



Auszug aus dem Jahresgutachten 2006/07

Geldpolitische Strategie der EZB
(Ziffern 235 bis 260)

II. Die geldpolitische Strategie der Europäischen Zentralbank: Besteht Revisionsbedarf?

235. Die Strategie der Europäischen Zentralbank stand insbesondere in den ersten Jahren häufig in der Kritik. Dabei wurden vor allem die Intransparenz und mangelhafte Berechenbarkeit der geldpolitischen Entscheidungen moniert. Hintergrund der Kritik war, dass das Geldmengenwachstum ab dem Jahr 2001 den Referenzwert immer wieder deutlich überschritt, was für sich genommen zu einem hohen Erklärungsbedarf und zu Forderungen nach der Abschaffung der ersten Säule, der heutigen monetären Analyse, führte (Schaubild 57, Seite 186). Gleichzeitig trat hierbei aber auch das grundlegendere Missverständnis zutage, dass die monetäre Analyse häufig zu eng verstanden und verkürzt allein mit der Geldmenge M3 und deren Beurteilung in Bezug auf den Referenzwert gleichgesetzt wird.

Später kam die Kritik hinsichtlich der unklaren Gewichtung der beiden Säulen hinzu: Während das Geldmengenwachstum immer noch deutlich über dem Referenzwert lag und sich in der Folge weiter beschleunigte, gingen sowohl von der aktuellen Preisniveaumentwicklung als auch von der wirtschaftlichen Analyse keine Hinweise auf eine Gefährdung der Preisniveaustabilität aus, so dass die beiden Säulen – zumindest auf den ersten Blick – unterschiedliche Signale hinsichtlich der zukünftigen Preisniveaumentwicklung lieferten. Wiederum stand die Europäische Zentralbank unter Erklärungszwang, wobei sie bei der Begründung für den Verzicht auf eine restriktivere Zinspolitik stets betonte, dass Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert keine mechanistische Verpflichtung zur Korrektur nach sich zögen. Zudem wurde festgestellt, dass die Informationen zur Entwicklung der monetären Aggregate isoliert betrachtet unzureichend seien, um die Risiken für die Preisniveaustabilität einzuschätzen. Beispielsweise wurde der deutliche Anstieg von M3 zu einem großen Teil auf Portfolioumschichtungen in Folge der stark gestiegenen Unsicherheit an den Aktienmärkten zurückgeführt.

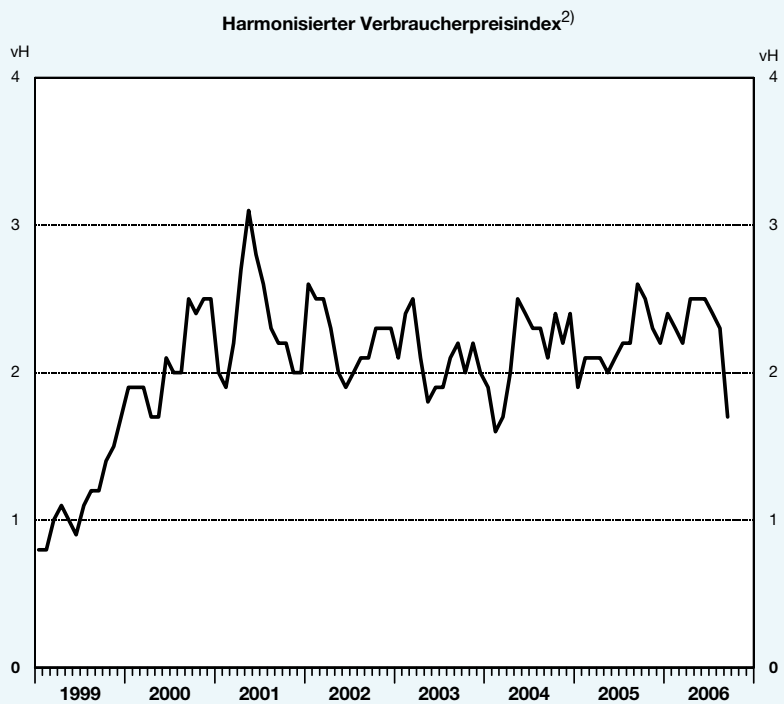
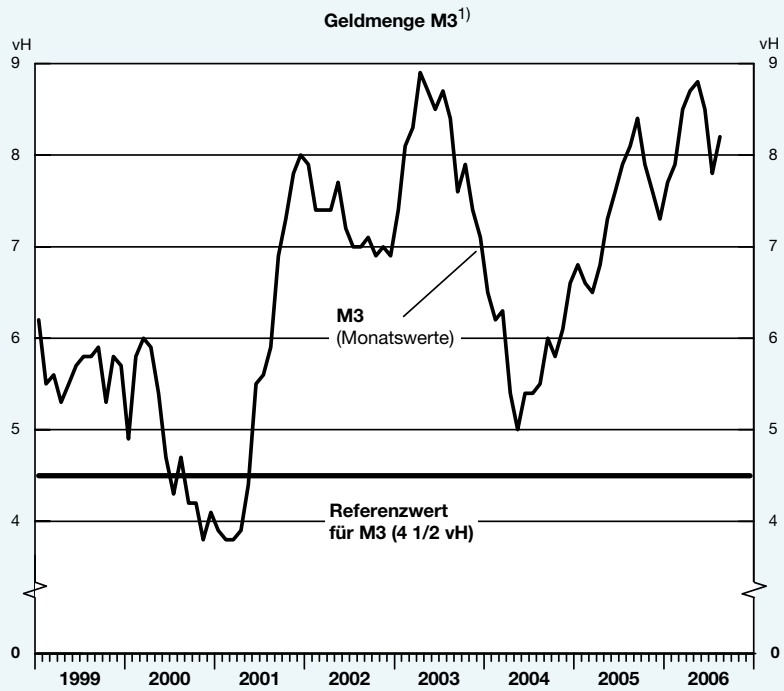
236. Wenngleich die beiden Säulen derzeit wieder gleichgerichtete Signale liefern, so bleiben doch die mit der Zwei-Säulen-Strategie verbundenen Kommunikationsprobleme und damit das Problem der mangelnden Transparenz weiterhin bestehen. Aus diesem Grund wurde nicht nur immer wieder die Abschaffung der monetären Analyse gefordert, sondern auch der Übergang zur geldpolitischen Strategie des Inflation Targeting – eine Strategie, die hinsichtlich ihrer Transparenz Vorteile aufweist und in den letzten Jahren nicht nur von einer zunehmenden Zahl von Ökonomen befürwortet, sondern auch weltweit von vielen Zentralbanken praktiziert wurde. Andere Zentralbanken, wie die Europäische Zentralbank, aber auch die US-amerikanische und die japanische Notenbank, die kein Inflation Targeting verfolgen, sahen sich hingegen vielfach gezwungen, ihre Position zu erklären und zu rechtfertigen.

