

Bley, Andreas

**Article — Published Version**

## Was kann die EZB von der Bank of England lernen?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Bley, Andreas (2003) : Was kann die EZB von der Bank of England lernen?,  
Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 83, Iss. 7, pp. 478-484

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/42142>

**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.*

Andreas Bley

## Was kann die EZB von der Bank of England lernen?

*Vier Jahre nach dem Start des Euro hat die EZB ihre Strategie überarbeitet. Sie hat ihr Stabilitätsziel enger eingegrenzt und das Verhältnis der beiden Strategiesäulen klarer formuliert. Wie ist die EZB-Reform zu beurteilen? Wie sollte die EZB ihre geldpolitische Strategie weiterentwickeln? Kann die Bank of England dabei ein Vorbild sein?*

**G**eldpolitische Strategien müssen zwei Aufgaben erfüllen: Zum einen stellen sie einen Handlungsrahmen dar, eine klare Struktur, innerhalb derer die geldpolitisch Verantwortlichen ihre Entscheidungen treffen. Darüber hinaus helfen sie in der Kommunikation mit der Öffentlichkeit, die Entscheidungen der Notenbank verständlich zu machen und so für eine hohe Glaubwürdigkeit der Geldpolitik zu sorgen. Ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit ist für die Geldpolitik von unschätzbarem Wert, weil dadurch die Inflationserwartungen des privaten Sektors auf einem niedrigen Niveau stabilisiert werden können.

Mit ihrer 2-Säulen-Strategie hat die EZB in den ersten gut vier Jahren ihrer Tätigkeit beide Aufgaben im Großen und Ganzen erfüllen können. Dies macht das hohe Vertrauen der Märkte in die stabilitätsorientierte Geldpolitik der EZB deutlich. Obgleich die Inflationsrate für den Euroraum in den vergangenen drei Jahren die 2%-Marke – Obergrenze der EZB-Definition der Preisstabilität – überschritten hat, lagen die Inflationserwartungen stabil in dem Bereich zwischen 1,5 und 2%. Die Verletzung des von der EZB selbst gesetzten Stabilitätsziels in diesem Zeitraum wird von den Märkten offenbar nicht einer mangelnden Bereitschaft der Notenbank zugeschrieben, stabile Preise zu gewährleisten, sondern auf die in diesem Zeitraum wirkenden Angebotsschocks zurückgeführt. In der Kommunikation mit der Öffentlichkeit gelingt es der EZB zudem, ihre geldpolitische Haltung klar genug zu äußern, so dass die Terminalsätze am Geldmarkt ein hohes Maß an Stabilität aufweisen und ihre Zinsentscheidungen normalerweise die Märkte nicht überraschen.

Die EZB hat ihre Strategie überarbeitet. Zwei Veränderungen sind dabei von wesentlicher Bedeutung<sup>1</sup>:

- Die bisherige Definition der Preisstabilität – ein Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex von

*Dr. Andreas Bley, 37, ist Referent in der Abteilung Grundsatzfragen/Volkswirtschaft beim Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR).*

unter 2% gegenüber dem Vorjahr, der mittelfristig zu gewährleisten ist – wurde zwar beibehalten, sie wurde jedoch um die Feststellung ergänzt, dass der EZB-Rat mittelfristig darauf abzielen wird, eine Preissteigerungsrate von nahe 2% zu erreichen. Damit macht die EZB das ihr von Analysten und EZB-Watchern unterstellte „implizite Inflationsziel“ nun zu ihrer offiziellen Stabilitätsnorm. Da die gemessene Inflationsrate die tatsächliche Geldentwertung um etwa 0,5 bis 1,0 Prozentpunkte überzeichnet, stellt eine Stabilitätsnorm von nahe 2% auch einen Schutz gegen Deflationsrisiken dar.

- Zum anderen wurde das Verhältnis der beiden Strategiesäulen vom EZB-Rat neu definiert. In der Vergangenheit hatte das gleichberechtigte Nebeneinander der herausragenden Rolle der Geldmenge als erster und der breit fundierten Aussichten für die Preisentwicklung als zweiter Säule der Strategie oft für Irritationen gesorgt. Die Entwicklung der Geldmenge soll nun die Rolle eines Indikators für mittel- bis langfristige Inflationsrisiken einnehmen, während die breit fundierte Beurteilung der Inflationsaussichten zur Analyse der kurz- bis mittelfristigen Inflationsrisiken verwendet wird. Bei den monatlichen Beschlüssen des EZB-Rats über die Höhe der Leitzinsen wird dadurch die Rolle der zweiten Säule gestärkt. Aufgabe der monetären Analyse ist es nun, die aus den kurz- und mittelfristigen Indikatoren stammende Einschätzung der Inflationsrisiken aus mittel- bis langfristiger Perspektive zu überprüfen.

