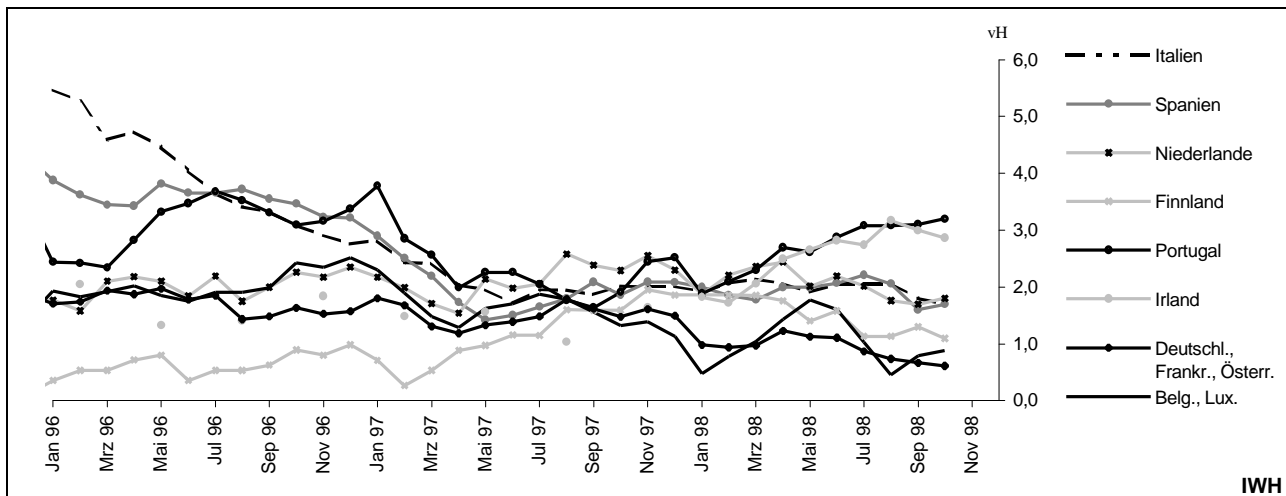
Eine Gefahr für die Preisniveaustabilität geht von dem Zinsschritt nicht aus. Er steht vielmehr in Einklang mit der im Oktober verkündeten Strategie der EZB und dürfte dazu beitragen, daß die Ausweitung des Geldmengenaggregats M3<sup>19</sup> in der Nähe des Referenzwertes in Höhe von 4,5 vH für 1999 bleibt und der Anstieg des Preisniveaus die von der EZB festgelegte mittelfristige Obergrenze von 2 vH nicht stärker als bisher unterschreitet.

Im Euroraum insgesamt befinden sich der aktuelle Anstieg der Konsumentenpreise sowie die kurz-

<sup>19</sup> Die von der EZB definierte Geldmenge M3 weicht von der bisherigen Bundesbankdefinition ab und entspricht eher dem Geldmengenaggregat „M3 erweitert“ der Bundesbank. Es umfaßt Bargeld, Sichteinlagen, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren, Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, Repogeschäfte, Schuldverschreibungen von bis zu zwei Jahren, sowie Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere (netto).

Abbildung 2:

Entwicklung der Verbraucherpreise in den EWU-Ländern 1996-1998 (nationale Abgrenzungen)  
 - Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahresmonat, in vH -



Quellen: Nationale Zentralbanken; nationale Statistikämter; OECD; Berechnungen des IWH.

und langfristigen Nominalzinsen auf niedrigem Niveau; die Wechselkursrelationen sind stabil und das Geldmengenwachstum ist unter Berücksichtigung der engen Zinsspanne, die liquide Anlageformen begünstigt, verhalten. Weder von den Lohnstückkosten noch von den Einfuhrpreisen dürften im nächsten Jahr nennenswerte Beschleunigungstendenzen auf den Preisauftrieb ausgehen, und die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen bleiben begrenzt. Gegenüber dem US-Dollar besteht weiterhin eine leichte Aufwertungstendenz, nachdem die Euro-Währungen bereits im Verlaufe dieses Jahres unter erheblichen Schwankungen um rund 7 vH gegenüber dem US-Dollar an Wert gewonnen haben. Insgesamt stehen die monetären und realen Indikatoren in Einklang mit einem moderaten Wachstum von knapp 2,5 vH im nächsten Jahr und einem weiterhin deutlich unter 2 vH liegenden Preisniveauanstieg.