Veränderungen sowohl im Direktorium der Europäischen Zentralbank als auch an der Spitze der US-amerikanischen Notenbank haben zusammen mit den weltweit wieder stärker in den Vordergrund getretenen Inflationsgefahren dazu geführt, dass das Interesse an geldpolitischen Strategiefragen zuletzt wieder erheblich zugenommen hat. Der Sachverständigenrat nimmt dies zum Anlass, sich erneut mit der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank auseinanderzusetzen.

Schaubild 57

Entwicklung der Geldmenge und der Verbraucherpreise im Euro-Raum

Veränderung gegenüber dem Vorjahreszeitraum



1) Geldmenge M1 zuzüglich Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und vereinbarter Kündigungsfrist bis zu drei Monaten (ohne Einlagen der Zentralstaaten) zuzüglich Repogeschäfte, Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen bis zu zwei Jahren.- 2) Index 2005 =100.

Quelle: EZB

1. Geldpolitische Strategie und Transparenz

237. Zwischen der beklagten mangelnden Transparenz und der geäußerten Kritik an der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank besteht ein enger Zusammenhang, da der geldpolitischen Strategie bei der Erreichung von Transparenz eine Schlüsselrolle zukommt.

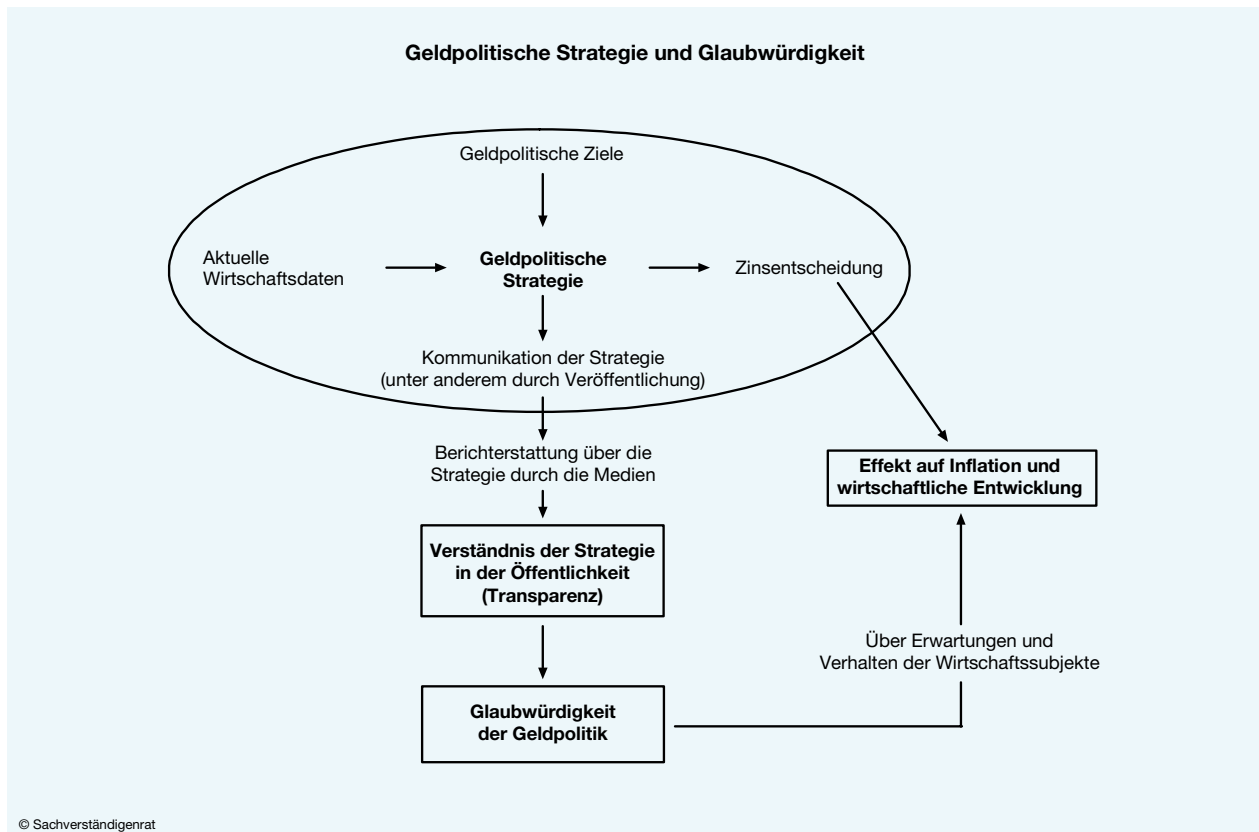
Eine **geldpolitische Strategie** hat grundsätzlich zwei Aufgaben zu erfüllen. Sie soll erstens einen bindenden Rahmen und damit eine klare Struktur liefern, um die Entscheidung der geldpolitisch Verantwortlichen zu erleichtern. Zweitens soll sie die Kommunikation mit der Öffentlichkeit und den Märkten verbessern und so zur Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beitragen. Ein geldpolitisches Konzept muss für die Öffentlichkeit verständlich sein, das heißt, es muss eine Heuristik liefern, die die Informationsmenge und damit die Komplexität reduziert. Dies spricht prinzipiell für eine regelgebundene Zentralbankpolitik und gegen ein rein diskretionäres Vorgehen, bei dem alle denkbaren Indikatoren weitgehend isoliert in den geldpolitischen Entscheidungsprozess einfließen. Um die Glaubwürdigkeit der Zentralbank zu fördern, sollte eine geldpolitische Strategie zudem über einen längeren Zeitraum Bestand haben. Dieser Grundsatz der Kontinuität setzt voraus, dass die gewählte Strategie robust gegenüber Veränderungen im Umfeld ist.