### An der Best practise orientieren

Die Eingrenzung des Stabilitätsziels und die Klärung des Verhältnisses der beiden Strategiesäulen trägt dazu bei, das geldpolitische Konzept zu präzisieren und damit die Transparenz der Geldpolitik weiter zu erhöhen. Allerdings geht die Reform der EZB-Strategie nicht weit genug. In ihrer aufgewerteten Rolle sollte die breit fundierte Beurteilung der Inflationsaussichten

<sup>1</sup> Europäische Zentralbank: Die geldpolitische Strategie der EZB, Pressemitteilung vom 8. Mai 2003.

in der Zukunft mehr sein als ein bloßes Sammelsurium unverbunden nebeneinander stehender Konjunkturindikatoren. Damit sich die Einzelindikatoren zu einem kohärenten Gesamtbild verdichten, muss der zweiten Säule eine Struktur auferlegt werden. Die Strategie der direkten Inflationssteuerung bietet eine solche Struktur, indem die Einzelindikatoren in Form einer Inflationsprognose zu einer Einschätzung der Inflationsgefahren verdichtet werden. Eine Weiterentwicklung der EZB-Strategie in Richtung der Inflationssteuerung sollte sich an der „best practise“ der Notenbanken orientieren. Als Vorbild für die EZB kann dabei die Bank of England dienen, die unter den Notenbanken, die sich an der Strategie der Inflationssteuerung orientieren, eine herausragende Position einnimmt. Ihre Geldpolitik zeichnet sich durch hohe Transparenz sowie schnelle Entscheidungsprozesse aus und hat in Großbritannien in den vergangenen zehn Jahren zu einer historisch ausgesprochen hohen Preisstabilität bei einem im internationalen Vergleich kräftigen Wirtschaftswachstum beigetragen.

### Prinzip der Inflationssteuerung

Die von der Bank of England praktizierte Strategie der Inflationssteuerung besteht im engeren Sinne aus vier Kernelementen<sup>2</sup>:

- einem offiziellen quantitativen Zielwert bzw. Zielbereich für die Inflationsrate über einen bestimmten Zeithorizont,
- dem Bekenntnis zu einer niedrigen Inflationsrate als langfristigem Ziel der Geldpolitik,
- einer intensiven Kommunikation der Notenbank mit der Öffentlichkeit und
- der Veröffentlichung von Inflationsprognosen als zentralem Bestandteil der Strategie.

Die Bank of England ist wie die Europäische Zentralbank dem Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität verpflichtet. Im Unterschied zu den Frankfurter Währungshütern ist es der Bank of England mit dem Ziel einer hohen demokratischen Legitimation aber nicht gestattet, ihr Stabilitätsziel selbst quantitativ festzulegen. Die Operationalisierung des vorrangigen geldpolitischen Ziels, der Gewährleistung von Preisstabilität, obliegt dem Finanzminister. Mit der Reform der Notenbankverfassung von 1997 wurde der Bank of England eine Inflationsrate von 2,5% als Stabilitäts-

<sup>2</sup> Manche Autoren halten die zentrale Bedeutung von Inflationsprognosen in der Strategie nicht für ein Wesensmerkmal der Inflationssteuerung. Siehe z.B. B. Bernanke u.a.: *Inflation Targeting*, Princeton 1999. Dadurch verliert der Begriff der Inflationssteuerung allerdings an Trennschärfe: Auch die frühere Geldmengensteuerung der Bundesbank und die 2-Säulen-Strategie der EZB lassen sich dann unter den Begriff der Inflationssteuerung subsumieren.

ziel vorgegeben. Die Notenbank muss sicherstellen, dass die Geldentwertung normalerweise in der Nähe der Zielmarke liegt. Wird der Zielwert um mehr als einen Prozentpunkt über- oder unterschritten, muss der Gouverneur der Bank of England einen offenen Brief an den Finanzminister schreiben und darin erläutern, warum die Inflationsrate den Toleranzbereich überschritten hat und durch welche Maßnahmen eine Rückkehr zum Ziel gewährleistet werden soll.

Die Kompetenz, über die Höhe des Leitzinses zu entscheiden, wurde mit dem 1998 in Kraft getretenen Notenbankgesetz dem neu geschaffenen geldpolitischen Ausschuss zugewiesen. Bis 1997 hatte die geldpolitische Entscheidungsbefugnis noch beim britischen Finanzminister gelegen<sup>3</sup>. Der geldpolitische Ausschuss besteht aus neun Personen: dem Gouverneur der Bank of England und seinen beiden Stellvertretern, zwei Mitgliedern, die vom Notenbankgouverneur nach Konsultation mit dem Finanzminister ernannt werden, sowie vier weiteren Mitgliedern, die der Finanzminister benennt. Die beiden vom Gouverneur der Bank of England zu benennenden Mitglieder müssen leitende Angestellte im Bereich der geldpolitischen Analyse und der geldpolitischen Operationen der Bank of England sein, die vier vom Finanzminister ausgewählten Mitglieder sind in der Regel externe Experten, meist mit herausragendem akademischen Hintergrund.

### Einfache Entscheidungsregel

Aus der Inflationssteuerung ergibt sich im Idealfall eine einfache Entscheidungsregel<sup>4</sup>: Der Leitzins ist bestmöglich gesetzt, wenn die Inflationsvorhersage für einen Zeitpunkt, an dem der geldpolitische Übertragungsprozess weitgehend abgeschlossen ist, dem Inflationsziel entspricht. Liegt die Inflationsprognose über (unter) dem Zielwert, so sollte die Notenbank die Leitzinsen erhöhen (verringern), sodass die Vorhersage wieder mit dem Zielwert übereinstimmt. Wegen der entscheidenden Bedeutung der Inflationsvorhersage für die Zinsentscheidungen der Notenbank kann die Strategie auch als Inflationsvorhersagesteuerung charakterisiert werden.

