

Spahn, Heinz-Peter

**Article**

## Geldpolitik bei Unsicherheit (Monetary Policy Under Uncertainty)

Intervention. Zeitschrift fuer Ökonomie / Journal of Economics

**Provided in Cooperation with:**

Edward Elgar Publishing

*Suggested Citation:* Spahn, Heinz-Peter (2007) : Geldpolitik bei Unsicherheit (Monetary Policy Under Uncertainty), Intervention. Zeitschrift fuer Ökonomie / Journal of Economics, ISSN 2195-3376, Metropolis-Verlag, Marburg, Vol. 04, Iss. 1, pp. 121-143, <https://doi.org/10.4337/ejeep.2007.01.10>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/277097>

**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.*



<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>

# Geldpolitik bei Unsicherheit

## Monetary Policy Under Uncertainty

*Heinz-Peter Spahn\**

*»Uncertainty« indicated a critical post Keynesian argument against neoclassical monetarism, but was taken up by the European Central Bank (ECB) in order to emphasize the importance of the money supply indicator in its »two pillar« strategy. In a state of model uncertainty on behalf of market and policy agents, the quantity of money is meant to control long-term inflation expectations. However, the instability of money demand and the intention to reject the responsibility for the cycle leads the ECB to modify the quantity theory towards a credit theory of nominal income. The ECB decides on the validity of the money-inflation nexus in a discretionary way and thus undermines the credibility of the monetary pillar. Lack of information is also offered in order to defend the ECB's single price-stability target. Following only this target is suboptimal on welfare-theoretic grounds as the ECB indirectly accepts the non-neutrality of money.*

*JEL classifications: E12, E41, E58*

*Keywords: interest rate policy, new Keynesian model, money demand, two pillars, inflation expectation*

\* Universität Hohenheim. Ich danke Ronald Schettkat und den Teilnehmern des Wuppertaler Fakultätskolloquiums, Hans-Michael Trautwein sowie zwei anonymen Gutachtern für hilfreiche Anregungen.

*Korrespondenzanschrift:*

Prof. Heinz-Peter Spahn, Universität Hohenheim (520A), 70593 Stuttgart, Deutschland, E-Mail: spahn@uni-hohenheim.de

Ersteinreichung des Artikels am 20.06.2006, endgültig akzeptiert am 06.10.2006

© INTERVENTION 4 (1), 2007, 121–143

## 1. Einführung

»Recurrent structural breaks imply that what we have learned from the past cannot be trusted to remain useful.« Issing et al. (2005: 2 f.)

Es ist heute wenig kontrovers, dass Geldpolitik unter den Rahmenbedingungen gesamtwirtschaftlicher Unsicherheit geführt werden muss; dabei soll »Unsicherheit« hier zunächst einfach darauf hindeuten, dass die z.T. weit in die Zukunft reichenden Wirkungen der Geldpolitik zum Entscheidungszeitpunkt nur vage abgeschätzt werden können. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat auf dieses Problem von Anfang an immer wieder mit Nachdruck hingewiesen. Fragen stellen sich jedoch in zweifacher Hinsicht:

Zum einen ist der Begriff der Unsicherheit in theoriegeschichtlicher Perspektive eindeutig mit dem Fundamentalkeynesianismus verknüpft, der vor dem Hintergrund einer kritischen Einschätzung der Systemstabilität der Geldwirtschaft stets auch eine an Wachstum und Beschäftigung orientierte Geldpolitik gefordert hat. Die EZB wird dagegen nicht zu Unrecht in der monetaristischen Tradition der Bundesbank gesehen; dem neoklassischen Monetarismus war die Kategorie der Unsicherheit jedoch fremd. Wie passt also die Betonung des Unsicherheitsaspekts zu den paradigmatischen Wurzeln der EZB-Politik?

Zum anderen ist zu fragen, ob das von der EZB propagierte Konzept einer »Zwei-Säulen-Strategie« geeignet ist, den von dem Unsicherheitsproblem gestellten Herausforderungen effektiv zu begegnen. Kann die informationstheoretisch »robust« angelegte Strategie die als schwerwiegend eingeschätzten Informationslücken umgehen? Welche Opportunitätskosten hat eine Geldpolitik, die dem Unsicherheitsproblem nach der Interpretation der EZB Tribut zollt?

Der vorliegende Aufsatz geht insbesondere dem zweiten Fragenkomplex nach. Nach einem kurzen Rückblick auf die theoriegeschichtliche Debatte werden zunächst Informations- und Erwartungsprobleme anhand eines einfachen makroökonomischen Modells diskutiert, das sich in jüngerer Zeit als allgemein akzeptierter Analyserahmen zur Behandlung geldpolitischer Fragen durchgesetzt hat. Daran schließt sich eine kritische Darstellung der Zwei-Säulen-Strategie und ihrer Elemente an. Gezeigt wird insbesondere, dass sich die EZB trotz ihrer Betonung der »monetären Säule« von den Grundpositionen der Quantitätstheorie entfernt hat, dass damit die Abgrenzung zwischen monetärer und (real-) wirtschaftlicher Analyse bei der Inflationsprognose schwammig wird und dass eine einseitige Interpretation des Unsicherheitsproblems zu einer nicht wohlfahrtsoptimalen Politik führt.

## 2. Unsicherheit, Geld und Politik

Die Einbringung des Faktors »Zeit« in die ökonomische Theorie geht auf die Neoklassik zurück. Im intertemporalen Modell der frühen Allgemeinen Gleichgewichtstheorie war allerdings noch angenommen, dass alle zukunftsrelevanten Entscheidungen bereits in der Gegenwart auf Terminmärkten getroffen werden. Dieser Ansatz eines »collapsing the future into the present« (Hahn 1980: 132) unterstellte, dass die Marktakteure subjektive Wahr-

scheinlichkeiten für alle möglichen Zukunftereignisse bilden, die sich dann in den relativen Preisen niederschlagen. Schon Keynes (1937) betonte dagegen, dass der zukünftige Lauf der Welt eben nicht wahrscheinlichkeitstheoretisch erfassbar ist<sup>1</sup> und dass die Wirtschaftssubjekte gerade deshalb Entscheidungen aufschieben, bis sich ihre Informationslage gebessert hat. Wirtschaften ist ein Prozess in *historischer Zeit*, den man nicht wie im Modell *logischer Zeit* vor- und zurückspulen kann (vgl. Robinson 1980).

Das Bestreben der Akteure, sich solange wie möglich Optionen offen zu halten, um flexibel auf neue Marktbedingungen reagieren zu können, lässt sich allerdings nur verwirklichen, wenn sie über ein Medium verfügen, das ihnen erlaubt, »auf Zeit zu spielen«. Es entsteht folglich eine Nachfrage nach liquiden und sicheren Vermögensaktiva, die im Fundamentalkyenesianismus mit der Geldnachfrage gleichgesetzt wird. Auf diese Weise wird ein Kausalzusammenhang von Unsicherheit, Liquiditätspräferenz und nachfrageseitiger Zinssteigerungstendenz begründet, der restriktiv auf die Realwirtschaft wirkt. Dies wurde auch vom Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung anerkannt, der gemeinhin nicht mit dem Keynesianismus in Verbindung gebracht wird.

»Arbeitslosigkeit entwickelt sich, weil die Menschen dem Mond nachjagen; – es ist nicht möglich, Menschen zu beschäftigen, wenn der Gegenstand des Verlangens (das heißt Geld) etwas ist, was nicht erzeugt werden kann, und dessen Nachfrage nicht ohne weiteres unterdrückt werden kann.« (Keynes 1936: 197)

»Die Kapitalanleger fordern für die Unsicherheit in der Welt einen hohen Zins. Letztlich schlagen alle ungelösten Probleme auf den Preis, der für die Hergabe von Geld verlangt wird.« (Sachverständigenrat 1981: Zf. 322)

Geldpolitisch scheint diese Argumentation zwingend auf eine keynesianische Nachfrageförderung zu verweisen; eine expansiv angelegte Geldversorgung sollte der Liquiditätspräferenz entgegenwirken und so Krisentendenzen auf Finanz- und Gütermärkten auflösen. Aber faktisch ist die Argumentation brüchig. So steigt nur im unrealistischen Falle des Geldhortens bei konstanter Geldmenge der Zins, er fällt jedoch bei vermehrter Nachfrage nach Finanzaktiva – und dies ist die typische Reaktion der Märkte auf eine steigende Verunsicherung in einer entwickelten Geldwirtschaft. Phasen steigender Arbeitslosigkeit waren in aller Regel auf *geldpolitisch forcierte* Zinserhöhungen zurückzuführen, nicht auf eine unsicherheitsbedingte Liquiditätspräferenz. Unstrittig ist ein negativer Effekt von Unsicherheit auf die Investitionsneigung; aber prinzipiell ist nicht auszuschließen, dass z.B. angebotsseitige, institutionelle Reformen günstige Auswirkungen haben können. So versuchte der Sachverständigenrat sogar, Keynes zum Kronzeugen einer Angebotspolitik zu bestellen:

»Daß die Unsicherheit allen Wirtschaftens eine fundamentale – negative – Angebotsbedingung darstellt, ist eine Vorstellung, die mit am Anfang des auf J.M. Keynes zurückgehenden nationalökonomischen Denkens stand. Daß die gesamt-

<sup>1</sup> Minsky (1975: 57) prägte später den griffigen Slogan »Keynes without uncertainty is something like *Hamlet* without the Prince.«

wirtschaftlichen Probleme, die daraus erwachsen können, dann gleichwohl lange Zeit ausschließlich als Probleme der Nachfrageseite der Volkswirtschaft – und der Nachfragesteuerung – angesehen wurden, war nicht zwingend.« (Sachverständigenrat 1984: Zf. 295)

Die wenigen vorstehenden Bemerkungen mögen genügen, um Zweifel daran zuzulassen, dass die Diagnose von Unsicherheit ohne weitere Analyse stets eine keynesianische Therapie der Nachfrageförderung erfordere. Der erste Chefvolkswirt der EZB betonte, dass nicht nur Marktakteure, sondern gerade auch Notenbanken mit dem Phänomen gesamtwirtschaftlich unaufhebbarer Unsicherheit konfrontiert sind.