238. Die Strategie und deren Kommunikation spielen für die Transparenz der Geldpolitik eine zentrale Rolle (Schaubild 58, Seite 188). Transparenz liegt dann vor, wenn die Öffentlichkeit die geldpolitischen Entscheidungsprozesse nachvollziehen kann. Die Erreichung von Transparenz setzt voraus, dass es den geldpolitischen Entscheidungsträgern gelingt, ihre geldpolitische Strategie erfolgreich zu vermitteln. Dies beinhaltet zunächst, dass die Zentralbank ihr Verständnis des ihr erteilten Mandats erläutert und ihre geldpolitischen Ziele offenlegt. Darüber hinaus muss sie den Analyserahmen für ihre interne Entscheidungsfindung, das heißt die zugrundeliegenden Methoden, Modelle und Indikatoren, bekannt geben. Gleichzeitig ist die Öffentlichkeit aber auch davon zu überzeugen, dass eine Orientierung an diesen Größen angemessen ist, um das angekündigte Ziel über den für die Geldpolitik relevanten Zielhorizont zu erreichen. Weitere wichtige Voraussetzungen für Transparenz sind daher eine klare Präsentation und Interpretation der entscheidungsrelevanten Daten sowie eine umgehende Bekanntgabe und Erläuterung der geldpolitischen Entscheidungen.

Wenngleich die Bereitstellung umfangreicher Daten ein wichtiges Element zur Erreichung von Transparenz darstellt, müssen aber zusätzliche Informationen nicht unbedingt für mehr Klarheit sorgen. Dies lässt sich an der gelegentlich geforderten Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen des EZB-Rats verdeutlichen. Anstatt einer Verbesserung der Transparenz bestünde bei einer Veröffentlichung des Abstimmungsergebnisses mit Namensnennung vielmehr die Gefahr, dass das Abstimmungsverhalten der Gouverneure aus der Warte „nationaler Überlegungen“ gewertet würde, was sich wiederum negativ auf die einheitliche Geldpolitik im Euro-Raum auswirken könnte. Zudem ist mit Blick auf andere Zentralbanken, die ihrerseits Sitzungsprotokolle veröffentlichen, anzumerken, dass diese Protokolle oftmals in ihrem Informationsgehalt kaum über die bereits heute von der Europäischen Zentralbank bereitgestellten Informationen hinausgehen. Anders als es der Begriff nahe legt, stellen auch diese Sitzungsprotokolle keine wirklichen Inhaltsprotokolle der Zentralbankratssitzungen, sondern korrigierte und abgestimmte Veröffentlichungen dar. In dieser Hinsicht sind sie eher mit den „Einleitenden Bemerkungen“ im EZB-Monatsbericht vergleichbar,

die darüber hinaus – zusammen mit der ausführlichen Analyse der ökonomischen Situation, die im Einklang mit der vorausgegangenen geldpolitischen Diskussion und Entscheidung steht – bereits eine Woche nach der Entscheidung, und nicht erst mit einer Verzögerung von drei Wochen wie etwa im Fall der US-amerikanischen Notenbank, veröffentlicht werden.

Schaubild 58



239. Eine höhere Transparenz dient zum einen der Rechenschaftspflicht, das heißt der nachträglichen Überprüfbarkeit der Geldpolitik, der seit dem Übergang zu größerer Zentralbankunabhängigkeit entscheidende Bedeutung beigemessen wird. Eine strengere Verpflichtung zur Transparenz zwingt die geldpolitischen Entscheidungsträger zu Selbstdisziplin und trägt so mit dazu bei, die Konsistenz der geldpolitischen Entscheidungen und die ordnungsgemäße Mandatserfüllung zu gewährleisten. Zum anderen kann Transparenz die **Wirksamkeit der Geldpolitik** erhöhen. Transparenz fördert die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik und schafft damit eine notwendige Voraussetzung für die Stabilisierung der Inflationserwartungen auf einem niedrigen Niveau. Transparenz hilft den Märkten, das systematische Reaktionsmuster der Notenbank auf wirtschaftliche Entwicklungen und Schocks zu verstehen und damit die allgemeine Richtung der Geldpolitik vorherzusehen. Transparenz trägt somit zu einer effizienten und korrekteren Erwartungsbildung bei, die zu einer schnelleren Reaktion der Markterwartungen auf eventuelle geldpolitische Änderungen führt. Angesichts der Wirkungsverzögerungen zinspolitischer Maßnahmen kommt Antizipationseffekten eine entscheidende Rolle bei der Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Wirtschaftsentwicklung zu, da diese auch von der erwarteten Entwicklung der Kurzfristzinsen über längere Zeithorizonte und von Unsicherheitszuschlägen abhängt. Wenn die geldpolitischen Reaktionen für die Wirtschaftssubjekte weitgehend berechenbar sind, kann dies nämlich die Transmission geldpoliti-

scher Impulse über die Anpassung von Löhnen, Aktienpreisen und langfristigen Zinsen beschleunigen. Darüber hinaus kann Transparenz über eine Verringerung der Zinsvolatilität die Unsicherheit an den Finanzmärkten reduzieren. Ein richtiges Verständnis der geldpolitischen Strategie wird dazu führen, dass die kurzfristigen Zinsen nur auf Informationen reagieren, die signalisieren, dass zur Sicherung der Preisniveaustabilität eine Änderung des geldpolitischen Kurses erforderlich ist. Zudem verringert Transparenz die Wahrscheinlichkeit, dass Marktteilnehmer infolge einer falschen Interpretation geldpolitischer Entscheidungen überrascht werden; private Akteure können somit ihre Risiken besser steuern und absichern.