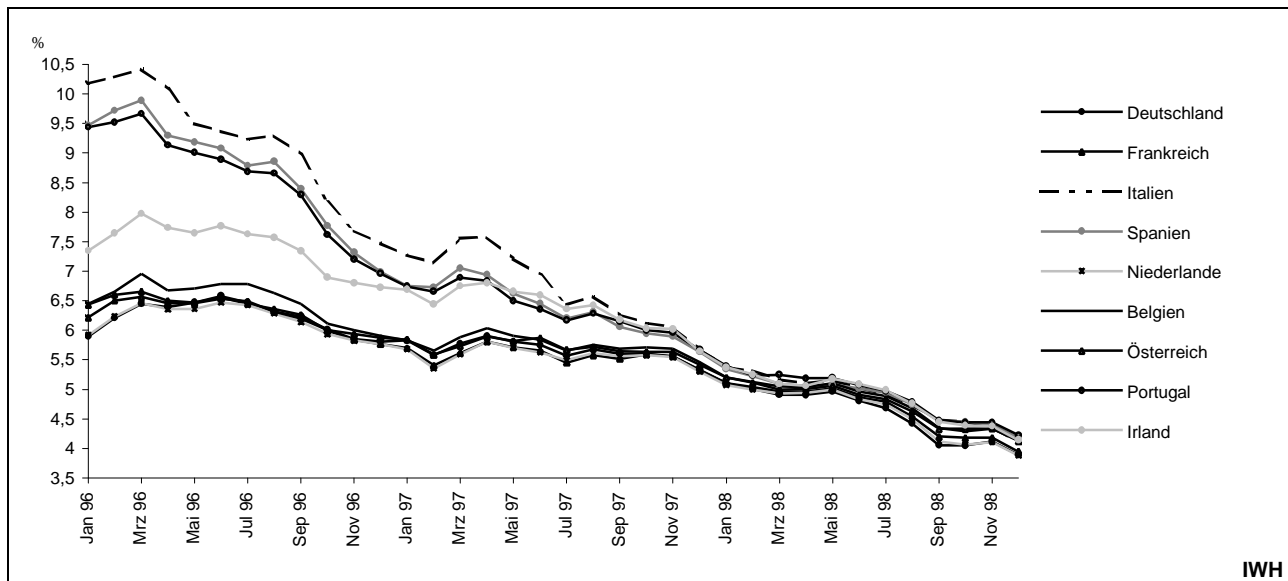
### Heterogenes aber ruhiges Preisklima

Der Anstieg der Verbraucherpreise liegt mit 1 vH auf einem historisch niedrigen Niveau für die Gesamtheit der Länder der künftigen EWU (vgl. Tabelle). Auch in Deutschland waren mit heute vergleichbare Inflationsraten von unter 0,8 vH während der letzten 30 Jahre nur im Zuge der konjunkturellen Abkühlung 1986-87 zu verzeichnen. Dabei wirken die Einfuhrpreise stabilisierend. Die Weltmarktpreise für Rohstoffe sind seit Ende

vergangenen Jahres deutlich gesunken, und die Euro-Währungen haben in jüngerer Zeit gegenüber dem US-Dollar und anderen Währungen aufgewertet. Aber auch die binnenwirtschaftlichen Komponenten des Preisniveauanstiegs entwickeln sich mäßig. Zum einen sind die Lohnstückkosten stabil und sanken in Deutschland sogar, zum anderen bleibt der Preiserhöhungsspielraum der Unternehmen angesichts der erst langsam anziehenden Binnennachfrage und dem durch die Asienkrise noch intensivierten globalen Wettbewerbsdruck niedrig.