»Academic economists hardly need any reminding that ›Knightian‹ uncertainty, which increasingly characterises the economic environment in which central banks have to operate, is altogether of a different dimension. Unlike risk, it is not measurable.« (Issing 1999: 11)

Für die EZB selbst stellt sich Unsicherheit konkret als ein vielschichtiges Informationsproblem dar (vgl. EZB 2001, Issing 2002, Deutsche Bundesbank 2004):

- Daten sind erst verspätet verfügbar und müssen häufig revidiert werden. Entscheidungen in »real time« sind damit mit zusätzlichen Risiken behaftet. Diese »Datenunsicherheit« gilt insbesondere mit Blick auf die Outputlücke, weil schon die Erfassung der Produktion, aber vor allem die Abschätzung des Produktionspotentials mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist.<sup>2</sup>
- Makroökonomische Funktionsbeziehungen werden durch unregelmäßige Schocks modifiziert (»additive Unsicherheit«).
- Parameter von Marktfunktionen sind unbekannt, ändern sich häufig oder können nur ungenau geschätzt werden (»multiplikative Unsicherheit«).
- Reaktionen der Privaten auf Notenbankentscheidungen sind zuweilen nicht einmal vom Vorzeichen her vorhersagbar (»strategische Unsicherheit«).
- Der letzte Punkt verweist auf das Grundproblem der »Modellunsicherheit«: Notenbanken beanspruchen nicht, das »wahre« Modell der Volkswirtschaft zu kennen. Verhaltensweisen der Wirtschaftssubjekte und Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen sind in diesem Sinne grundsätzlich unsicher.

Dieses bemerkenswerte Eingeständnis wirft die Frage auf, ob vor dem Hintergrund von Modellunsicherheit überhaupt optimale Strategien formuliert werden können. Die nicht zuletzt von Issing getragene Antwort der EZB bestand darin, mittels einer Geldmengenkontrolle und eines überzeugend verfolgten Ziel der Geldwertstabilität die Unsicherheit in den Märkten, zumindest über die Entwicklung nominaler Größen, zu reduzieren. Bevor dieser Punkt im übernächsten Abschnitt aufgegriffen wird, ist zunächst zu zeigen, dass

2 Diese werden auch in der akademischen Debatte als z.T. so gravierend eingeschätzt, dass davon abgeraten wird, derartige realwirtschaftliche Daten (wie auch die NAIRU) überhaupt als Kriterien geldpolitischer Entscheidungen heranzuziehen (vgl. McCallum 2001, Orphanides/Williams 2004).

selbst *innerhalb* des gegenwärtig vorherrschenden Makromodells in aller Regel das zentrale Problem unbestimmbarer Verhaltensweisen privater Marktakteure auftritt.

### 3. Die Rolle der Erwartungen im »neukeynesianischen Konsensmodell«

Das *IS-LM*-Modell ist in den letzten Jahren von einem alternativen Drei-Gleichungs-Ansatz abgelöst worden.<sup>3</sup> Die Angebotsfunktion

$$p_t = \theta p_{t+1}^e + (1 - \theta) p_{t-1} + \alpha y_t + \varepsilon_t^s$$

stellt einen aus der Phillips-Kurve bekannten Zusammenhang zwischen der Inflationsrate  $p_t$  und der Outputlücke  $y_t$ , ergänzt um einen Schockterm  $\varepsilon_t^s$ , her. Grundsätzlich wird die Inflationserwartung als zukunftsorientiert beschrieben, um die Preisbildung auf unvollkommenen Märkten zu erfassen, die den Unternehmen nur in zufällig bestimmten Intervallen Preisadjustierungen ermöglichen; in solchen Fällen werden die Preise vorausschauend so gesetzt, dass sie mit der künftig erwarteten Inflation Schritt halten. Die Hinzufügung des Moments einer adaptiven Inflationserwartung (bei  $\theta < 1$ ) ist ein Zugeständnis an die empirische Relevanz der Inflationpersistenz.

Die Nachfragefunktion

$$y_t = \delta y_{t+1}^e + (1 - \delta) y_{t-1} - \beta (i_t - p_{t+1}^e) + \varepsilon_t^d$$

unterscheidet sich von einer *IS*-Gleichung in erster Linie dadurch, dass sie als Abbild der Konsumnachfrage intertemporal optimierender Haushalte interpretiert wird. Die angestrebte Glättung des Konsums im Zeitablauf bewirkt, dass ein höheres erwartetes Zukunftseinkommen bereits die heutige Konsumnachfrage erhöht; dieser Effekt wird durch einen steigenden Realzins gebremst.<sup>4</sup> Analog zur Angebotsfunktion lässt sich auch hier (bei  $\delta < 1$ ) das vergangene Einkommen (sowie ein Störterm) berücksichtigen.

3 Die Standardreferenz ist Clarida et al. (1999) und Woodford (2003); dort wird allerdings von den im Folgenden zugelassenen »time lags« abgesehen. Erste, einfache Lehrbuchversionen finden sich in Carlin/Soskice (2006) und Spahn (2006).

4 Die Investitionsnachfrage wird implizit an die Sparentscheidungen der Haushalte gekoppelt – was selbst bei perfekten Finanzmärkten eine heroische Annahme ist. Dass ein Modell mit einer Steuerung der Investition durch die Ersparnis als »neukeynesianisch« bezeichnet wird, muss als Irrweg der Theoriegeschichte betrachtet werden. Allerdings ist die formale Logik der obigen Nachfragefunktion unabhängig von der Interpretation, mit der sie propagiert wird. Die Funktion kann ebenso gut in traditioneller Sicht die von der Investitionstätigkeit getriebene Güternachfrage abbilden. Das erwartete Zukunftseinkommen kann dann als Proxy für die Ertragsersparungen der Investoren verstanden werden.

## Die zinspolitische Reaktionsfunktion

$$i_t = \mu i_{t-1} + (1 - \mu) \left[ r^* + p_t + \gamma (p_t - p^*) + \varphi y_t \right]$$

markiert den entscheidenden Unterschied zum *IS-LM*-Ansatz: Die Geldnachfrage wird nicht mehr eindeutig spezifiziert, die Geldmenge ist endogen und spielt deshalb keine tragende Rolle mehr im Modell. Damit werden die früher stets umstrittenen Realkassen- und *Crowding-out*-Effekte in ihrer Bedeutung stark relativiert. Das Politikinstrument ist der kurzfristige Zins  $i_t$ , der sich in langsamen Schritten (bei  $0 < \mu < 1$ ) an ein Zielniveau anpasst, das durch einen (geschätzten) Gleichgewichtszins  $r^*$  sowie die Reaktion auf Inflations- und Outputlücken bestimmt ist.<sup>5</sup>

Das Modell lässt sich auf eine Vektorgleichung mit den Variablen Inflation und Output reduzieren, die hier nur in vereinfachter, allgemeiner Form dargestellt ist (**A**, **B** und **C** bezeichnen Koeffizientenmatrizen, der Vektor **v** enthält Konstanten und Schocks):

$$\begin{bmatrix} p_t \\ y_t \end{bmatrix} = \mathbf{A} \begin{bmatrix} p_{t+1}^e \\ y_{t+1}^e \end{bmatrix} + \mathbf{B} \begin{bmatrix} p_{t-1} \\ y_{t-1} \end{bmatrix} + \mathbf{C} \mathbf{v}.$$

Das entscheidende Problem ist die Bestimmung der erwarteten Zukunftswerte  $p_{t+1}^e$  und  $y_{t+1}^e$ . Drei Hypothesen lassen sich unterscheiden:

1. *Rationale Erwartungen* Hier wird angenommen, dass alle Akteure das vorstehende Modell kennen und als wahr akzeptieren. Aufbauend auf dem korrekten Verständnis des bis zur Gegenwart abgelaufenen Prozesses bilden sie konsistente Zukunftserwartungen. Diese gehen in den dynamischen Marktprozess ein; seine Gleichgewichtslösung hat dann die Form<sup>6</sup>

$$\begin{bmatrix} p_t \\ y_t \end{bmatrix} = \mathbf{B}^* \begin{bmatrix} p_{t-1} \\ y_{t-1} \end{bmatrix} + \mathbf{C}^* \mathbf{v}.$$

2. *Lerntheoretischer Ansatz* Der Streit um die »richtige« Makrotheorie und die Verwendung komplexer, dynamisch-stochastischer Makromodelle hat in den letzten Jahren den Glauben an die Hypothese rationaler Erwartungen untergraben. Es wird nun anerkannt, dass diese Hypothese auf der starken Annahme beruht,

5 Die Reaktionskoeffizienten  $\gamma$  und  $\varphi$  können als Erfahrungswerte fixiert oder aus einer geldpolitischen Zielfunktion abgeleitet werden, die einer periodischen oder intertemporalen Optimierung zugrunde liegt. Aus informationstheoretischen Gründen können anstelle der aktuellen Werte der Inflations- und Outputlücken auch die erwarteten oder die in der Vergangenheit realisierten Werte gewählt werden.