2. Merkmale der Strategie des Inflation Targeting und der Zwei-Säulen-Strategie der Europäischen Zentralbank

240. Im Folgenden werden zunächst die Merkmale des Inflation Targeting und der Zwei-Säulen-Strategie dargestellt. Daran schließen sich die Auseinandersetzung mit der Kritik an der geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank sowie eine Diskussion an, durch welche Anpassungen eine Erhöhung der Transparenz und der Berechenbarkeit der europäischen Geldpolitik erreicht werden kann.

241. In der Praxis weisen Zentralbanken, die Inflation Targeting verfolgen, typischerweise folgende Kennzeichen auf:

- Anerkennung von Preisniveaustabilität als vorrangiges Ziel der Geldpolitik. Grundsätzlich können jedoch darüber hinaus im Rahmen des Inflation Targeting weitere Ziele verfolgt werden.
- Veröffentlichung quantitativer Ziele (oder Zielzonen) für die Inflationsrate über einen oder mehrere Zeithorizonte.
- Hoher Grad an Transparenz hinsichtlich der geldpolitischen Entscheidungsfindung, verstärkte Kommunikation mit der Öffentlichkeit über die Ziele und Absichten der Geldpolitik, meist im Rahmen der Publikation ausführlicher Inflationsberichte.
- Herausgehobene Stellung einer modellgestützten Inflationsprognose, in die mehrere Indikatoren eingehen. Explizite Zwischenziele spielen keine Rolle.
- Verstärkte Verantwortung der Zentralbank, die Inflationsziele zu erreichen, und Rechenschaftspflicht bei Zielverfehlungen.

242. Wichtigstes Kennzeichen und zentrales Element des Inflation Targeting in der Praxis sind die Inflationsprognosen, die dementsprechend im Mittelpunkt der geldpolitischen Analyse und Diskussion, und zwar sowohl im Entscheidungsfindungsprozess der Zentralbank als auch in der öffentlichen Darstellung, stehen. Zentralbanken, die diesen Ansatz verfolgen, begründen geldpolitische Entscheidungen üblicherweise mit Abweichungen der Inflationsprognose von einem für einen bestimmten Zeitraum festgelegten Inflationsziel. Die Länge des Zeitraums ist in der Regel so festgelegt, dass der geldpolitische Übertragungsprozess am Ende des Zeitraums abgeschlossen ist. Der Leitzins ist dann bestmöglich gesetzt, wenn die Inflationsprognose für diesen Zeitpunkt dem Inflationsziel entspricht. Liegt die Inflationsprognose über (unter) dem Zielwert, wird die Noten-

bank die Leitzinsen erhöhen (verringern). Bei der Erstellung der Inflationsprognosen wird eine Vielzahl von Indikatoren zugrunde gelegt, die unter Verwendung verschiedener ökonomischer Prognosemodelle zusammengefasst werden.

243. Die **Strategie der Europäischen Zentralbank** (Zwei-Säulen-Strategie), die ursprünglich im Oktober 1998 angekündigt und infolge der Evaluierung im Mai 2003 angepasst wurde, umfasst drei Hauptelemente: eine quantitative Definition von Preisniveaustabilität, die wirtschaftliche Analyse und die monetäre Analyse. Die wirtschaftliche Analyse beinhaltet eine breit fundierte Beurteilung der kurz- und mittelfristigen Preisrisiken. Analysiert werden kurzfristige Konjunkturindikatoren, Finanzmarktindikatoren sowie verschiedene Preis- und Kostenindikatoren. Zudem werden im Rahmen dieser Säule vierteljährlich von Experten der Europäischen Zentralbank erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen veröffentlicht. Die in diesem Zusammenhang präsentierten Projektionen für die Entwicklung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex sind grundsätzlich mit den Inflationsprognosen von Zentralbanken, die Inflation Targeting betreiben, vergleichbar. Allerdings betont die Europäische Zentralbank, dass die Projektionen mit gewissen Einschränkungen behaftet sind und daher nicht das einzige Instrument zur Strukturierung und Kommunikation der geldpolitischen Entscheidung darstellen. Mit dem Begriff „Projektion“ soll im Unterschied zu „Prognosen“ verdeutlicht werden, dass es sich dabei um das Ergebnis eines Szenarios handelt, das auf einer Reihe technischer Grundannahmen beruht, etwa hinsichtlich der Ölpreis- und Wechselkursentwicklung (Europäische Zentralbank, 2004). Die monetäre Analyse ist längerfristig ausgerichtet. Sie umfasst neben der Beurteilung der monetären Entwicklung in Relation zum Referenzwert eine detaillierte Analyse der Gegenposten und Struktur des M3-Wachstums. Hinsichtlich der geldpolitischen Beschlüsse sieht der Zwei-Säulen-Ansatz eine wechselseitige Überprüfung der im Rahmen der wirtschaftlichen Analyse und der monetären Analyse gewonnenen Informationen vor.