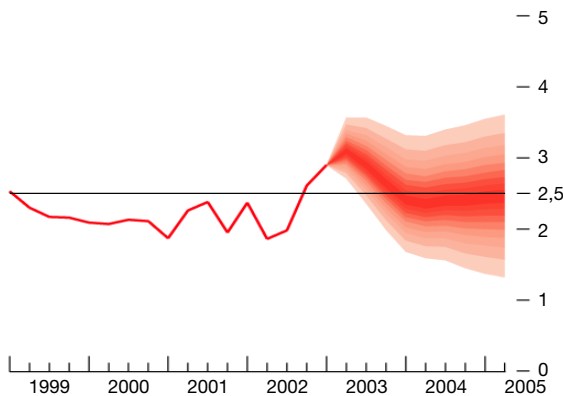
Die Entscheidungsregel steht jedoch unter einem Vorbehalt: Im Fall gravierender Abweichungen der

<sup>3</sup> Dokumente zur institutionellen Struktur und Strategie der Bank of England finden sich auf der Webseite der Bank of England ([www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk)).

<sup>4</sup> Gemäß dieser Regel verhält sich die Notenbank optimal, sofern das Inflationsziel das einzige Ziel der Notenbank ist. Vgl. L. Svensson: *Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets*, in: *European Economic Review*, Vol. 41, Juni 1997, S. 1111-1146; und L. Svensson: *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*, in: *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, Juni 1999, S. 607-654.

**Inflationsprognose der Bank of England vom Mai 2003**

(Anstieg des Verbraucherpreisindex RPIX gegenüber dem Vorjahr in %)



Quelle: Bank of England.

Inflationsprognose von dem Zielwert infolge eines Angebotsschocks hält sich die Bank of England eine flexible Anwendung ihrer Strategie offen. Steigt beispielsweise infolge eines spürbaren und nachhaltigen Anstiegs des Ölpreises die Inflationsrate, so wäre bei einer mechanischen Anwendung der Entscheidungsregel zwar das Preisstabilitätsziel erreichbar, die konjunktdämpfende Wirkung des Schocks würde durch die Geldpolitik jedoch in ungewünschter Weise verstärkt. Eine vorsichtiger zinspolitische Reaktion verstärkt demgegenüber zwar das Risiko eines kurzfristigen Verfehlens des Stabilitätsziels, trägt aber zu einer Verstärkung des Wirtschaftswachstums bei. Durch die flexible Anwendung der Inflationssteuerung wird der Entscheidungsspielraum der Notenbank zwar begrenzt. Damit trägt sie aber zu einer höheren Glaubwürdigkeit der Notenbank bei und legt gleichzeitig der Geldpolitik kein zu enges Korsett an<sup>5</sup>.

**Inflationsprognose im Mittelpunkt**

Im Mittelpunkt der geldpolitischen Strategie der Bank of England steht die Inflationsprognose des geldpolitischen Ausschusses. Veröffentlicht wird die Inflationsprognose seit Februar 1993 alle drei Monate im Inflationsbericht der Bank of England. Die Inflationsprognose stellt die bestmögliche Schätzung der künftigen Inflationsrate durch den geldpolitischen Ausschuss auf der Basis der relevanten Variablen und der Kenntnisse über die Struktur der Ökonomie dar. Der Zeithorizont der Prognose beträgt 24 Monate, so dass mögliche Änderungen des Leitzinses ihre Wirkungen auf die Volkswirtschaft vor der Veröffentli-

<sup>5</sup> Eine solche flexible Inflationssteuerung ist optimal, wenn die Ziel-funktion der Notenbank sowohl ein Inflations- als auch ein Outputziel beinhaltet. Vgl. L. Svensson: Inflation Forecast Targeting, a.a.O.; und L. Svensson: Inflation Targeting, a.a.O.

chung des Berichts am Ende des Prognosezeitraums größtenteils entfaltet haben.

Bei der Inflationsprognose der Bank of England werden für den Prognosezeitraum unveränderte Leitzinsen unterstellt, es handelt sich somit um eine bedingte Prognose. Die Annahme konstanter Leitzinsen ergibt sich aus der geldpolitischen Strategie: Sollte die Inflationsprognose steigende Zinsen nahe legen, so ist es aus Sicht der Notenbank normalerweise rational, die Leitzinsen sofort zu ändern, und zwar in dem Umfang, der erforderlich ist, um die Inflationsprognose wieder dem Inflationsziel anzupassen.