6 Das Berechnungsverfahren folgt i.d.R. der »minimal state variable solution« von McCallum (1983). Siehe dazu auch Evans/Honkapohja (2001).

»that economic agents have a great deal of knowledge about the economy. [...] In empirical work economists, who postulate rational expectations, do not themselves know the parameter values and must estimate them econometrically. It appears more natural to assume that the agents in the economy face the same limitations [...]. This suggests that a more plausible view of rationality is that agents act like statisticians or econometricians when doing the forecasting about the future state of the economy. This insight is the starting point of the adaptive learning approach to modeling expectation formation. This viewpoint introduces a specific ›bounded rationality‹ to macroeconomics.« (Evans/Honkapohja 2001: 5, 12 f.)

Der lerntheoretische Ansatz geht davon aus, dass die Akteure zwar die »wahre« Modellstruktur kennen, die Funktionsparameter jedoch nur langsam durch Erfahrung lernen, indem sie ihre subjektiven Schätzungen immer wieder an der Realität überprüfen. Geldpolitisch hat dies zur Konsequenz, dass die Notenbank einen stetigen Kurs verfolgen und heftige Zinsreaktionen vermeiden muss, damit der makroökonomische Prozess lernbare, regelmäßige Muster aufweist. Ansonsten kann es zu dynamischer Instabilität kommen (vgl. Bullard/Mitra 2002).

3. *Lernen mit unvollständigen oder falschen Modellen* Nimmt man den Gedanken der »bounded rationality« ernst, so lässt sich nicht ausschließen, dass die Wirtschaftssubjekte nur einen Ausschnitt der gesamtwirtschaftlichen Funktionsbeziehungen verstehen. Das vollständige Modell der »zurückblickenden« Funktionsbeziehungen

$$\begin{bmatrix} p_t \\ y_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_{11} & b_{12} \\ b_{21} & b_{22} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} p_{t-1} \\ y_{t-1} \end{bmatrix} + \mathbf{Cv}$$

wird z.B. mit den Einschränkungen  $b_{12} = b_{21} = 0$  wahrgenommen (die Querbezüge zwischen den Variablen werden missachtet). Entsprechend sind dann auch die aus dieser Wahrnehmung entwickelten Zukunftserwartungen verzerrt.

Denkbar ist aber auch, dass die Akteure ein »falsches« Weltbild haben: Sie sehen z. B. die Makrovariablen als von der Geldmenge als exogener Größe abhängig, obwohl diese faktisch endogen im Markt bestimmt ist (was den Akteuren jedoch verborgen bleibt):

$$\begin{bmatrix} p_t \\ y_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} b_1 \\ b_2 \end{bmatrix} m_t + \mathbf{Cv} \text{ mit } m_t = p_t + \Delta y_t.$$

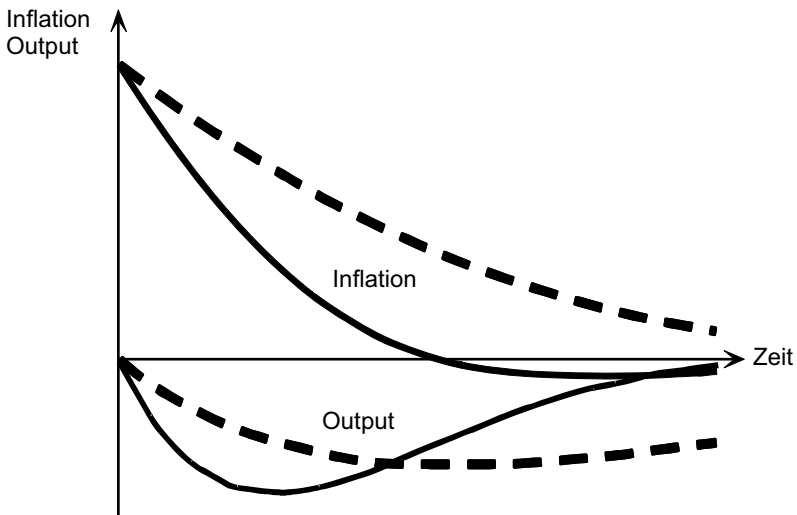
In solchen Fällen weicht der Marktprozess merklich von dem Muster ab, das sich ergeben hätte, wenn die Marktakteure das »richtige«, von der Notenbank verwendete Modell<sup>7</sup> erkannt und ihrer Erwartungsbildung zugrundegelegt hätten. Dies lässt sich am Beispiel

7 Natürlich ist auch der umgekehrte Fall möglich, bei dem der Markt klüger als die Politik ist.



eines Angebotschocks demonstrieren, der seitens der Notenbank mit einer zinspolitischen Restriktion beantwortet wird; daraus resultiert eine Disinflationsphase mit zeitweiligen Outputverlusten, bevor das System wieder zum Gleichgewicht zurückkehrt. Eine Modellsimulation zeigt, dass bei unvollständiger Erwartungsbildung die Inflation ceteris paribus langsamer sinkt, während der Outputverlust anfangs geringer ist, aber länger anhält (vgl. die durchbrochene Linie in Abbildung 1); ein ähnlicher Verlauf zeigt sich bei falscher Erwartungsbildung.

Abbildung 1: Marktprozess nach Angebotschock bei modellkonsistenten (durchgezogene Linie) und unvollständigen Erwartungen (gestrichelte Linie)



Quelle: Eigene Berechnung. Verwendet wurde ein numerisches Modell der oben vorgestellten Art; die Einzelheiten der umfangreichen Berechnung sind vom Verfasser auf Anfrage erhältlich.

Die Schlussfolgerung für die Geldpolitik lautet, dass sie nicht nur die richtige Stabilisierungspolitik betreiben, sondern in der Öffentlichkeit auch ihr theoretisches Weltbild und ihre Strategie verständlich machen muss, um die labile Erwartungsbildung im privaten Sektor zu koordinieren. Kommunikation wird so zu einem unverzichtbaren Element des Notenbankverhaltens. Es geht insbesondere um die »Verankerung« und Stabilisierung der Inflationserwartungen. Die Kernfrage ist jedoch, wie eine solche Verhaltenssteuerung gelingen kann, wenn die Notenbank selbst einer Modellunsicherheit unterliegt.

## 4. Das »robuste« Strategiekonzept der EZB

### 4.1 Die zwei Säulen

Strategien der Geldpolitik lassen sich als theoriegestützte Systeme von Verfahrensregeln definieren, die

- die Sichtung, Ordnung und Interpretation von Daten steuern,
- auf bestimmte Instrumente mit zumindest im Prinzip vorhersehbaren Wirkungen zurückgreifen,
- Diskrepanzen zwischen Soll- und Ist-Werten bei wichtigen Makrovariablen konsistent erklären,
- vor diesem Hintergrund zielgerichtete Entscheidungen über den Instrumenteneinsatz anleiten und
- der Öffentlichkeit gut vermittelbar sind.

In diesem Sinne sind Strategien mit Sprachen verglichen worden, die den Arbeits- und Entscheidungsprozess innerhalb einer Notenbank steuern und ihre Kommunikation mit den Märkten vermitteln (vgl. Winkler 2000, Hagen 2004). Sie können, gleichsam als Markenzeichen, paradigmatisch-theoretische Bezeichnungen tragen, wie z.B. »monetary targeting« oder »inflation targeting«, ohne dass die Übernahme einer solchen Bezeichnung eine Änderung der bisherigen Notenbankpraxis nach sich ziehen muss; vor allem bleiben die Präferenzen im klassischen Beschäftigungs-Inflations-Konflikt davon unberührt (vgl. Almeida/Goodhart 1998). In dieser Sicht gibt es ebenso wenig gute oder schlechte Strategien wie gute oder schlechte Sprachen; wichtig ist aber, dass die Sprache verständlich ist und die Notenbank einen gewählten »code« nicht allzu oft wechselt.