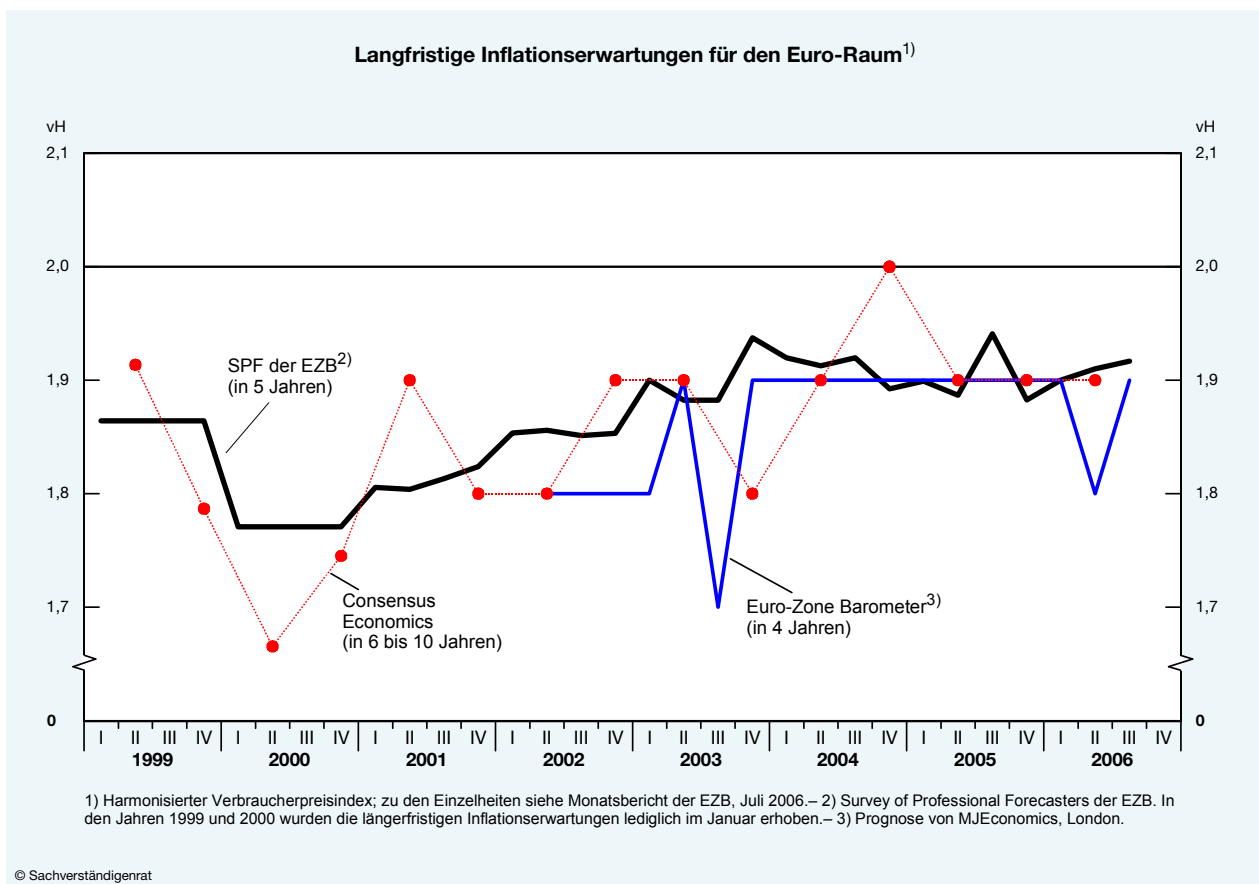
244. Die Strategie des Inflation Targeting und die Strategie der Europäischen Zentralbank weisen viele **Gemeinsamkeiten** auf. Diese beziehen sich auf die Definition der Preisniveaustabilität, die letztlich mit dem von anderen Zentralbanken verfolgten Inflationsziel verglichen werden kann, sowie die Veröffentlichung von Inflationsprognosen beziehungsweise Inflationsprojektionen. Ferner sieht auch die Europäische Zentralbank Transparenz als einen wesentlichen Bestandteil ihres geldpolitischen Handlungsrahmens an und hat mehrfach die Bedeutung einer wirkungsvollen Kommunikation und eines angemessenen Zusammenwirkens mit der Öffentlichkeit betont. Die **Hauptunterschiede** liegen hingegen in der prominenteren Rolle von Inflationsprognosen im Rahmen des Inflation Targeting sowie der besonderen Bedeutung der Analyse monetärer Indikatoren im Rahmen der Zwei-Säulen-Strategie.

245. Diese Unterschiede markieren gleichzeitig die Hauptkritikpunkte an der Strategie der Europäischen Zentralbank. So richtet sich die Kritik zum einen auf die Interpretation und Rechtfertigung der monetären Analyse, zum anderen auf die unklare Rolle der beiden Säulen, der wirtschaftlichen Analyse und der monetären Analyse, bei der geldpolitischen Entscheidungsfindung. Vor dem Hintergrund der Kommunikationsprobleme fordern Kritiker, die Europäische Zentralbank solle die monetäre Analyse abschaffen und bei einer stärkeren Fokussierung auf Inflationsprognosen offiziell zu einer Strategie des Inflation Targeting übergehen.

3. Sollte die Europäische Zentralbank zum Inflation Targeting übergehen?

246. Der Europäischen Zentralbank ist es äußerst erfolgreich gelungen, die langfristigen Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau zu verankern (Schaubild 59). Die von unterschiedlichen Institutionen erstellten langfristigen Inflationsprognosen lagen zu keinem Zeitpunkt über 2 vH, so dass die Inflationserwartungen jederzeit mit der Definition der Preisniveaustabilität vereinbar waren. In den sieben Jahren ihres Bestehens konnte die Europäische Zentralbank offensichtlich eine hohe Glaubwürdigkeit aufbauen, die es zu bewahren gilt. Dieser Erfolg ist zudem umso bemerkenswerter, als er in einem durch außergewöhnliche Unsicherheiten geprägten Umfeld erreicht werden konnte und für eine neue Institution von vornherein nicht selbstverständlich zu erwarten war.

Schaubild 59



247. Die genannten Kommunikationsprobleme sind somit zunächst insofern zu relativieren, als sie für die Geldpolitik zumindest in dieser Hinsicht keine bedeutende Rolle gespielt zu haben scheinen. Angesichts des Erfolgs bei der Erzielung von Preisniveaustabilität und der Verankerung niedriger Inflationserwartungen steigt gleichzeitig die Beweislast von Befürwortern eines Strategiewechsels. Aufgrund der damit einhergehenden hohen Kosten müsste dieser mit eindeutigen Vorteilen verbunden sein und dürfte die Glaubwürdigkeit der Europäischen Zentralbank in keiner Weise belasten.

Hinsichtlich der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit eines Strategiewechsels stellt sich zum einen die Frage, ob und inwiefern die Europäische Zentralbank durch eine stärkere Fokussierung auf Infla-

tionsprognosen eine Erhöhung der Transparenz erreichen könnte. Zum anderen ist zu diskutieren, welcher Stellenwert der monetären Analyse beigemessen werden sollte.

Sollte die Europäische Zentralbank ihre Kommunikation stärker auf Inflationsprognosen ausrichten?