**Fächerdiagramm als Kommunikationsinstrument**

Im Fächerdiagramm sind die wichtigsten Informationen aus der Inflationsprognose der Bank of England zusammengefasst (siehe Abbildung)<sup>6</sup>. Daher nimmt es eine herausragende Stellung im Inflationsbericht und damit auch in der Kommunikation der Bank of England mit der Öffentlichkeit ein. Das Fächerdiagramm ist die Darstellung einer Wahrscheinlichkeitsverteilung für die Entwicklung des Verbraucherpreisindex in den nächsten zwei Jahren. Es besteht aus einer zentralen Projektion, die das wahrscheinlichste Ergebnis widerspiegelt, umgeben von schraffierten Streifenpaaren, die jeweils 10% Wahrscheinlichkeit repräsentieren. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Inflation im engsten Band um die zentrale Projektion bewegt, beträgt somit 10%, für die beiden engsten Bänder 20% usw. Alle im Fächerdiagramm dargestellten Streifenpaare zusammen umfassen einen Bereich, innerhalb dessen sich die zukünftige Verbraucherpreis-inflation mit einer Wahrscheinlichkeit von 90% befinden wird. Der Ausdruck Fächerdiagramm weist darauf hin, dass dieser Bereich umso breiter wird, je weiter der Prognosezeitpunkt in der Zukunft liegt. Für das Ende des Prognosezeitraums ist die Vorhersagegenauigkeit beträchtlich: Bezogen auf die in der Abbildung dargestellte Inflationsprognose kann über die Inflationsrate nach 24 Monaten, im zweiten Quartal 2005, lediglich ausgesagt werden, dass sie sich bei unveränderten Leitzinsen mit 90%iger Wahrscheinlichkeit zwischen 1,3% und 3,6% befinden wird.

Normalerweise ist der Fächer nicht symmetrisch um die zentrale Projektion angeordnet. Der wahrscheinlichste Wert muss nicht zwangsläufig dem zu erwartenden Wert entsprechen. Die Differenz zwischen dem zu erwartenden Wert und dem wahrscheinlichsten Wert wird von der Bank of England als „balance of risks“ bezeichnet. Wird eine Inflationsrate von 2,5%

<sup>6</sup> Vgl. E. Britton, J. Whitley: The Inflation Report Projections: Understanding the Fan Chart, in: Bank of England Quarterly Bulletin, February 1998, S. 30-37.

für am wahrscheinlichsten gehalten, bei Berücksichtigung der gesamten Wahrscheinlichkeitsverteilung jedoch im Durchschnitt mit einer Inflation von mehr (weniger) als 2,5% gerechnet, so sind die „Risiken nach oben (unten) gerichtet“. Im Fächerdiagramm äußert sich dies in breiteren Streifen oberhalb (unterhalb) der zentralen Projektion. Auch wenn beim herrschenden Leitzinssatz das Erreichen des Inflationsziels für am wahrscheinlichsten gehalten wird, würden aufwärts (abwärts) gerichtete Risiken tendenziell auf eine künftige Leitzinserhöhung (Leitzinssenkung) schließen lassen.

### Subjektive Urteile werden berücksichtigt

Grundlage der Inflationsprognose sind mehrere in der Bank of England entwickelte Vorhersagemodelle. Im Mittelpunkt steht das „Makroökonomische Modell“, das aus 20 zu schätzenden Gleichungen mit etwa 150 Variablen besteht<sup>7</sup>. Ergänzend werden auch mehrere kleinere Modelle, wie beispielsweise ein Phillipskurvenmodell hinzugezogen. Allerdings sollte das Fächerdiagramm nicht mit einer mechanischen Abbildung der Wahrscheinlichkeitsverteilung eines rein statistischen Vorhersagemodells verwechselt werden. Neben Erkenntnissen aus Prognosemodellen fließen subjektive Urteile der Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses nicht nur in die zentrale Projektion, sondern auch in die Ausformung der einzelnen Fächer ein<sup>8</sup>.

Neben dem wahrscheinlichsten Szenario, das die Basis für die zentrale Projektion des Ausschusses bildet, werden verschiedene „Schocks“ wie beispielsweise Änderung des Wechselkurses analysiert. Für jeden Schock, den der geldpolitische Ausschuss in seine Überlegungen einbezieht, werden Simulationen durchgeführt, um die Auswirkungen des Schocks auf die Inflationsrate beurteilen zu können. Die Breite des Fächers – als Maßstab für die Unsicherheit der Prognose – basiert dabei zunächst auf den Vorhersagefehlern in den vergangenen zehn Jahren. Im Zuge der Simulation der Wirkung verschiedener Schocks auf die Inflationsrate kommt es dann zu einer Anpassung der Fächerbreite, über deren Ausmaß aber letztendlich das subjektive Urteil des geldpolitischen Ausschusses entscheidet.

Das Urteil des geldpolitischen Ausschusses spielt jedoch nicht nur bei der Festlegung einzelner Komponenten der Vorhersage eine Rolle, sondern auch bei der Entscheidung darüber, ob das Endergebnis

bezüglich der Verteilung der Risiken konsistent mit seiner Analyse möglicher Szenarien ist. Kommt es zu Unstimmigkeiten, werden die mit der Vorhersage beauftragten Stabsmitglieder beauftragt, durch eine Anpassung der Modellannahmen die Diskrepanzen zu verringern, bis der geldpolitische Ausschuss seine Einschätzung im Fächerdiagramm zutreffend wiedergegeben sieht.