Die Zwei-Säulen-Strategie der EZB lässt sich auf den ersten Blick als eine Mischung zwischen einem Geldmengensteuerungskonzept und einer erweiterten Taylor-Regel verstehen, in der die Outputlücke eine zentrale Rolle spielt.

»Ein Ansatz misst der Geldmengenentwicklung bei der Bestimmung der zukünftigen Inflation große Bedeutung bei. In anderen Modellen wie etwa den Phillips-Kurven-Modellen ist ein Nachfrageüberhang auf den Güter- und Arbeitsmärkten die Haupttriebfeder für Veränderungen von Preisen und Löhnen.« (EZB 2001: 52)

Eine derartige Dichotomisierung erscheint aber wenig glücklich: Denn in der Quantitätstheorie spielen natürlich ebenfalls Überschussnachfragen im Prozess der Preissteigerungen eine zentrale Rolle; auf der anderen Seite kann man die monetären Triebkräfte einer Bewegung auf der Phillips-Kurve schwer ausblenden. Jedoch sollte die theoretische Trennung zwischen beiden Säulen vielleicht nicht überbetont werden. Sie repräsentieren zunächst ein Informationssammelungs- und -filterungsverfahren, das Inflationsprognosen (umschrieben als »Gefahren für die Preisstabilität«) auf Basis einer »monetären« und einer »wirtschaftlichen« Analyse erstellen kann. Es ist hochvernünftig, hierbei nicht schon a priori Informationen auszuschließen. In diesem Sinne verfolgt die EZB eine »robuste« Strategie, die explizit nicht auf dem Anspruch der Kenntnis des »wahren« Modells beruht.

»Angesichts der erheblichen Unsicherheiten [...] wäre es unklug, wenn sich die Geldpolitik ausschließlich auf ein bestimmtes Modell oder einen bestimmten Indikator oder eine bestimmte Prognose stützen würde. [...] Die Strategie der EZB verkörpert einen Ansatz der ›umfassenden Information‹ [...], sie gibt einen Rahmen ab, der nicht nur alle relevanten Informationen umfasst, sondern auch mehrere, möglicherweise unterschiedliche Interpretationen dieser Informationen berücksichtigt. [...] [Deshalb] könnte man sagen, dass die Strategie der EZB eine robuste Geldpolitik in einem unsicheren Umfeld erleichtert.« (EZB 2000: 49)

»Die Zwei-Säulen-Struktur [...] spiegelt zwei allgemeine Kategorien von Modellansätzen (oder Paradigmen) für den Transmissionsmechanismus bei fehlendem Konsens über ein einheitliches ›wahres‹ Modell der Volkswirtschaft wider.« (EZB 2001: 56)

Die EZB scheint sich insoweit in der Linie der keynesianischen Literatur zu befinden:

»The Keynesian uncertainty literature addresses the question of whether it is in principle feasible to develop policy rules which are robust in face of model uncertainty, thus making the need for judgement redundant.« (Dow 2004: 541)

Jedoch macht die parallele Auswertung unterschiedlicher Theorie-Daten-Systeme ihre relative Bewertung keineswegs überflüssig; »judgement« ist ein essentieller Bestandteil des Entscheidungsprozesses einer Notenbank (Issing et al. 2005: 14, Svensson 2003). Probleme stellen sich dabei insbesondere deshalb, weil die verwendeten Informationssysteme zu widersprüchlichen Aussagen kommen können.

»Es kann natürlich vorkommen, dass von den beiden Säulen gegenläufige Signale für die Geldpolitik ausgehen. Dieses potenzielle ›Spannungsfeld‹ sollte nicht als ein Nachteil der Strategie betrachtet werden. Es bildet vielmehr den Kern einer robusten Strategie.« (EZB 2000: 50)

In derartigen Fällen benötigt man eine Art Metaregel, die Kriterien formuliert, nach denen zu entscheiden ist, welchen Signalen der Vorzug zu geben ist; oder jedem Informationssystem wird ein eigener Zuständigkeitsbereich zugewiesen, so dass eine additive Nutzung ihrer Erkenntnisse möglich ist. Die EZB hat eine grobe zeitliche Einteilung vorgenommen, wonach die wirtschaftliche Säule für kurz- bis mittelfristige, die monetäre Säule für mittel- bis langfristige Inflationsprognosen relevant ist. Aber diese Abgrenzung ist nicht nur wegen des überlappenden mittelfristigen Bereichs ungenau, sondern darüber hinaus auch methodologisch problematisch: Die »lange Frist« ist eine heuristische Konstruktion, ein analytisches Hilfsmittel, das es erlaubt, bestimmte Interaktionen auszublenden, um andere Zusammenhänge klarer hervortreten zu lassen. Tatsächlich existiert aber keine lange Frist unabhängig von den kurzfristigen Marktvorgängen.

Mit Blick auf das primäre Ziel der EZB heißt das: Wenn mittels der Diagnose der wirtschaftlichen Säule und geeigneter Instrumente stets kurzfristig Preisstabilität gewahrt werden kann, so ist auch die langfristige Aufgabe erfüllt (und die monetäre Säule überflüs-

sig). Wenn aber die wirtschaftlichen Säule keine ausreichenden Entscheidungsgrundlagen liefert und Informationen aus dem monetären Bereich hinzugezogen werden müssen, so sind monetäre Zusammenhänge auf ihre kurzfristige Aussagefähigkeit hin zu evaluieren, obwohl sie dazu (gemessen an ihrem eigenen Anspruch) weniger in der Lage sind (Galí et al. 2004: 22 ff.). Wenn ein über Jahre den Referenzwert überschießendes Geldmengenwachstum tatsächlich langfristige Inflationsgefahren anzeigt, so muss der EZB-Rat dennoch bei jeder Sitzung entscheiden, ob die Quantitätstheorie nun bereits heute entsprechende Maßnahmen verlangt oder ob erst in weiteren vier Wochen über die Geltung dieser Theorie zu befinden ist. Es ist schwer erkennbar, wie ein solches *Procedere* die Erwartungssicherheit des privaten Sektors fördern kann.

#### 4.2 Die monetäre Säule: vom »money« zum »credit view«

Die Probleme der monetären Säule beginnen beim Geldbegriff. Der Monetarismus hielt der postkeynesianischen Geldtheorie der Nachkriegszeit stets kritisch ihre Position eines »money does not matter« vor. Diese Position wird im Radcliffe-Report wie folgt ausgedrückt:

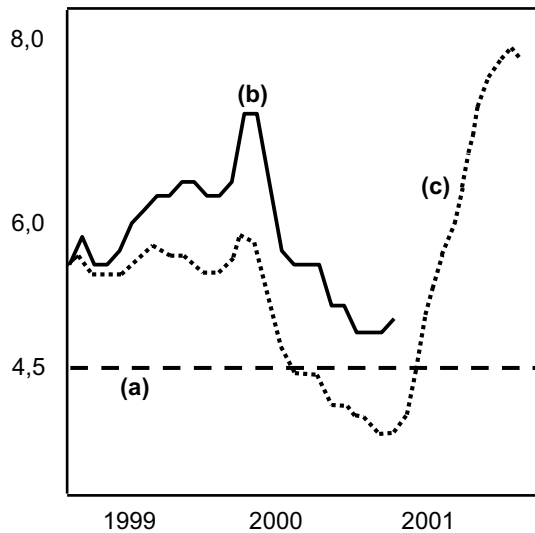
»Though we do not regard the supply of money as an unimportant quantity, we view it as only part of a wider structure of liquidity in the economy. [...] It is the whole liquidity position that is relevant to spending decisions and our interest in the supply of money is due to its significance in the whole liquidity picture. [...] The decision to spend thus depends on liquidity in the broad sense, not upon immediate access to the money.« (Radcliffe-Report 1959: § 389, zit. n. Kaldor 1982: 8)

Im Grunde genommen entspricht jedoch das von Radcliffe favorisierte Liquiditätskonzept der weiten Geldmengendefinition  $M_3$ , die seit Jahren in der Geldpolitik verwendet und stets begrifflich weiterentwickelt wird. In der Anfangsphase hatte die EZB aufgrund der Geldanlagen von nicht aus der Europäischen Währungsunion (EWU) stammenden Anlegern einige Mühe,  $M_3$  zu definieren und zu messen; die später veröffentlichte Korrektur zeigte, dass das »wirkliche« Ausmaß des Überschießens weniger ausgeprägt war (vgl. Abbildung 2, S. 132). In der Tat: »Money remains important but has become a fuzzy concept and more difficult to measure« (Issing 1999: 13).