248. Befürworter eines Übergangs zum Inflation Targeting sehen in der starken Fokussierung auf die Inflationsprognose den Hauptvorteil dieser Strategie. Ebenso wie im Rahmen der bisherigen geldpolitischen Strategie der Europäischen Zentralbank fließen bei der Erstellung der Inflationsprognose sämtliche, für die zukünftige Preisniveauentwicklung als relevant betrachteten Informationen ein. Die Inflationsprognose selbst bietet aber den Vorteil, dass sie als explizites Ergebnis dieser umfangreichen Analyse letztlich alle Informationen verdichtet, wodurch die Kommunikation erleichtert wird. Bei der Erläuterung der Inflationsprognose kann dann genauer auf die bestimmenden Faktoren eingegangen werden.

Da Inflationsprojektionen bereits im Rahmen der bisherigen EZB-Strategie genutzt werden, würde ein Übergang zum Inflation Targeting für die Europäische Zentralbank konkret bedeuten, dass die Rolle dieses Instruments – vor allem in der Kommunikation – deutlich gestärkt werden müsste; die beiden bisherigen Säulen würden in eine gemeinsame Inflationsprognose integriert werden.

249. Wenngleich eine stärkere Fokussierung der Europäischen Zentralbank auf Inflationsprognosen einerseits durchaus wünschenswert erscheint, lassen sich andererseits wichtige **Gründe gegen eine alleinige Ausrichtung** auf die Inflationsprognose und damit gegen einen vollständigen Übergang zum Inflation Targeting anführen.

Dabei ist zunächst festzuhalten, dass Inflationsprognosen nur scheinbar transparent sind, da auch hier für die Öffentlichkeit nicht immer ersichtlich ist, wie die verschiedenen Indikatoren letztlich zu einer Prognose zusammengefasst werden und daraus die Angemessenheit geldpolitischer Maßnahmen abgeleitet wird. Auch ist die Aussage eines Fächerdiagramms (*fan-chart*), die graphische Darstellung der Inflationsprognose als (typischerweise nicht symmetrische) Verteilung der Inflationsrate gemeinsam mit der Wahrscheinlichkeit ihres Eintretens, dem allgemeinen Publikum nicht einfach zu vermitteln, zumal bei der Interpretation die getroffenen Annahmen hinsichtlich des Zinspfads zu berücksichtigen sind (Kasten 13).

Kasten 13

Zur aktuellen Diskussion um die Veröffentlichung des Zinspfads

Bei der Erstellung der Inflationsprognosen ergibt sich die Schwierigkeit, dass Annahmen über die zukünftige Zinsentwicklung getroffen werden müssen. Dies hat zu einer intensiven Diskussion über die geeignete Wahl einer konsistenten Projektion der kurzfristigen Zinsentwicklung geführt, im Rahmen derer zudem die Frage aufgeworfen wird, ob und inwiefern die Zentralbank ihre Einschätzung zur voraussichtlichen Zinsentwicklung preisgeben sollte (Woodford, 2005).

Grundsätzlich kann der zukünftige Zinspfad auf dreierlei Weise spezifiziert werden: Erstens können für den Prognosezeitraum konstante Kurzfristzinsen unterstellt werden. Zweitens kann angenommen werden, dass sich die Zinsen gemäß der aktuell zu beobachtenden Markterwartungen entwickeln. Drittens besteht eine weitere Möglichkeit darin, dass die Zentralbank zusammen mit der Inflationsprognose eine eigene Zinsprognose bekannt gibt.

Die meisten Notenbanken wie auch die Europäische Zentralbank haben in der Vergangenheit den ersten Ansatz verfolgt, der den Vorteil bietet, dass er leicht zu kommunizieren ist und nur schwerlich als eine Festlegung der Zentralbank auf die Einhaltung dieses angenommenen, konstanten Zinspfads (miss-)verstanden werden kann. Eine Inflationsprognose, die für einen gegebenen Prognosezeitraum über dem Inflationsziel lag, konnte so interpretiert werden, dass zukünftige Zinserhöhungen notwendig sein würden. Ein Nachteil dieses Vorgehens besteht allerdings darin, dass bei der Erstellung Daten über andere Vermögenspreise eingehen, die ihrerseits auf den Markterwartungen und nicht auf der Annahme konstanter Zinsen basieren, so dass die Inflationsprognosen letztlich von hybrider Natur sind. Zudem lässt sich theoretisch zeigen, dass der Gleichgewichtspfad für das Preisniveau und damit die Inflationsrate unter diesen Bedingungen nicht determiniert ist, wodurch eine Berechnung der Inflationsprognosen genau genommen unmöglich wird (Woodford, 2003).

Mittlerweile sind einige Zentralbanken – wie die Bank of England – dazu übergegangen, bei der Berechnung ihrer Prognosen die sich aus der Zinsstrukturkurve ergebenden Markterwartungen zugrunde zu legen. Auch die Europäische Zentralbank erstellt ihre Inflationsprognosen seit Juni dieses Jahres auf dieser Basis. Die oben genannten Probleme können hierdurch zum Teil gelindert werden; allerdings besteht die Gefahr, dass diese rein technische Annahme missverstanden und als Festlegung auf die zukünftige Zinspolitik der Europäischen Zentralbank verstanden werden könnte. Zudem wird befürchtet, die Notenbank könne bei ihrer Zinsentscheidung zu sehr durch die Markterwartungen beeinflusst werden (Blinder, 1997). In jedem Fall aber bedeutet der Übergang zu dieser Vorgehensweise eine Änderung in der Interpretation der Ergebnisse der Inflationsprognosen: Anders als unter der Annahme konstanter Zinssätze weisen über dem Inflationsziel liegende Inflationsprognosen nun auf notwendige Leitzinserhöhungen über die Markterwartungen hinaus hin.

Gemäß der Theorie müsste die Zentralbank hingegen Inflationsprognosen unter der Annahme des Zinspfads erstellen, der entsprechend dem Modell und der Präferenzen der Zentralbank optimal wäre (Svensson und Woodford, 2005). Neben der norwegischen Zentralbank verfolgt auch die neuseeländische Notenbank diesen Ansatz. Insbesondere aufgrund der hohen Anforderungen an die Kommunikation, bei der es gelingen muss, die Konditionalität des angekündigten Zinspfads zu vermitteln, wird allerdings stark bezweifelt, ob sich dieser Ansatz in der Praxis tatsächlich als praktikabel und vorteilhaft erweisen wird (Mishkin, 2004).