Die bestehenden Differenzen in der Inflationsentwicklung zwischen den EWU-Ländern sind in unterschiedlichem Maße auf binnen- und außenwirtschaftliche Faktoren zurückzuführen. Den unteren Rand der Inflationskala bilden Deutschland, Frankreich, Österreich, Belgien und Luxemburg mit weniger als 1 vH. Ausschlaggebend waren hier die unterdurchschnittlich steigenden bzw. sinkenden Lohnstückkosten und die infolge eines schwächeren Anstiegs des Bruttoinlandsproduktes im EWU-Vergleich geringere Auslastung des Produktionspotentials. Spanien und die Niederlande wiesen demgegenüber nicht nur eine lebhaftere wirtschaftliche Entwicklung auf, sondern wurden auch spürbarer von der Abwertung der Euro-Währungen gegenüber dem US-Dollar im Verlauf des Jahres 1997 beeinflusst. Sie befinden sich von oben kommend nunmehr mit Italien und Finnland im mittleren Bereich der Skala. Den oberen Rand bil-

Abbildung 3:  
Entwicklung der Kapitalmarktzinsen in ausgewählten EWU-Ländern 1996-1998  
- Renditen zehnjähriger Staatsanleihen; Monatsdurchschitte, in % -



Quelle: DRI-Datenbank.

den Portugal und Irland. Beide weisen seit Jahren ein überdurchschnittliches Wachstum auf und gehören zugleich zu den Mitgliedsländern mit dem geringsten Produktivitätsniveau innerhalb des künftigen Euroraums. Ein Teil der zu verzeichnenden Preisniveausteigerung ist hier Folge einer aufholenden Produktivitätsentwicklung und findet im Bereich nichthandelbarer Güter ohne eine deutliche Beeinträchtigung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit statt.<sup>20</sup>

### **Zinsniveau niedrig, Zinsspanne gering**

Zum Teil als Reaktion auf die im Durchschnitt gefallene Inflationsrate sind auch die Zinsen in den EWU-Ländern gesunken. Die Nominalzinsen in den EWU-Ländern befinden sich im kurz- und im

langfristigen Bereich auf einem im historischen Vergleich niedrigen Niveau. Preisbereinigt liegen die Kapitalmarktzinsen um rund einen Prozentpunkt unter dem Durchschnittswert der Bundesrepublik Deutschland der vergangenen 20 Jahre.<sup>21</sup> Für sich genommen dürften die Zinsen daher anregend wirken, wobei allerdings zu berücksichtigen ist, daß der zinsenkende Einfluß des Kapitalzustroms im Zuge der Asienkrise nur temporär wirken wird und der Durchschnittswert der berechneten Realzinsen durch ausgeprägte Phasen der Disinflationpolitik nach oben verzerrt sein dürfte. Auch ist es möglich, daß die Kapitalrentabilität ebenfalls gesunken ist.

Den Einfluß dieser Faktoren spiegelt die Zinsspanne zwischen kurz- und langfristigen Anlagen wider, die mit rund einem halben Prozentpunkt im künftigen Euroraum äußerst eng ist und damit nicht auf einen expansiven Kurs der Geldpolitik hindeutet.

Da die geringe Zinsspanne niedrige Opportunitätskosten des Haltens liquider Anlageformen impliziert, dürfte die aktuelle Geldmengenentwicklung in den EWU-Ländern in den bisherigen Abgrenzungen die nachfragewirksame Liquiditätsentwicklung tendenziell überzeichnen. Dies gilt

<sup>20</sup> Ein kräftiger Produktivitätsanstieg kann im Bereich nichthandelbarer Güter zu einem überdurchschnittlichen Preisanstieg führen, da die Produktivitätsfortschritte in diesem Bereich in aller Regel geringer ausfallen. (Vgl. BALASSA, B.: The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal. Journal of Political Economy, 72, Dezember 1964, S. 584-596. – SAMUELSON, P.: Theoretical Notes on Trade Problems. Review of Economics and Statistics, 46, Mai 1964, S. 145-154). So liegt beispielsweise der Anstieg der Preise im Bereich der nichthandelbaren Güter in Portugal mit 4,5 vH deutlich über dem Preisanstieg der handelbaren Güter in Höhe von 2,6 vH (Oktober). Auch die Weltausstellung 1998 trug zum Anstieg des Preisniveaus in Portugal bei.