Der quantitätstheoretische Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen ist in Niedriginflationländern kaum messbar. Dies gilt nicht nur in Querschnitts-, sondern auch in Längsschnittsanalysen.<sup>8</sup> Im Fall der Bundesrepublik zeigt sich dies unabhängig

8 »Money supply statistics are full of noise. In a low-inflation environment where inflation is only a few per cent a year, the observed differences in the money supply growth numbers contain mostly noise, and say little about differences in monetary policies (the signal). Thus, paradoxically, it is the success of central banks in reducing inflation that makes money growth numbers unreliable as a signal of inflationary tendencies. In a low-inflation environment, where the central banks do not systematically increase the supply of money above the growth potential of the economy, the money stock will be subjected to shocks that come mostly from the demand for money (velocity chang-

Abbildung 2: Referenzwert (a), originäre (b) und revidierte (c) Reihe des M<sub>3</sub>-Wachstums (jeweils in Prozent) in der EWU



Datenquelle: EZB (diverse Monatsberichte)

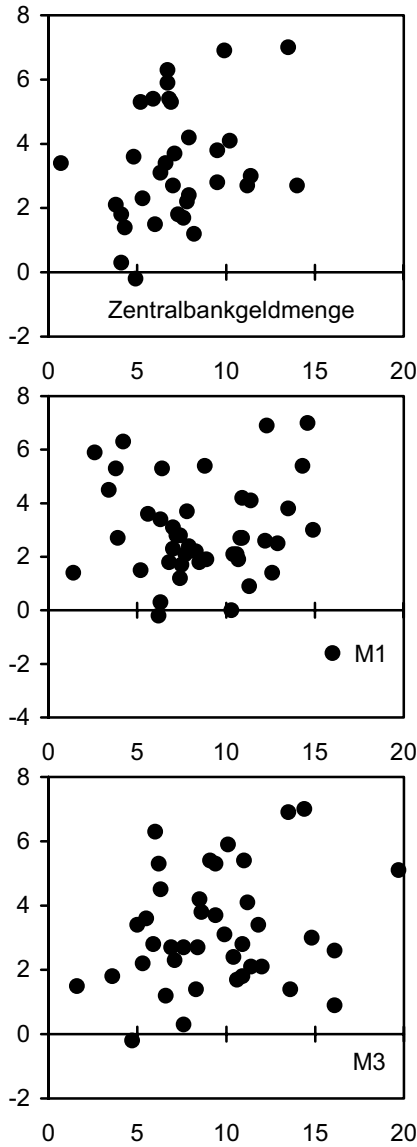
vom gewählten Geldmengenbegriff (vgl. Abbildung 3). Der gewählte »time lag« von zwei Jahren entspricht den üblichen Schätzungen; jedoch ändert sich das Bild auch bei kürzeren Verzögerungen nicht.

Die Propagierung eines Geldmengenindikators und die somit unvermeidliche öffentliche Aufmerksamkeit im Falle eines anhaltenden Überschießens der Geldmenge kann sich als kontraproduktiv erweisen, wenn nämlich allein (die Debatte um) Geldmengendaten Inflationserwartungen erzeugen, die ansonsten aus dem Markt heraus nicht entstanden wären. Die quantitätstheoretisch geleitete Außendarstellung der Politik, die das Ziel einer Verankerung und Stabilisierung von Inflationserwartungen verfolgt, muss dann umschwenken und der Öffentlichkeit das temporäre *Nichtgelten* des Geldmengen-Preis-Nexus verdeutlichen. In wiederholten Fällen werden solche Episoden dann die Überzeugungskraft einer Argumentation aushöhlen, wonach die Marktakteure langfristig auf die Stabilität des Preisniveaus vertrauen könnten, weil die Notenbank das Geldangebot kontrolliere. Das Ziel, Erwartungssicherheit zu schaffen, wird verfehlt.

Die potentielle Instabilität der Umlaufgeschwindigkeit ist die Achillesferse der Quantitätstheorie. Auch im EWU-Raum zeigt sich in den letzten Jahren eine größere Unbestimmtheit des Trends (vgl. Abbildung 4), ein Phänomen, das in anderen Ländern schon früher und noch ausgeprägter zu beobachten war. Diese jüngsten Erfahrungen in Europa

es, and other shocks). They no longer reflect systematic policy changes.« (De Grauwe 2005: 213, vgl. auch De Grauwe/Polan 2005)

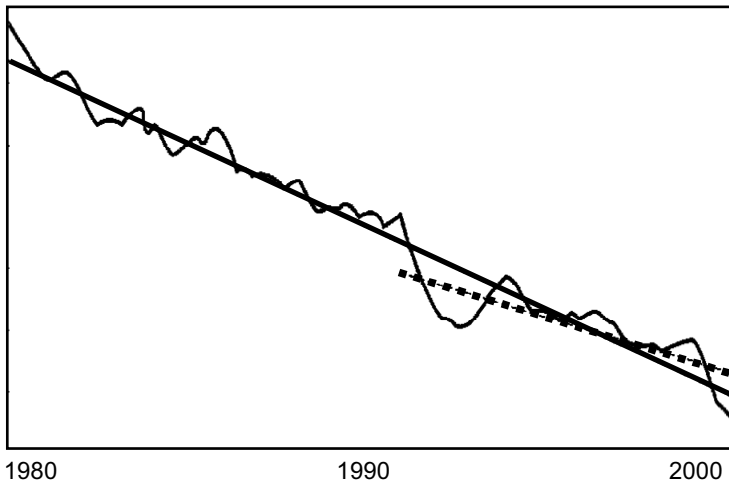
Abbildung 3: Inflation (linke Skala) in  $t+2$  und Geldmengenwachstum (beides in Prozent) in der Bundesrepublik Deutschland: Zentralbankgeldmenge 1963–1997, M1 1952–1997, M3 1958–1997



Datenquelle: Deutsche Bundesbank

haben erneut Versuche angeregt, Geldmengendaten so zu filtern und umzudefinieren, dass die prognostische Qualität eines dann modifizierten Geldmengenaggregats wiederhergestellt wird.<sup>9</sup> Ein Beispiel ist das Konzept des »core money«, definiert als Überschuss der permanenten Komponente des nominalen Geldmengenwachstums über die permanente Komponente der realen Geldnachfrageentwicklung. Aber selbst hierbei werden Schwankungen dieses Aggregats mit einem Zyklus von bis zu acht Jahren (!) als nicht signifikant für die Inflation gewertet (vgl. Neumann/Greiber 2004, Deutsche Bundesbank 2005). Inwieweit eine derartige Erkenntnis für Notenbanken noch hilfreich ist, sei dahingestellt. Eine neuere Studie (vgl. Hofmann 2006) kommt zu dem Ergebnis, dass die Prognosequalität von  $M3$  nur durch eine ergänzende, tiefgehende monetäre Analyse der jeweiligen Marktsituation gewahrt bleiben kann.

*Abbildung 4: Umlaufgeschwindigkeit im Euro-Währungsgebiet (Relation zwischen nominalem BSP und  $M3$ , logarithmischer Maßstab), tatsächliche Werte und zwei Trendgeraden*



*Quelle: Issing 2003: 155*

Letztlich muss in jedem Einzelfall geprüft werden, ob eine Abweichung vom Geldmengenreferenzwert auf eine bevorstehende Änderung der Güternachfrage hindeutet oder eine Reallokation der Geldvermögenshaltung widerspiegelt. Die Notwendigkeit einer solchen

<sup>9</sup> Die grundsätzliche, erkenntnistheoretische Problematik derartiger Forschungsansätze ist, dass hierbei eben nicht die statistischen Eigenschaften einer theoretisch definierten Geldmenge untersucht, sondern umgekehrt artifizielle Geldmengenaggregate nach ihren erwünschten, vorab gesetzten Eigenschaften kreiert werden. »We have to define and identify money before we can test the stability of its demand. This stability (if it exists) is to be demonstrated empirically, not deemed true axiomatically. [...] The theory says that money does  $a, b, c \dots$ . If we then define money as that which comes closest to doing  $a, b, c \dots$ , we have accepted the theory as true [...] and foregone all opportunities to test it.« (Osborne 1992: 603, vgl. auch Bofinger 2001: 14 f.)

diskretionären Beurteilung bringt es mit sich, dass der private Sektor nun von einem überschießenden Geldmengenwachstum weder auf eine drohende Inflationsgefahr noch auf ein Gegensteuern seitens der Notenbank schließen kann; die durch die monetäre Säule angestrebte Erwartungssicherheit ist nicht gegeben.

In den Jahren 2001 bis 2003 ist die Geldmenge durch Portfolioeffekte aufgebläht worden, die dadurch entstanden, dass Vermögensbesitzer nach negativen Erfahrungen auf den Aktienmärkten verstärkt in sichere Titel investiert haben, die z.T. Bestandteil von *M3* sind. Schwankende Risikopräferenzen als Reaktion auf subjektiv empfundene Unsicherheit wurden in der keynesianischen Theorie als Beleg für die Instabilität der Geldnachfragefunktion gewertet. In den Forschungsstäben der EZB werden demgegenüber momentan ältere »buffer stock«-Ansätze der Geldtheorie aufgegriffen, mit dem Ziel, Unsicherheit gleichsam als Funktionselement in eine erweiterte Geldnachfragefunktion zu integrieren und somit deren Stabilität zu sichern (vgl. EZB 2005).