Die zentrale Stellung der Inflationsprognose erscheint auf den ersten Blick suspekt. Gerade das Einfließen subjektiver Einschätzungen in die Vorhersage könnte theoretisch zu einer bewussten Verzerrung der Inflationsprognose durch den geldpolitischen Ausschuss führen. Mehrere Vorkehrungen sichern jedoch eine hohe Qualität der Vorhersagen.

Zum einen handelt es sich bei der Inflationsprognose um einen umfassenden Bericht, in dem neben einer Analyse der aktuellen konjunkturellen Situation und der Lage auf den Finanzmärkte auch die Prognoseannahmen im Einzelnen detailliert erläutert werden. Bestandteil des Berichts ist auch ein Vergleich der Prognose der Bank of England mit den Vorhersagen anderer Forschungsinstitute und aus Marktzinssätzen abgeleiteten Inflationserwartungen. Zum anderen lässt sich ohne großen Aufwand im Nachhinein feststellen, ob sich der geldpolitische Ausschuss systematisch verschätzt hat. Durch diese Maßnahmen der Qualitätssicherung wird ein großer Druck auf die Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses ausgeübt, die Vorhersagen nach bestem Wissen und Gewissen durchzuführen und sich am aktuellen Stand der Wissenschaft zu orientieren.

Die Attraktivität der Inflationssteuerung besteht aus konzeptioneller Sicht darin, dass alle geldpolitisch relevanten Variablen ihrer jeweiligen Prognosequalität entsprechend in den Entscheidungsprozess einbezogen werden. Andere Strategien greifen einzelne Variablen heraus, die eine herausragende Stellung einnehmen, und weisen den übrigen Variablen nur eine ergänzende Bedeutung zu, wie beispielsweise die von der Bundesbank bis Ende 1998 verfolgte Geldmengensteuerung. Ein solches Vorgehen ist nur dann sinnvoll, wenn zwischen der Entwicklung der Geldmenge und der Inflation ein sehr enger und verlässlicher Zusammenhang besteht. Die Popularität der Inflationssteuerung ist allerdings nicht nur auf konzeptionelle Vorzüge der Strategie zurückzuführen. Der große Erfolg der Bank of England kann auch dem hohen Ausmaß an Transparenz und der intensiven und innovativen Kommunikation der britischen Notenbank mit der Öffentlichkeit, insbesondere mit Hilfe ihres Inflationsberichtes, zugeschrieben werden.

<sup>7</sup> Vgl. Bank of England: Economic Models at the Bank of England, London 1999.

<sup>8</sup> Vgl. E. Britton, J. Whitley, a.a.O.; sowie C. Bean: The Formulation of Monetary Policy at the Bank of England, in: Bank of England Quarterly Bulletin, Winter 2003, S. 434-441.

### Die Bank of England als Vorbild

Die EZB sollte sich bei der Weiterentwicklung ihrer geldpolitischen Strategie sowohl bei der Festlegung des Stabilitätsziels, als auch bei der Ausgestaltung der breit fundierten Beurteilung der Inflationsaussichten und der Reform ihrer Entscheidungsstruktur am Vorbild der Bank of England orientieren. Die im Mai getroffene Entscheidung, bei der Festlegung des Stabilitätsziels von einer Bandbreite zu einem Punktziel überzugehen, war richtig. Allerdings ist die EZB bei der Präzisierung der quantitativen Definition ihres vorrangigen Ziels, der Preisstabilität, auf halber Strecke stehen geblieben. Statt einer Inflationsrate „in Höhe von knapp unter 2%“ hätte im Sinne einer höheren Transparenz ein konkretes Punktziel zwischen 1,50 und 2,00% festgelegt werden sollen, am besten umgeben von einem symmetrischen Schwankungsintervall von einem Prozentpunkt. Dadurch wäre das Ziel der EZB und gleichzeitig das Ausmaß zu tolerierender Abweichungen am transparentesten festgelegt worden.

Unverständlich ist, dass neben dieser als „Klarstellung“ bezeichneten Neufassung der Zielsetzung die ursprüngliche Definition eines mittelfristig zu gewährleistenden Anstiegs des Harmonisierten Verbraucherpreisindex von unter 2% gegenüber dem Vorjahr beibehalten worden ist. Irritationen in der Öffentlichkeit dürften kaum zu vermeiden sein, wenn eine konstante Inflationsrate in Höhe von 1%, obwohl sie die von der EZB mittelfristig angestrebte Inflationsrate deutlich unterschreitet, gleichzeitig dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität entspricht.