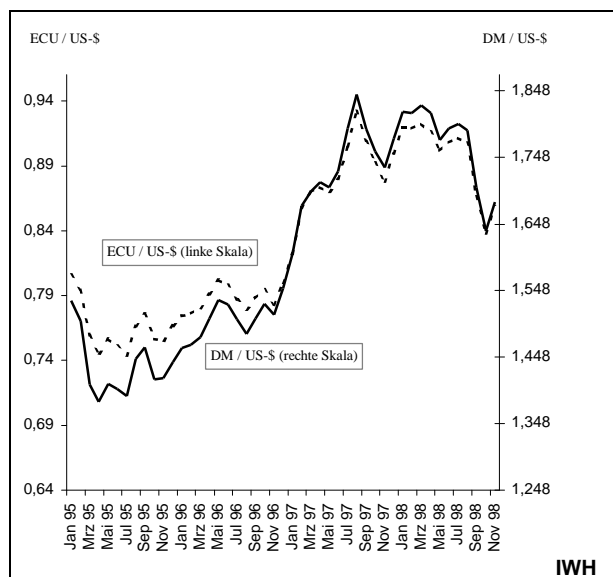
<sup>21</sup> Zweijähriger, gleitender zentrierter Durchschnitt der mit dem Verbraucherpreisanstieg deflationierten Umlaufrendite auf der Basis von Monatsdurchschnitten. Die Daten für den Anstieg der Verbraucherpreise 1999 sind Prognosewerte des IWH.

nicht nur für Italien, wo Anlagen mit einer kurzen Laufzeit bis zum jüngsten Zinsschritt sogar höher verzinst wurden als längerfristige Anlagen und die national ausgewiesene Geldmenge in breiter Abgrenzung trotz verhaltener konjunktureller Entwicklung mit einer Veränderung in den vergangenen 12 Monaten von reichlich 6 vH steigt, sondern auch für Länder wie Deutschland und Frankreich. In Deutschland beispielsweise ist die längerfristige Geldkapitalbildung in den letzten 6 Monaten nahezu zum Erliegen gekommen – sie nahm saisonbereinigt mit einer Jahresrate von nur 1 vH zu. Inwieweit sich eine Überzeichnung der Entwicklung der nachfragewirksamen Liquidität in der von der EZB neu definierten Geldmenge M3 niederschlägt, kann erst nach Bereitstellung langer Reihen durch die EZB auf der Grundlage einer Analyse der Kredit- und Geldkapitalentwicklung ermittelt werden. Eine Untersuchung der Geldmengenaggregate in unterschiedlich breiten Abgrenzungen zeichnet das Bild eines gegenwärtig verhaltenen Anstiegs der nachfragewirksamen Liquidität im Euroraum.

#### **Aufwertungstendenz der Euro-Währungen**

Die Wechselkursentwicklung zwischen D-Mark bzw. ECU und US-Dollar war in den letzten Monaten in erster Linie von sich ändernden Einschätzungen der konjunkturellen Entwicklung in den EWU-Ländern und den Vereinigten Staaten sowie den erwarteten geldpolitischen Reaktionen geprägt. Der Erwartung einer konjunkturellen Abschwä-

Abbildung 4:  
Entwicklung der Wechselkurse der D-Mark und der ECU zum US-Dollar 1995-1998  
- Monatsdurchschnittswerte -



Quellen: Deutsche Bundesbank; Berechnungen des IWH.

chung und den bereits erfolgten Zinssenkungen in den USA stand bis vor kurzem die Erwartung eines Verharrens der EWU-Zinsen 1999 auf dem Niveau der Niedrigzinsländer gegenüber. Zu der resultierenden Abwertung des US-Dollar trugen auch die erheblichen Leistungsbilanzdefizite der Vereinigten Staaten bei. Mit der in den vergangenen Wochen zunehmenden Erwartung einer Zinssenkung auch im Euroraum – die allerdings überwiegend erst für Anfang nächsten Jahres erwartet wurde – erholte sich der US-Dollar leicht und reagierte sodann auf den koordinierten Zinsschritt in den EWU-Ländern kaum.