Die ex-post-Erklärung eines Teils einer überschießenden Geldmengenentwicklung durch Portfolioeffekte ist hilfreich (vgl. Abbildung 5). Zu bezweifeln ist aber, dass die Faktoren, die das komplexe Phänomen Unsicherheit erfassen sollen, so präzise und zeitinvariant benannt werden können, dass damit eine ex-ante-Erklärung, d.h. die Prognose einer außergewöhnlichen Geldmengenentwicklung, möglich wird; und gerade dies wäre notwendig, um die erwartungssteuernde Wirkung einer Referenzgröße für das Geldmengenwachstum zu gewährleisten.<sup>10</sup> Im Übrigen zeigt sich auch, dass die Inflationserwartungen auf dem Finanzmarkt sehr stabil sind und durch die starke Veränderung des Geldmengenwachstums nicht erklärt werden können.

Der Versuch, Portfolioeffekte aus dem Geldmengenwachstum herauszurechnen, bedeutet im Kern, dass nur diejenige Geldmengenentwicklung als für die Güternachfrage wesentlich gewertet wird, die als Gegenposten der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe auftritt (also eine Verlängerung der aggregierten Bankbilanzen darstellt), nicht jedoch Geldmeneffekte, die auf Substitutionsvorgängen in der Finanzvermögenshaltung beruhen (und bilanztechnisch einen bloßen Passivtausch darstellen). In paradigmatischer Hinsicht impliziert dies eine Hinwendung zu einem kredittheoretischen Ansatz der Erklärung gesamtwirtschaftlicher Prozesse. Die Verabschiedung von quantitätstheoretischen Traditionen wird allerdings nicht explizit, sondern eher »zwischen den Zeilen« vollzogen:

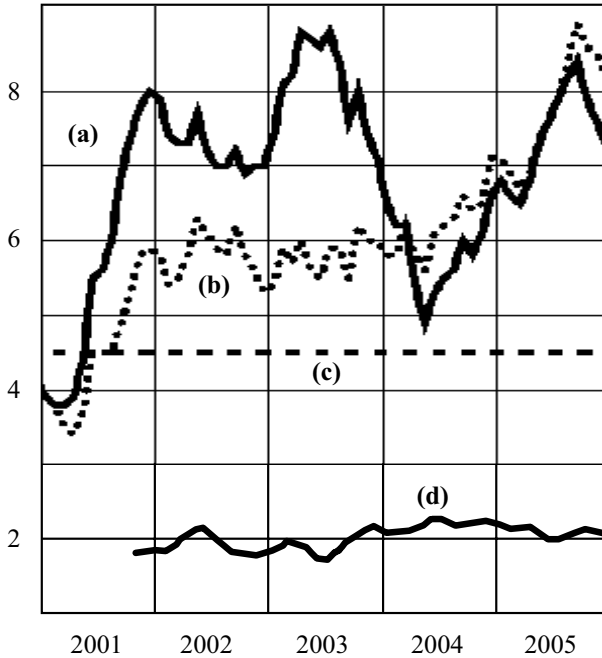
»Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gibt der Aufbau von Überschussliquidität angesichts der nur allmählich einsetzenden Konjunkturerholung keinen Anlass zur Besorgnis im Hinblick auf die Preisstabilität. Sollte die Überschussliquidität jedoch auch bei einem kräftigen Konjunkturaufschwung bestehen bleiben, könnte sie auf mittlere Sicht zu Inflationsdruck führen.« (EZB 2003: 5)

Diese Passage, die ähnlich lautend auch an anderen Stellen häufig publiziert wurde, enthält ebenso bemerkenswerte wie problematische Aussagen:

<sup>10</sup> Die EZB müsste dann auch zu ihrer früheren Praxis zurückkehren und die Referenzgröße in kürzeren Abständen überprüfen.



Abbildung 5: Faktisches (a) und um den geschätzten Portfolioeffekt bereinigtes (b)  $M_3$ -Wachstum, Referenzgröße (c) und Inflationserwartungen (d) auf Basis des Vergleichs nominaler und inflationsindexierter Anleihen (jeweils in Prozent)



Datenquelle: EZB, Monatsbericht März 200: 18, Mai 200: 46

- Zum einen ist der Realkasseneffekt, das Herzstück der monetaristischen Geldnachfrage­theorie, stillschweigend außer Kraft gesetzt. Ein Geldangebotsüberschuss ist dort infolge der einzelwirtschaftlichen Versuche einer Wiederherstellung der angestrebten realen Kassenhaltung das maßgebliche Element des nominalen Güternachfrage­volumens. Diese Verbindung zwischen Geld und Konjunktur wird jedoch hier gekappt. Die Konjunktur erscheint vielmehr als ein unabhängig von der EZB-Politik ablaufender und schon gar nicht steuerbarer Prozess.
- Dass der *übermäßig gewachsene* Bestand von  $M_3$  einen (offenbar exogen gegebenen) Konjunkturaufschwung weiter anheizen könnte, vermittelt eine schiefe Optik: Denn der *Bestand* an relativ rasch liquidierbarem Geldvermögen ist in Europa so groß, dass er selbst ohne ein vorhergehendes Geldmengenwachstum – ob nun überschießend oder nicht – eine potentielle Finanzierungsquelle für die Güternachfrage bildet.
- Ob eine steigende Güternachfrage zu steigenden Preisen führt, hat schließlich weniger mit der Art ihrer Finanzierung, sondern mit der Elastizität der Angebotsseite zu tun.

### 4.3 Preisstabilisierung ohne Konjunkturpolitik?

Die Loslösung von den Postulaten der Quantitätstheorie in der Außendarstellung der EZB ist durchaus konsequent, weil dies mit ihrem Selbstverständnis korrespondiert, eben keine Konjunkturpolitik betreiben zu wollen – eine etwas enge und keineswegs zwingende Auslegung ihres gesetzlichen Auftrags. Die Zuständigkeit für die europäische Konjunktur, für Wachstum und Beschäftigung, wird tendenziell anderen Trägern der europäischen und nationalen Wirtschaftspolitik zugeschoben. Die EZB setzt sich immer wieder mit Nachdruck für Markt- und Strukturreformen ein, die dann für eine dynamische Entwicklung auf Güter- und Arbeitsmärkten sorgen sollen. Der Verzicht auf die als »fine tuning« beschriebene Konjunkturpolitik wird auch mit informationstheoretischen Argumenten begründet – obwohl schon das Ziel der Geldwertstabilität, insbesondere wenn es mit einem Blick auf die Geldmengenentwicklung verfolgt wird, beständig »marginale« Entscheidungen der Zinspolitik verlangt. Es geht wohl eher darum, Forderungen nach Übernahme konjunkturpolitischer Verantwortung abzuwehren; denn es ist ein Gemeinplatz, dass der Informationsbedarf einer wirtschaftspolitischen Strategie mit der Zahl der angestrebten Ziele steigt.

»It is ultimately uncertainty about the details of how the economy operates that inevitably frustrates any central bank devoted to a philosophy of stabilising the real economy by endeavouring to fine tune output indefinitely just at its potential level. [...] It does not have sufficient information on the complex structure and dynamic behaviour of the economy to achieve this objective.« (Issing 1999: 12)

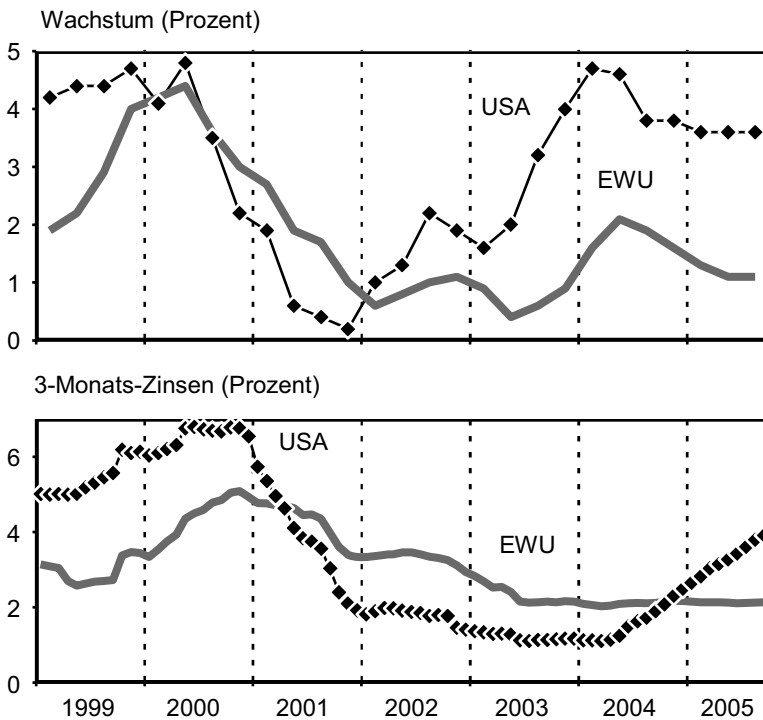
»I fail to see any bright line [...] between coarse tuning, which is what central bankers are supposed to do, and fine tuning, which is what they are supposed to avoid. [...] Monetary policymakers must make some decision at each moment in time. Even doing nothing – whatever that means – is a decision.« (Blinder 1997: 12 f.)