250. Darüber hinaus stehen aber auch Notenbanken, die ein Inflation Targeting verfolgen, vor dem Problem, dass es bislang keinen allgemein akzeptierten Modellrahmen gibt, der eine integrierte Analyse des Inflationsprozesses aus dem Zusammenspiel realwirtschaftlicher und monetärer Faktoren gestatten würde. Dies bedeutet aber auch, dass die Verdichtung der einzelnen Indi-

katoren zu einer Inflationsprognose letztlich nicht – wie theoretisch wünschenswert – aus einem solchen Modellrahmen abgeleitet werden kann. Somit müssen auch beim Inflation Targeting diskretionäre Anpassungen und Gewichtungen vorgenommen werden, die im Einzelfall zu Kommunikationsproblemen führen können und die Transparenz der Strategie einschränken.

251. Kommunikationsprobleme können sich zudem bei geldpolitischen Entscheidungen ergeben, mit denen längerfristigen Risiken – wie beispielsweise einer drohenden Gefährdung der Finanzstabilität – vorgebeugt werden soll. Da sich die Kommunikation von Notenbanken, die Inflation Targeting betreiben, meist auf einen kürzeren Prognosezeitraum beschränkt, kann es insbesondere dann, wenn die Inflationsprognose im Zielbereich liegt, schwierig werden weitergehende Zinsschritte ohne Gefährdung der Glaubwürdigkeit zu begründen. In diesem Zusammenhang werden mit einer Verlängerung des Horizonts der Projektionen oder einer stärkeren Betonung von Risikoabwägungsüberlegungen (*balance of risk considerations*) Maßnahmen diskutiert, die im Rahmen des Inflation Targeting helfen können, den Wechsel hin zu einer stärkeren Gewichtung von Finanzstabilitätsaspekten zu bewerkstelligen, ohne die Glaubwürdigkeit der Zentralbank zu gefährden (Bean, 2003).

252. Eine alleinige Ausrichtung auf Inflationsprognosen, wie sie im Rahmen des Inflation Targeting praktiziert wird, bietet somit zwar durchaus Vorteile; bei genauerer Betrachtung sind diese jedoch weniger eindeutig als dies auf den ersten Blick zu vermuten wäre. Ein solches Vorgehen kann insbesondere dann nachteilig sein, wenn monetären Größen und längerfristigen Risiken bei geldpolitischen Entscheidungen ein besonderes Gewicht beigemessen werden soll.

Sollte die Europäische Zentralbank die monetäre Analyse beibehalten?

253. Mit Blick auf die Vorteilhaftigkeit des Übergangs zum Inflation Targeting kommt somit der Beurteilung der monetären Analyse eine zentrale Bedeutung zu. Dabei ist zu berücksichtigen, dass auch von Befürwortern des Inflation Targeting grundsätzlich nicht in Frage gestellt wird, dass monetäre Indikatoren für die geldpolitische Analyse genutzt werden sollen. Ein Übergang zum Inflation Targeting würde aber bedeuten, dass der Geldmenge und anderen monetären Größen – anders als bei der Zwei-Säulen-Strategie, bei der diese im Rahmen der monetären Analyse gesondert betrachtet werden – nicht von vornherein ein besonderer Stellenwert beigemessen wird.

254. Ob der monetären Analyse eine besondere Stellung zukommen soll, ist aber letztlich keine prinzipielle Frage, sondern eine empirische. Verschiedene neuere empirische Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass die Geldmengenentwicklung und andere monetäre Größen wertvolle Informationen über die zukünftige Preisniveaumentwicklung liefern können. Dies gilt nicht nur in der langen Frist, sondern auch für Zeiträume unter zwei Jahren.

Die Evidenz deutet darauf hin, dass in der kurzen Frist, insbesondere im Rahmen des P-Stern-Modells abgeleitete Indikatoren, wie die reale Geldlücke, einen signifikanten Informationswert für die Preisniveaumentwicklung besitzen (Gerlach und Svensson, 2003). Dies gilt vor allem dann, wenn die portfoliobereinigte Geldmenge M3 zugrunde gelegt wird. In der längeren Frist ist zudem der Informationsgehalt von monetären Indikatoren bezüglich der künftigen Inflation demjenigen nicht-monetärer Indikatoren überlegen (Europäische Zentralbank, 2005b).

Beim P-Stern-Modell handelt es sich um ein Makromodell mit einem gesamtwirtschaftlichen Gütermarkt, einem Geldmarkt und einer Reaktionsfunktion für die Zinspolitik der Notenbank. Im Rahmen dieses Modells wird das gleichgewichtige Preisniveau in der langen Frist durch einen quantitätstheoretischen Zusammenhang und somit letztlich durch die Geldmenge festgelegt. Kurzfristig bestimmt die Abweichung des gleichgewichtigen vom aktuellen Preisniveau, die so genannte Preislücke, den Anpassungsdruck für die Inflationsrate. Die Preislücke setzt sich aus der Output-Lücke und der Geldlücke, definiert als Differenz zwischen der aktuellen und der gleichgewichtigen realen Geldmenge, zusammen.

255. Gleichzeitig weisen neuere Studien wieder auf eine stabile Geldnachfrage im Euro-Raum hin (Dreger und Wolters, 2006; Brand und Cassola, 2004). Nachdem die Stabilität der Geldnachfrage nach den Ergebnissen früherer Arbeiten, bei denen Geldnachfragefunktionen auf der Basis synthetischer Daten für den Euro-Raum geschätzt worden waren, für den Euro-Raum zunächst als erfüllt angesehen worden war, hatten sich bei einer Verlängerung des Untersuchungszeitraums über das Jahr 2001 hinaus in einigen Untersuchungen zunächst Hinweise auf Instabilitäten ergeben (Carstensen, 2004; Greiber und Lemke, 2005). Die genannten neueren empirischen Untersuchungen deuten jedoch wieder auf eine stabile Geldnachfrage hin.