#### **Geldpolitik 1999: Kein Handlungsbedarf**

Weder die monetären Indikatoren noch die zu erwartende wirtschaftliche Entwicklung in den EWU-Ländern als Gesamtheit deuten für 1999 auf einen geldpolitischen Handlungsbedarf hin. Die konjunkturellen Aussichten für die Region stehen mit einem Anstieg des Bruttoinlandsproduktes von knapp 2,5 vH etwa in Einklang mit dem Zuwachs des Produktionspotentials, und in den monetären Indikatoren ist eine nennenswerte Veränderung der zur Zeit sehr moderaten Preisniveaumentwicklung weder nach oben noch nach unten angelegt. Sollte sich die Asienkrise wieder erwarten verschärfen oder sich deutlich stärker auf die konjunkturelle Entwicklung in der EWU auswirken als hier angenommen, so wäre eine weitere Zinssenkung aus stabilitätspolitischer Sicht geboten.

#### **Geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank: Geldmengen- und Inflationsziel**

Im Oktober dieses Jahres hat die Europäische Zentralbank ihre geldpolitische Strategie verkündet. Ein entscheidender Bestandteil dieser Strategie ist die numerische Präzisierung des Konzepts der Preisstabilität, zu deren Wahrung die EZB gesetzlich verpflichtet ist. Die EZB hat Preisstabilität definiert als „Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr“ und festgelegt, daß dieses Ziel mittelfristig zu wahren sei.<sup>22</sup> Als monetärem Indikator kommt der

<sup>22</sup> Vgl. EUROPÄISCHE ZENTRALBANK: Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie für das ESZB“. Pressemitteilung, 13. Oktober 1998. Frankfurt/Main.

Geldmengenentwicklung eine „herausragende“ Rolle zu, die durch einen Referenzwert für das Wachstum eines monetären Aggregats unterstrichen wird. Parallel zu der Geldmengenentwicklung wird die EZB eine Vielzahl realwirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren heranziehen, um sich ein umfassendes Bild über die künftige Preisniveauentwicklung zu machen.

Geldpolitische Strategien von Zentralbanken, die sich der Wahrung von Preisniveaustabilität verpflichtet sehen, unterscheiden sich nur graduell und in erster Linie in der Rhetorik. Von der verlautbarten Strategie der Bundesbank weicht die EZB vornehmlich dadurch ab, daß sie ein Inflationsziel explizit formuliert und erklärtermaßen neben der Geldmengenentwicklung eine umfassende Inflationsprognose zur Beurteilung der monetären Lage heranzieht. Auch die Bundesbank veröffentlichte stets den von ihr für die Folgeperiode unterstellten und damit anvisierten Preisniveaustieg, sie tat dies indessen nur implizit bei der Formulierung ihres Geldmengenziels. Auch zog die Bundesbank eine Vielzahl realwirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren in ihre monetäre Analyse mit ein – lediglich ihre Verlautbarungen wurden auf die Geldmengenentwicklung fokussiert. Die Unterschiede liegen hier somit primär in der Rhetorik, aber gerade in diesem wichtigen Bereich ermöglicht eine klarere und differenziertere Darstellung eine höhere Transparenz und Nachvollziehbarkeit durchgeführter bzw. unterlassener geldpolitischer Schritte.

Einer hohen Transparenz und Berechenbarkeit der EZB-Politik wirken jedoch zwei Tatbestände tendenziell entgegen: die Formulierung des Inflationsziels als Obergrenze und die fehlende Bereitschaft der EZB, ihre Inflationsprognose, an der sie die Geldpolitik orientiert, zu veröffentlichen. Insbesondere die Definition von Preisniveaustabilität durch eine Obergrenze – anstatt einer Ober- und Untergrenze – ist ökonomisch schwer zu begründen. Im Falle niedriger Inflationsraten sind es gerade die Stabilität und Vorhersehbarkeit der Preisniveauentwicklung, die die wirtschaftliche Entwicklung begünstigen und nicht das Erreichen einer möglichst niedrigen oder gar negativen Inflationsrate.<sup>23</sup> Da davon auszugehen ist, daß den

<sup>23</sup> Siehe dazu beispielsweise FISCHER, S.: Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?, in: Achieving Price Stability. Symposium Proceedings 1996. Federal Reserve Bank of Kansas City, S. 7-34. – GREENSPAN, A.: Problems of Price Measurement. Remarks at the Annual Meeting of the American Economic Association and the American Finance Association. Chicago, Illinois, 3. Januar 1998.