Zinspolitik unter Unsicherheit wird nach dem »Brainard-Prinzip« in kleinen Schritten betrieben (»interest rate smoothing«), weil die Notenbanken das Ausmaß seriell korrelierter Störungen nur langsam erfassen können und die (Signal-)Wirkung des jeweils vorhergehenden Schritts abgewartet werden soll; Richtungsänderungen der Zinsschritte werden dabei möglichst gering gehalten, um die Märkte nicht zu irritieren und über den Erwartungszusammenhang der Zinsstruktur auch den langfristigen Kapitalmarktzins in der gewünschten Richtung beeinflussen zu können (vgl. Goodhart 1999). Reduziert auf die Dynamik der Inflationsrate zeigt sich der typische Konjunkturverlauf als ein labiler Prozess »auf des Messers Schneide«. Die autoregressiven Momente, symbolisiert durch  $\eta$ , dominieren über lange Zeit die bremsenden Kräfte der Zinspolitik, symbolisiert durch  $\lambda$ , bevor dann möglicherweise nur marginale Impulse aus dem Markt- oder Politikbereich zu einem Umkippen der Konjunktur führen; dabei kommt es zu Umbewertungen der Multiplikatoren, die selbst (nicht-lineare) Funktionen der Systemvariablen sind:

$$\Delta p_t = \eta(\cdot) \Delta p_{t-1} - \lambda(\cdot) \Delta i_{t-1} + \varepsilon_t.$$

Das Brainard-Prinzip verkörpert nicht unter allen Umständen eine optimale Politik, weil in bestimmten Konstellationen erst starke Zinsreaktionen dem Markt Führung geben können oder auch Marktreaktionen enthüllen, die *die Notenbank* bei vorsichtiger Politik nicht hätte lernen können. Dies wird im Prinzip auch von Seiten der EZB (2001, Issing et al. 2005: 41 f.) anerkannt, dennoch ist unübersehbar, dass die US-Notenbank insbesondere den Zinssenkungsprozess mutiger gestaltet und dabei gute Ergebnisse erzielt, indem sich das Wachstum rascher erholt (vgl. Abbildung 6, Rempserger 2001, Sachverständigenrat 2004: Zf. 79).

Abbildung 6: Makroökonomische Entwicklung im Vergleich



Datenquelle: EZB

Realeffekte der Geldpolitik sind unvermeidlich. Genauer formuliert: Sie sind i.d.R. ein notwendiger Schritt zur Kontrolle der Inflation. Im Grunde genommen wird selbst von Seiten der EZB zugestanden, dass diese Realeffekte auch langfristig anhalten können:

»A temporary downturn can have persistent (or in the extreme case permanent) effects on unemployment due to the existence of a degree of hysteresis [...]. Because of such persistence effects it is sometimes suggested that central banks should be extremely cautious in tightening policy since any adverse output effects could prove protracted and costly; as a corollary, it is suggested that central banks should give

growth a chance« even if this means ›taking risks with inflation«. [...] I believe that the policy conclusions that are drawn from this are deeply misguided and indeed dangerous. The existence of persistence in unemployment makes it even more important to insure that the central bank avoids a situation in which disinflation becomes necessary.« (Issing 2000: 196)

Issings Schlussfolgerung, stets einen so stabilitätsorientierten Kurs zu fahren, dass man es nie nötig hat, eine Disinflationpolitik mit langfristigen Beschäftigungsverlusten zu betreiben, ist bemerkenswert einseitig. Denn zum einen lassen sich Angebotsschocks geldpolitisch nicht verhindern, so dass die Notenbank hier einen Zielkonflikt nicht vermeiden kann. Zum anderen wird die Möglichkeit gar nicht erst in Erwägung gezogen, den Hysteresis-Effekt in positiver Richtung zu nutzen und mittels expansiver Geldpolitik Beschäftigungsgewinne zu erzielen, ohne dabei langfristig mehr Inflation in Kauf zu nehmen. Transmissions- und Marktbedingungen in der EWU erlauben dies prinzipiell in gleicher Weise wie in den USA (vgl. De Grauwe/Costa Storti 2005).

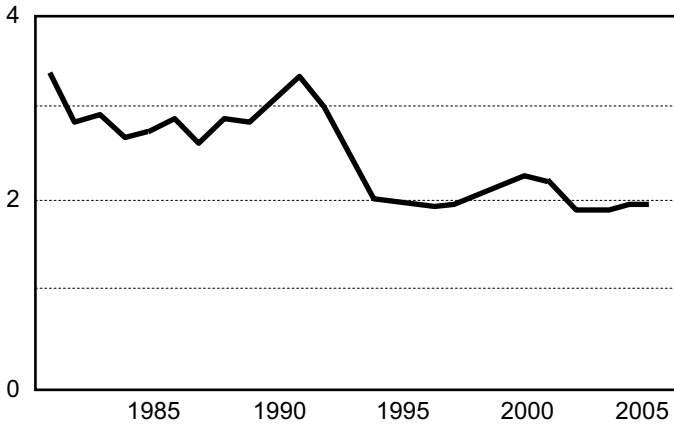
Die EZB führt ihre Politik so, dass trotz der vielfältigen Unsicherheitsaspekte die Risiken für die Preisstabilität minimiert werden. Dadurch erhält diese Politik notwendigerweise einen restriktiven »bias«. Die Zinspolitik reagiert bereits auf die *Änderung* des Aktivitätsniveaus, ohne dass (eben wegen der Datenunsicherheit) das *Niveau* der Output- und Beschäftigungslücke als Kriterium eine große Rolle spielt.<sup>11</sup> Unterauslastung hat jedoch nicht nur beim Arbeitspotential, sondern auch beim Sachkapital nachhaltige Wirkungen auf die Angebotsmöglichkeiten. Dies zeigt sich deutlich bei der Auswirkung der geldpolitisch erzeugten europäischen Rezession von 1991 bis 1993 auf die Entwicklung des Kapitalstocks (vgl. Abbildung 7). Die Angebotsmöglichkeiten in der EWU werden durch derartige zyklische Episoden verringert und sodann seitens der EZB als »strukturell bedingt« festgeschrieben. Strukturreformen sollen dann richten, was die Makropolitik als Problem hinterlassen hat.

## 5. Zusammenfassung

Wirtschaften »in historischer Zeit« ist für die Marktakteure unausweichlich mit Unsicherheit verknüpft, die sich in keynesianischer Sicht insbesondere in einer schwankenden bzw. hohen Liquiditätspräferenz niederschlägt. Während dieser Zusammenhang von keynesianischer Seite als kritischer Punkt gegen das Gleichgewichtdenken des neoklassischen Monetarismus vorgebracht wurde, betont heute die herrschende Theorie der Geldpolitik trotz ihrer monetaristischen Wurzeln sogar noch weitere Facetten der Unsicherheit. Dabei

<sup>11</sup> Zuweilen liest sich dies auch so, als glaube die EZB ihren politischen Auftrag überhaupt ohne Bezug auf theoretische Orientierungsmarken erfüllen zu können: »In der Geldpolitik beziehen wir uns nicht auf einen theoretisch neutralen Leitzins. Wir beziehen uns auf das Mandat, Preisstabilität zu liefern, und zwar glaubhaft über einen längeren Zeitraum.« (Trichet 2006, vgl. auch Issing et al. 2005: 67 f.)

Abbildung 7: Wachstum des Kapitalstocks (in Prozent) im Euro-Währungsgebiet



Quelle: EZB, Monatsbericht Mai 2006: 50

geht es nicht nur um das praktische Problem der Datenunsicherheit, sondern vor allem auch um Modellunsicherheit: Die »wahren« Funktionsbeziehungen der Volkswirtschaft sind – auch der Notenbank – unbekannt.

Gleichwohl scheint die EZB von der langfristigen Validität des monetaristischen Geldmengen-Inflations-Zusammenhangs so überzeugt, dass der Geldmengenentwicklung ein hoher Stellenwert im Zwei-Säulen-Konzept eingeräumt wird. Aber dem Problem einer instabilen Geldnachfrage kann auch die EZB nicht entgehen. Es zeigt sich in der Form von Portfolioschocks, die den Informationswert der Geldmengendaten phasenweise sehr herabsetzen. Das Dilemma der EZB besteht darin, dass die Versuche der Bereinigung der Geldmengendaten von derartigen Sonderbewegungen die theoretische Konsistenz der monetaristischen Säule aushöhlen. Faktisch vertritt die EZB im Rahmen ihrer monetären Analyse mittlerweile einen eklektischen kredittheoretischen Ansatz, der fallweise zur Ergänzung der aus der wirtschaftlichen Analyse gewonnenen Diagnose herangezogen wird.