Ein höheres Inflationsziel – beispielsweise in Höhe von 2,5%, wie bei der Bank of England – sollte allerdings nicht verfolgt werden. Befürworter eines höheren Inflationsziels argumentieren, dass durch eine höhere Preissteigerungsrate angesichts nach unten starrer Nominallöhne eine größere Reallohnflexibilität ermöglicht wird, die mit einer höheren Anpassungsfähigkeit der Arbeitsmärkte in Folge strukturellen Wandels sowie externer Schocks einhergeht<sup>9</sup>. Das Argument ist grundsätzlich nicht von der Hand zu weisen, allerdings ist ein Inflationsziel zwischen 1,5 und 2% vollkommen ausreichend, um die notwendige Flexibilität sicherzustellen. Zudem ist ein oberflächlicher Vergleich mit dem um 1 Prozentpunkt höher liegenden Inflationsziel der Bank of England irreführend, da beide Notenbanken unterschiedliche Indizes zur Beurteilung ihres Stabilitätsziels verwenden. Wird die Inflationsrate in Großbritannien statt mit Hilfe des

momentan verwendeten RPIX-Preisindex (Retail price inflation excluding mortgage interest payments) anhand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex der Europäischen Union gemessen, so fällt aufgrund der unterschiedlichen Messkonzepte die Inflationsrate für Großbritannien etwa 1 Prozentpunkt niedriger aus. Somit ist ein Inflationsziel für die EZB zwischen 1,5 und 2% sogar mit einer höheren tatsächlichen Geldentwertung verbunden als das Inflationsziel von 2,5% bei der Bank of England.

### Geldmenge als Indikator für längerfristige Inflationsrisiken

In der Strategie der Bank of England nimmt die Geldmenge keine hervorgehobene Position ein. Im Gegenteil: Bezogen auf den Prognosehorizont von 24 Monaten ist die Erklärungskraft der Geldmenge für die künftige Inflationsrate in der britischen Volkswirtschaft so gering, dass sie von der Bank of England in ihrem zentralen Prognosemodell vernachlässigt wird<sup>10</sup>. Nur in ergänzenden Analysen spielt die monetäre Analyse bei der Bank of England eine Rolle.

Die EZB hat demgegenüber mit ihrer Strategiereform die herausragende Rolle der Geldmenge als erster Strategiesäule bekräftigt. Sie bleibt damit weiterhin in der Tradition der in Deutschland bewährten Geldmengensteuerung. In der Bundesrepublik bestand auf mittlere bis lange Sicht eine für die Geldmengensteuerung hinreichend stabile Beziehung zwischen der Geldmengenentwicklung und der Inflationsrate. Empirische Studien zur Stabilität der Geldnachfrage im Euroraum haben bisher die Auffassung gestützt, dass auch für den Euroraum längerfristig von einer stabilen Beziehung zwischen Geldmenge und Inflation ausgegangen werden kann. Daher ist es gerechtfertigt, der Geldmenge weiterhin in der EZB-Strategie eine prominente Rolle zuzuweisen.

Die Neudefinition des Verhältnisses der beiden Strategiesäulen ist ein sinnvoller Schritt, um Irritationen in der Öffentlichkeit künftig zu vermeiden. Da bei Betrachtungszeiträumen von bis zu zwei Jahren die Geldmenge auch im Euroraum keinen wesentlichen Entscheidungsbeitrag bei der Vorhersage der Inflationsrate spielt, sollte die monetäre Analyse einer längerfristigen Betrachtung vorbehalten bleiben. Verwirrungen in der Öffentlichkeit bei unterschiedlichen Signalen aus beiden Strategiesäulen sollten damit der Vergangenheit angehören. Gleichzeitig wird durch die Verankerung der Geldmenge als mittel- bis langfristigen Inflationsindikator das Prinzip unterstrichen, dass

<sup>9</sup> Vgl. G. Akerlof, W. Dickens, G. Perry: Near-Rational Wage and Price Setting and the Optimal Rates of Inflation and Unemployment, in: Brookings Papers on Economic Activity, Juni 2000.

<sup>10</sup> Vgl. A. Hauser, A. Bridgen: Money and Credit in an Inflation-Targeting Regime, in: Bank of England Quarterly Bulletin, Herbst 2002, S. 299-307.

Inflation letztendlich immer ein monetäres Phänomen ist.

In den kommenden Jahren sollte die Rolle der Geldmenge allerdings erneut überprüft werden. Die monetäre Entwicklung der vergangenen zwei Jahre hat die Frage aufgeworfen, ob die in der Vergangenheit bestehende Stabilität der Geldnachfrage weiterhin in hinreichendem Ausmaß gegeben ist. Der gleitende 3-Monatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 übersteigt seit Sommer 2001 den EZB-Referenzwert um etwa 2,5 Prozentpunkte, ohne dass nachfrageseitig sichtbare Zeichen eines entsprechenden Inflationsdrucks aufgetaucht wären. Im Gegenteil: Das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor liegt derzeit auf dem niedrigsten Stand seit Beginn der Währungsunion. Es bleibt abzuwarten, ob sich der Liquiditätsüberschuss in absehbarer Zeit wieder zurückbilden und die Geldnachfrage wieder stabilisieren wird. Letztendlich entschieden werden kann die Frage nach der Stabilität der Geldnachfrage nur auf Basis ökonomischer Studien.