Zentralbankratsmitgliedern diese Zusammenhänge wohl bekannt sind, ist anzunehmen, daß es sich bei dieser Formulierung um einen verbalen Kompromiß zwischen den verschiedenen Fraktionen handelt, die das Selbstverständnis der EZB als „Inflationsfalke“ unterstreichen soll. Daß die EZB deutlichen Unterschreitungen der 2-Prozent-Marke trotz der asymmetrischen Definition von Preisniveaustabilität ebenso entgegenwirken wird wie Überschreitungen, läßt sich aus Reden der Zentralbankratsmitglieder schließen<sup>24</sup> und auch der jüngste Zinsschritt in den EWU-Ländern deutet in diese Richtung.

Die mangelnde Bereitschaft der EZB, ihre Inflationsprognose zu veröffentlichen, schränkt die Transparenz der Geldpolitik zwangsläufig ein, da wesentliche Informationen, die die Grundlage geldpolitischer Entscheidungen bilden, zurückgehalten werden. Zur Verdeutlichung: Bei dieser Inflationsprognose handelt es sich nicht um den Wert, der sich nach Einschätzung der Zentralbank tatsächlich einstellen wird, sondern um den, der sich herausbilden würde, wenn die EZB untätig bliebe. Nur wenn die EZB die aktuelle Entwicklung der Bestimmungsfaktoren der Inflationsentwicklung veröffentlicht, wird ihr Handeln nachvollziehbar. Dabei geht es weniger um die Veröffentlichung eines Wertes als um eine Darlegung von Entwicklungstendenzen, auf die die EZB gegebenenfalls reagiert, um ihr Inflationsziel und damit – im Idealfall – die Inflationsprognose der Marktteilnehmer zu erreichen.

Trotz dieser Einschränkungen erscheint die geldpolitische Strategie der EZB gut geeignet zu sein, der Komplexität der geldpolitischen Steuerung gerecht zu werden. Insbesondere die Betonung weiterer wirtschaftlicher und finanzieller In-

<sup>24</sup> So erläuterte beispielsweise der Präsident der Europäischen Zentralbank Duisenberg die EZB-Definition von Preisniveaustabilität kürzlich dahingehend, daß das darin enthaltene Wort „Preisniveaustieg“ impliziere, daß andauernde Preisrückgänge nicht mit Preisniveaustabilität vereinbar seien. Vgl. DUISENBERG, W. F.: The stability-oriented monetary strategy of the European System of Central Banks and the international role of the euro. Vortrag vor dem Economic Club of New York, 12. November 1998 (Hervorhebung im Original, eigene Übersetzung).

diktoren neben der Geldmenge als Orientierungsgrößen der Geldpolitik dürfte die Darstellung und das Verständnis der Geldpolitik erleichtern. Zu denken ist hier nicht nur an stabilitätspolitisch unbedenkliche Abweichungen der Geldmengenentwicklung vom Referenzwert infolge von Portfolioumschichtungen, sondern auch an den Umgang mit Schocks, wie zum Beispiel dem starken Verfall der Rohstoffpreise in jüngerer Zeit, der die Inflationsrate senkt, aber als größtenteils vorübergehend eingeschätzt wird und daher keine geldpolitische Reaktion erfordert.

Auch die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt und die Investitionstätigkeit der Unternehmen haben einen Einfluß auf eine stabilitätsgerechte Geldpolitik. Beide Faktoren bestimmen das Wachstum des Produktionspotentials maßgeblich und damit die Höhe des inflationsneutralen Geldmengenwachstums. Steigen die Investitionen deutlich oder nimmt der Lohndruck bei existierender Arbeitslosigkeit nachhaltig ab, so erhöht sich das Produktionspotential und damit auch das von der Zentralbank zu veranschlagende Geldmengenwachstum.<sup>25</sup> Angesichts einer Arbeitslosenquote von knapp 11 vH liegt im Euroraum ein Wachstumspotential brach. Es liegt in der Verantwortung der Tarifparteien, aber auch der Zentralbank, Spielräume eines inflationsfreien Wachstums zu schaffen bzw. auszuschöpfen und eine Erhöhung der Beschäftigung herbeizuführen.