Die Verankerung von Inflationserwartungen ist ohne Zweifel mit die wichtigste Aufgabe der Notenbanken. Dies wird auch aus dem Blickwinkel der modernen Makrotheorie deutlich; gerade bei Verzicht auf die Annahme rationaler Erwartungen können sich die Marktvariablen von fundamental bestimmten Gleichgewichtspfaden lösen. Aber wenig spricht dafür, dass die monetäre Säule im EZB-Konzept wesentlich zur Erwartungsstabilisierung beiträgt:

- Einerseits könnte gerade die offensichtlich nicht beherrschbare Geldmengenentwicklung phasenweise auch »falsche« Inflationserwartungen erzeugen.
- Andererseits hat sich die EZB faktisch von Grundpostulaten der Quantitätstheorie wie dem Realkasseneffekt distanziert und damit den Zusammenhang zwischen Geld und Konjunktur zerschnitten. Die erwartungssteuernde Wirkung einer nur diskretionär für gültig befundenen Theorie muss bezweifelt werden.

- Schließlich können Notenbanken (wie z.B. die Bank von England) auch ohne explizite Verwendung eines Geldmengenindicators Inflationserwartungen begrenzen.

Die auffällige Betonung von Unsicherheit in den EZB-Publikationen scheint nicht zuletzt zur Absicherung einer konjunkturpolitisch-passiven Haltung zu dienen (die erfolgreiche Politik der Federal Reserve zeigt jedoch die Brüchigkeit dieser Argumentation). Diese einseitige Interpretation des geldpolitischen Auftrags ist wohlfahrtstheoretisch misslich, weil von langfristiger Neutralität nicht die Rede sein kann. Einschränkungen von Investition und Kapitalstock werden als unvermeidliche Folge notwendiger Restriktionen der Geldpolitik hingenommen, die Wiederbelebung des Akkumulationsprozesses soll jedoch »aus dem Markt« kommen. Dieser asymmetrische Effekt der EZB-Strategie ist volkswirtschaftlich nicht optimal.

#### *Literatur*

- Almeida, Alvaro/Goodhart, Charles A. E. (1998): Does the Adoption of Inflation Targets Affect Central Bank Behaviour?, in: Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, Special Issue, S. 19–107
- Blinder, Alan S. (1997): What Central Bankers Could Learn from Academics – and Vice Versa, in: Journal of Economic Perspectives, Jg. 11, H. 2, S. 3–19
- Bofinger, Peter (2001): Monetary Policy – Goals, Institutions, Strategies, and Instruments, Oxford: Oxford University Press
- Bullard, James/Mitra, Kaushik (2002): Learning about Monetary Policy Rules, in: Journal of Monetary Economics, Jg. 49, H. 6, S. 1105–1129
- Carlin, Wendy/Soskice, David (2006): Macroeconomics – Imperfections, Institutions and Policies, Oxford: Oxford University Press
- Clarida, Richard/Gali, Jordi/Gertler, Mark (1999): The Science of Monetary Policy – A New Keynesian Perspective, in: Journal of Economic Literature, Jg. 37, H. 4, S. 1661–1707
- De Grauwe, Paul (2005): The Economics of Monetary Union, 6. Auflage, Oxford: Oxford University Press
- De Grauwe, Paul/Costa Storti, Claudia (2005): Is Monetary Policy in the Eurozone Less Effective Than in the US?, CESifo Working Paper, Nr. 1606, München
- De Grauwe, Paul/Polan, Magdalena (2005): Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon?, in: Scandinavian Journal of Economics, Jg. 107, H. 2, S. 239–259
- Deutsche Bundesbank (2004): Geldpolitik unter Unsicherheit, in: Monatsbericht Juni, S. 15–28
- Deutsche Bundesbank (2005): Der Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisen, in: Monatsbericht Januar, S. 15–27
- Dow, Sheila C. (2004): Uncertainty and Monetary Policy, in: Oxford Economic Papers, Jg. 56, H. 3, S. 539–561
- Evans, George W./Honkapohja, Seppo (2001): Learning and Expectations in Macroeconomics, Princeton/Oxford: Princeton University Press

- Europäische Zentralbank (2000): Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB, in: Monatsbericht November, S. 41–53
- Europäische Zentralbank (2001): Geldpolitik bei Unsicherheit, in: Monatsbericht Januar, S. 47–61
- Europäische Zentralbank (2003): Editorial, in: Monatsbericht November, S. 5–7
- Europäische Zentralbank (2005): Geldnachfrage und Unsicherheit, in: Monatsbericht Oktober, S. 61–78
- Galí, Jordi/Gerlach, Stefan/Rotemberg, Julio/Uhlig, Harald/Woodford, Michael (2004): The Monetary Policy Strategy of the ECB Reconsidered – Monitoring the European Central Bank, Bd. 5, London: CEPR
- Goodhart, Charles A.E. (1999): Central Bankers and Uncertainty, in: Bank of England, Quarterly Bulletin, Jg. 39, H. 4, S. 102–121
- Hagen, Jürgen von (2004): Hat die Geldmenge ausgedient? In: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Jg. 5, H. 4, S. 423–453
- Hahn, Frank H. (1980): General Equilibrium Theory, in: Public Interest, Special Issue, S. 123–138
- Hofmann, Boris (2006): Do Monetary Indicators (Still) Predict Euro Area Inflation? In: Deutsche Bundesbank, Discussion Paper Series 1: Economic Studies, Nr. 18, Frankfurt a.M.
- Issing, Otmar (1999): The ECB and Its Watchers, in: Deutsche Bundesbank (Hg.), Auszüge aus Presseartikeln, Nr. 41, Frankfurt a.M., 17.06.1999, S. 10–19
- Issing, Otmar (2000): Why Price Stability?, in: Herrero, Alicia García/Gaspar, Vitor/Hoogduin, Lex/Morgan, Julian/Winkler, Bernhard (Hg.), Why Price Stability?, First ECB Central Banking Conference, Frankfurt, S. 179–202
- Issing, Otmar (2002): Central Bank Perspectives on Stabilization Policy, in: Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, Jg. 87, H. 4, S. 15–36
- Issing, Otmar/Gaspar, Vitor/Tristani, Oreste/Vestin, David (2005): Imperfect Knowledge and Monetary Policy, Cambridge et al.: Cambridge University Press
- Kaldor, Nicolas (1982): The Scourge of Monetarism, 2. Auflage, New York: Oxford University Press
- Keynes, John M. (1936): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Berlin: Duncker & Humblot
- Keynes, John M. (1937): The General Theory of Employment, in: Moggridge, Donald (Hg.), The Collected Writings of John Maynard Keynes, Bd. 14: The General Theory and After, Teil II: Defence and Development, London/Basingstoke: MacMillan 1987, S. 109–123
- McCallum, Bennett T. (1983): On Non-Uniqueness in Rational Expectations Models – An Attempt at Perspective, in: Journal of Monetary Economics, Jg. 11, H. 2, S. 139–168
- McCallum, Bennett T. (2001): Should Monetary Policy Respond Strongly to Output Gaps?, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Jg. 91, H. 2, S. 258–262
- Minsky, Hyman P. (1975): John Maynard Keynes, London/Basingstoke: MacMillan

- Neumann, Manfred J.M./Greiber, Claus (2004): Inflation and Core Money Growth in the Euro Area, in: Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, Series 1: Studies of the Economic Research Centre, Nr. 36, Frankfurt a.M.
- Orphanides, Athanasios/Williams, John C. (2004): The Decline of Activist Stabilization Policy – Natural Rate Misperceptions, Learning and Expectations, CEPR Discussion Paper, Nr. 4865, London
- Osborne, Dale K. (1992): Defining Money, in: Eatwell, John/Milgate, Murray/Newman, Peter (Hg.), *The New Palgrave Dictionary on Money and Finance*, Bd. 1, London: MacMillan, S. 602–606
- Remsperger, Hermann (2001): Geldpolitik und New Economy, in: Deutsche Bundesbank (Hg.), *Auszüge aus Presseartikeln*, Nr. 26, Frankfurt a.M., 06.06.2001, S. 8–13
- Robinson, Joan (1980): Time in Economic Theory, in: *Kyklos*, Jg. 33, H. 2, S. 219–229
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1981): *Investieren für mehr Beschäftigung. Jahresgutachten 1981/82*, Wiesbaden
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1984): *Chancen für einen langen Aufschwung. Jahresgutachten 1984/85*, Wiesbaden
- Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2004): *Erfolge im Ausland – Herausforderungen im Inland. Jahresgutachten 2004/05*, Wiesbaden
- Spahn, Heinz-Peter (2006): *Geldpolitik – Finanzmärkte, neue Makroökonomie und zinspolitische Strategien*, München
- Svensson, Lars E.O. (2003): What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgement in Monetary Policy through Targeting Rules, in: *Journal of Economic Literature*, Jg. 41, H. 2, S. 426–477
- Trichet, Jean-Claude (2006): Die Signale aus Deutschland sind ermutigend, in: *Süddeutsche Zeitung*, Nr. 62, 15.03.2006
- Winkler, Bernd (2000): Which Kind of Transparency? On the Need for Clarity in Monetary Policy-Making, ECB Working Paper, Nr. 26, Frankfurt a.M.
- Woodford, Michael (2003): *Interest and Prices – Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press