### **Inflationsprognose im Zentrum**

Ist es die Aufgabe der monetären Analyse, längerfristige Inflationsrisiken aufzuzeigen, so rückt in den monatlichen zinspolitischen Debatten im EZB-Rat die zweite Säule noch stärker als bisher ins Blickfeld. Der Aufgabe der geldpolitischen Strategie, einen Handlungsrahmen zur Analyse der Inflationsrisiken bereitzustellen, um zum einen die Kommunikation mit der Öffentlichkeit zu erleichtern und zum anderen den geldpolitischen Entscheidungsprozess zu strukturieren, würde eine unveränderte zweite Säule kaum mehr gerecht werden. Bislang versteht die EZB unter der breit fundierten Beurteilung der mittelfristigen Inflationsrisiken eine vergleichsweise unverbundene Analyse der verschiedensten Preis-, Kosten- und Konjunkturindikatoren in Bezug auf ihre inflationären Konsequenzen. Um der zweiten Säule eine Struktur zu geben und die Kenntnisse über die wechselseitigen Zusammenhänge zwischen den Variablen auszuschöpfen, sollte die EZB die Inflationsprognosen ins Zentrum der Analyse der mittelfristigen Inflationsrisiken stellen.

Inflationsprognosen verdichten die Vielzahl von Informationen, die zurzeit im Rahmen der zweiten Säule analysiert werden. Gleichzeitig dienen sie als Anker, an dem sich die Inflationserwartungen der Wirtschaftssubjekte orientieren können. Zwar veröffentlicht die EZB seit Dezember 2000 im halbjährigen Rhythmus Inflations- und Wachstumsprognosen, diese nehmen jedoch bislang – anders als bei der Bank of England – nur eine Nebenrolle in der EZB-Strategie ein. Die

gestiegene Bedeutung der Inflationsprognosen könnte durch eine Reihe von Maßnahmen unterstrichen werden:

- Ein vierteljährlicher Veröffentlichungsrhythmus würde die Inflationsvorhersagen aufwerten und ihnen in der Kommunikation mit der Öffentlichkeit eine herausragende Rolle einräumen.
- Die in den Prognosen getroffenen Annahmen sollten zudem im Rahmen einer umfassenden Dokumentation stärker transparent gemacht werden<sup>11</sup>. Als Vorbild hierfür könnte die intensive Kommunikation der Bank of England mit der Öffentlichkeit im Rahmen der Inflationsberichte bzw. diverser Beiträge im Bank of England Quarterly Bulletin herangezogen werden.
- Des Weiteren sollten alle Möglichkeiten genutzt werden, den Prozess der Prognoseerstellung zu straffen, um den hohen Erwartungen der Öffentlichkeit an die Aktualität der Prognosen bestmöglich gerecht zu werden.
- Schließlich sollten die Prognosen statt in Intervallform als Punktschätzung mit Schwankungsintervallen für die einzelnen Variablen veröffentlicht werden, wie dies auch bei den Prognosen anderer Institutionen üblich ist. Bei der Darstellung der Prognosen könnte die Form des Fächerdiagramms der Bank of England oder eine verwandte Form gewählt werden, die sowohl die zeitliche Entwicklung der Inflationsrate von Quartal zu Quartal aufzeigt als auch das Ausmaß der Vorhersageunsicherheit zum Ausdruck bringt.

### **Effizienteres Entscheidungsgremium nötig**

Die Entscheidung für eine prominenter Rolle der Inflationsprognosen in der geldpolitischen Strategie sollte sich auch auf die Entscheidungsstrukturen in der EZB auswirken. Inflationsprognosen sollten, ihrer gestiegenen Bedeutung entsprechend, nicht ausschließlich von Stabsmitgliedern und Mitarbeitern der nationalen Notenbanken, sondern unter direkter Beteiligung des für die operationelle Geldpolitik zuständigen Entscheidungsgremiums erstellt werden. Dadurch könnte gewährleistet werden, dass die mit der Prognose getroffene Einschätzung der künftigen Wirtschaftsentwicklung auch von den einzelnen geldpolitischen Entscheidungsträgern geteilt wird. Das Entscheidungsgremium sollte aus einer überschaubaren Anzahl von Mitgliedern bestehen. Hierfür sprechen die lange Vorbereitungszeit bei der Erstellung der Inflationsprognosen, der hierbei erforderliche intensive Dialog zwischen den Mitgliedern des Gremiums und die hohe Bedeutung von Konsenseinschätzungen bei

<sup>11</sup> Das Verfahren ist dokumentiert in European Central Bank: A Guide to Eurosystem Staff Macroeconomic Projections, Juni 2001.

der Formulierung der Prognosen. Der EZB-Rat wäre bereits jetzt mit seinen 18 Mitgliedern doppelt so groß wie der geldpolitische Ausschuss der Bank of England und wird in einigen Jahren, sofern die EU-Beitrittskandidaten die Maastrichter Konvergenzkriterien erfüllen, sogar die dreifache Größe überschreiten.

Das von der EZB vorgeschlagene und von den Staats- und Regierungschefs der 15 EU-Mitgliedstaaten im März beschlossene Rotationsmodell ist nicht geeignet, um in der Zukunft effiziente Entscheidungsabläufe im EZB-Rat zu gewährleisten<sup>12</sup>. Das EZB-Modell sieht vor, dass alle nationalen Notenbankpräsidenten wie bisher mit Rederecht an allen Sitzungen teilnehmen. Abstimmungsberechtigt sollen jedoch neben den sechs Direktoriumsmitgliedern immer nur 15 der nationalen Notenbankvertreter sein. Die nationalen Notenbankvertreter werden im Zuge der Erweiterung nach ihrer Größe in zwei bzw. drei Gruppen aufgeteilt, wobei die Stimmrechte innerhalb der Gruppen rotieren.