Der Wechselkurs ist eine weitere bedeutende Orientierungsgröße der Geldpolitik. Er signalisiert zum einen die geldpolitische Haltung aus Sicht der Finanzmarktteilnehmer und beeinflusst zum anderen über die Einfuhrpreise die Entwicklung des Preisniveaus. Stabile Wechselkurse können die wirtschaftliche Entwicklung fördern, indem wechselkursbedingte Wettbewerbsverzerrungen verhindert und die Planungssicherheit erhöht werden können. Dies waren zwei der entscheidenden Motive für die Bildung der Europäischen Währungsunion. Daraus folgt jedoch nicht, daß stabile Wechselkurse verordnet oder durch Zentralbankinterventionen

herbeigeführt werden können. Voraussetzung für stabile Wechselkurse ist eine gleichgerichtete und nachhaltig gleichgewichtige Wirtschaftspolitik in den betreffenden Währungsräumen.<sup>26</sup> Stark divergierende Preissteigerungen im Bereich handelbarer Güter oder ausgeprägte Leistungsbilanzungleichgewichte führen über kurz oder lang zu Wechselkurskorrekturen, die mit Überreaktionen einhergehen können, aber von der Wirtschaftspolitik weder unterbunden werden können noch sollten. Die Vorschläge für eine Wechselkursstabilisierung zwischen dem Euro und dem US-Dollar zielen daher auch nicht auf eine Verteidigung ungleichgewichtiger Wechselkurse, sondern haben insbesondere einen erhöhten Grad an wirtschaftspolitischer Koordination zwischen den beiden Währungsräumen zum Ziel. Zwar nimmt die binnenwirtschaftliche Bedeutung des Wechselkurses innerhalb des Euroraums ab, da die Export- bzw. Importquote der Region nur rund 16 vH des Bruttoinlandsproduktes beträgt – im Vergleich zu rund 30 vH in der Bundesrepublik heute –, zugleich steigt jedoch die Gefahr von Wechselkurs-turbulenzen, die durch Fundamentalfaktoren nicht zu begründen sind, wenn sich der Euro als ebenbürtige internationale Anlagewährung neben dem US-Dollar etabliert. Nicht nur die Vereinigten Staaten und die EWU-Länder, sondern insbesondere auch Drittländer könnten dadurch realwirtschaftliche Einbußen erfahren. Ein Informationsaustausch im Vorfeld von geldpolitischen Entscheidungen und eine stabilitätsgerechte Wirtschaftspolitik in beiden Währungsräumen wären daher zu fordern. Vor diesem Hintergrund könnte auf Ausschläge an den Devisenmärkten mit Interventionen reagiert werden, wobei eine hohe stabilitätspolitische Reputation der Zentralbanken es ermöglichen würde, bereits durch Verlautbarungen eine deutliche Signalwirkung zu erzielen.

*Silke Tober*  
(*sit@iwh.uni-halle.de*)

---

<sup>25</sup> Vgl. FISCHER, S.: Discussion. The role of demand-management policies in reducing unemployment, in: Unemployment Policy. Government Options for the Labour market. Hrsg. von D. J. Snower und G. de la Dehesa. Centre for Economic Policy Research. Cambridge University Press 1997, S. 111-115.

---

<sup>26</sup> Den Konflikt zwischen binnen- und außenwirtschaftlicher Stabilität bei divergierender Wirtschaftspolitik und festen Wechselkursen in den sechziger und Anfang der siebziger Jahre beschreibt Emminger eindrucksvoll aus Sicht der Deutschen Bundesbank. Vgl. EMMINGER, O.: D-Mark, Dollar, Währungskrisen. Erinnerungen eines ehemaligen Bundesbankpräsidenten. Deutsche Verlags-Anstalt. Stuttgart 1986, 480 S.