Der entscheidende Konstruktionsfehler des Rotationsmodells ist, dass kein Mechanismus festgelegt wurde, um die Größe des zentralen Entscheidungsgremiums zu begrenzen, geschweige denn zu verringern. Da weiterhin jedem nationalen Notenbankpräsidenten das Rederecht auf den EZB-Ratssitzungen zusteht, besteht wie bei jedem übergroßen Gremium die Gefahr, dass die Sitzungen langatmig und ineffektiv werden. Das bereits jetzt bestehende Problem, dass zinspolitische Entscheidungen wegen der zeitraubenden Suche nach einem Konsens tendenziell verzögert getroffen werden, würde sich damit verstärken. Dies ist jedoch gerade im Fall der Geldpolitik fatal. Aufgrund der langen und variablen Zeitverzögerungen bei der Wirkung geldpolitischer Impulse müssen die zinspolitischen Entscheidungen vorausschauend getroffen werden. Zudem schadet es der Reputation der Notenbank, wenn der Verdacht aufkommt, sie würde sich „hinter der Kurve herbewegen“.

#### **Geldpolitischer Ausschuss als Entscheidungsgremium**

Um in der Zukunft effiziente Entscheidungsstrukturen zu gewährleisten, sollte der EZB-Rat die operationelle Geldpolitik, also Entscheidungen über die Höhe der Leitzinsen und den Einsatz der geldpolitischen Instrumente, dem Vorschlag des Bundesverbands der Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR) entsprechend an einen geldpolitischen Ausschuss delegieren<sup>13</sup>.

<sup>12</sup> Vgl. Europäische Zentralbank: EZB-Rat verabschiedet Empfehlung für das neue Abstimmungssystem, Pressemitteilung vom 3. Februar 2003.

- Zu den Mitgliedern dieses Ausschusses sollten zum einen die sechs Mitglieder des Direktoriums und zum anderen sechs weitere Mitglieder aus dem Kreis der Notenbankchefs zählen.
- Die Mitglieder des Ausschusses würden vom EZB-Rat gewählt, wobei bei jeder Wahl jeder Kandidat die absolute Mehrheit der Stimmen benötigen, jedes Mitglied eine Stimme haben und das Direktorium nicht abstimmungsberechtigt sein sollte.
- Die Amtszeit der Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses sollte zwei Jahre betragen. Bei der erstmaligen Besetzung sollten drei der nationalen Notenbankpräsidenten für drei Jahre berufen werden, um eine Staffelung der Amtszeiten zu erreichen.

Die Zuständigkeiten des EZB-Rats blieben in allen Bereichen außer der operationellen Geldpolitik unverändert. Weiterhin würde der EZB-Rat über grundsätzliche geldpolitische Fragen, wie beispielsweise die Festlegung einer geldpolitischen Strategie, die Definition der Preisstabilität oder die Ausgestaltung der geldpolitischen Instrumente, entscheiden.

Die Übertragung der operationellen Entscheidungshoheit an einen geldpolitischen Ausschuss würde die Effizienz des Entscheidungsgremiums deutlich erhöhen. Gleichzeitig würde die Berufung der sechs Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses aus dem Kreis der nationalen Notenbankpräsidenten die Rolle des EZB-Rats als oberstes Entscheidungsgremium der EZB unterstreichen und der föderalen Struktur des Systems ausreichend Rechnung tragen. Da der geldpolitische Ausschuss praktisch ein Unterausschuss des EZB-Rats ist, sollte seine Einrichtung ohne eine Änderung der EZB-Statuten möglich sein, sofern die Staats- und Regierungschefs den Plan einstimmig unterstützen<sup>14</sup>. Die Gefahren einer „Renationalisierung“ der Geldpolitik, die in der unterschiedlichen Teilnahme großer, mittlerer und kleiner Staaten im Rotationsmodell begründet ist, würden zudem vermieden werden. Schließlich könnte ein geldpolitischer Ausschuss als effizientes und flexibles operationelles Entscheidungsorgan der EZB im Hinblick auf die noch ausstehenden Reformen anderer europäischer Institutionen eine Vorbildfunktion einnehmen.

<sup>13</sup> Vgl. Geldpolitischer Ausschuss besser als Rotationsmodell der EZB, in: BVR Volkswirtschaft special Nr. 2/2003; und EZB-Rat: Durch Reformen für die Erweiterung fit machen, in: BVR Volkswirtschaft special 2/2002 ([www.bvr.de](http://www.bvr.de)).

<sup>14</sup> Die Delegation der geldpolitischen Entscheidungskompetenz an das – möglicherweise von sechs auf neuen Personen aufgestockte – Direktorium der EZB würde hingegen zwangsläufig eine Änderung des EG-Vertrags, mit allen damit verbundenen Unwägbarkeiten, mit sich bringen. Vgl. zu dem Vorschlag beispielsweise die Beiträge von Ansgar Belke: The Rotation Model Is Not Sustainable, sowie von Daniel Gros: An Opportunity Missed, in: INTERECONOMICS, Vol. 38, Nr. 3, 2003, S. 119-129.