Weiteren Aufschluss über den Zusammenhang zwischen der Geldmenge und Preisen liefern darüber hinaus Zeitreihenzerlegungen in eine Hoch- und eine Niedrigfrequenzkomponente. Diese Analysen weisen auf einen robusten Zusammenhang zwischen den Niedrigfrequenzkomponenten des Geldmengenwachstums und der Inflationsentwicklung hin (Deutsche Bundesbank, 2005; Pill und Rautanen, 2006); kurzfristige Veränderungen der Inflationsrate lassen sich hingegen durch Hochfrequenzschwankungen der Output-Lücke erklären (Assenmacher-Wesche und Gerlach, 2006).

256. Die monetäre Analyse liefert aber nicht nur wichtige Hinweise im Hinblick auf Inflationsgefahren, sondern kann zudem Aufschluss über die Risiken für die **Stabilität der Finanzmärkte** geben (Ziffer 270). Wenngleich Vermögenspreisblasen grundsätzlich schwer zu identifizieren sind, zeigen Studien, dass monetäre Größen bei der Beurteilung von Risiken für die Finanzstabilität durchaus hilfreich sein können. Die breit angelegte monetäre Analyse der Europäischen Zentralbank bietet in dieser Hinsicht einen geeigneten Rahmen, um neben Risiken für die Preisniveau-stabilität auch Risiken hinsichtlich der Finanzstabilität frühzeitig zu identifizieren.

Bei **gemeinsamer Betrachtung verschiedener monetärer und finanzieller Variablen** können insbesondere diejenigen Vermögenspreisblasen, die in Finanzkrisen münden, recht gut erkannt werden. In einer Reihe von Studien, die Regelmäßigkeiten im zeitlichen Umfeld von zuvor identifizierten Vermögenspreisblasen untersuchen, erweist sich als einzelner Indikator insbesondere das Volumen der aggregierten Kreditvergabe, oder genauer dessen Abweichung vom früheren Trend, als guter Vorlaufindikator für krisenträchtige Vermögenspreisentwicklungen (Bordo und Jeanne, 2002; Borio und Lowe, 2003, 2004, Detken und Smets, 2004; Internationaler Währungsfonds, 2003; Mishkin und White, 2003). Beispielsweise werden in der Untersuchung von Borio und Lowe (2003) für den Zeitraum der Jahre 1960 bis 1999 auf Basis dieser Messgröße rund 80 vH der zuvor abgegrenzten Finanzkrisen mit einem Vorlauf von einem Jahr identifiziert, in 18 vH der Fälle wird jedoch fälschlicherweise eine Finanzkrise angezeigt. Diese Fehlerquote sinkt deutlich, wenn eine Kombination von Indikatoren betrachtet wird. Neben einem starken realen Kreditwachstum sind ein gleichzeitig auftretendes, deutlich erhöhtes reales Geldmengenwachstum sowie eine äußerst kräftige Investitionstätigkeit – beides ebenfalls am langfristigen Trend gemessen – typische Merkmale der Entwicklung einer Vermögenspreisblase, deren Platzen mit hohen volkswirtschaftlichen Kosten einhergeht (Detken und Smets, 2004). In einer weiteren Unter-

suchung zeigen Borio und Lowe (2004) darüber hinaus, dass die genannten Indikatoren auch bei Berücksichtigung längerer Prognosehorizonte Hinweise auf mögliche Fehlentwicklungen liefern können. Wiederum erweist sich die Kombination aus der Messgröße für die Abweichung der aggregierten Kreditvergabe in Verbindung mit Anzeichen einer Überbewertung von Vermögenspreisen, in diesem Fall der Aktienpreise, als beste Prognosevariante. Mit einem zeitlichen Vorlauf von vier bis fünf Jahren können entsprechend dieser Studie 75 vH der Krisen richtig vorhergesagt werden.

257. Mit der durch neuere empirische Untersuchungen untermauerten Prognosefähigkeit monetärer Indikatoren hinsichtlich der zukünftigen Preisniveaumentwicklung sowie der Nützlichkeit dieser Indikatoren bei der Identifizierung von Risiken für die Finanzstabilität gibt es somit gute Gründe, die für eine Beibehaltung der monetären Analyse sprechen. Im Gegensatz zum Inflation Targeting bietet die Zwei-Säulen-Strategie der Europäischen Zentralbank grundsätzlich einen geeigneten Rahmen, um die preistreibenden Effekte realwirtschaftlicher und monetärer Faktoren in – dem derzeitigen Stand der geldtheoretischen Forschung – angemessener Weise zu analysieren und hierbei vor allem auch die Hintergründe widersprüchlicher Signale hinsichtlich der zukünftigen Inflationsentwicklung zu beleuchten. So kann gerade die Prüfung über zwei Säulen helfen zu verstehen, warum entsprechende Signale aus der Geldmengendynamik nicht quasi automatisch zu korrespondierenden geldpolitischen Entscheidungen führen. Gleichzeitig bietet sie den klaren Vorteil, dass im Rahmen der monetären Analyse längerfristige Überlegungen in systematischer Weise in den geldpolitischen Entscheidungsprozess eingehen, und zwar auch und gerade mit der hier angedeuteten Möglichkeit, weitergehende Risiken für die Finanzstabilität stärker in den Vordergrund zu stellen.

Neben der möglichen Gefährdung der Glaubwürdigkeit sprechen somit weitere Gründe gegen einen Strategiewechsel zum Inflation Targeting. Vorzuziehen ist stattdessen eine Neujustierung der bisherigen Strategie, die die Vorteile der Zwei-Säulen-Strategie bewahrt und die möglichen Nachteile in der Kommunikation verringert.

4. Neujustierung statt Strategiewechsel

258. Im Rahmen dieser Neujustierung könnte ein **stärkerer Fokus auf Inflationsprognosen** auch innerhalb der Zwei-Säulen-Strategie ein sinnvolles Instrument zur Erhöhung der Transparenz und Verbesserung der Kommunikation darstellen. Dies gilt für die wirtschaftliche Analyse, bei der die bereits jetzt veröffentlichten Inflationsprojektionen stärker in den Mittelpunkt gerückt werden sollten. Gleichzeitig könnte die Europäische Zentralbank aber zusätzlich zu diesen allein auf realwirtschaftlichen Daten basierenden Inflationsprognosen regelmäßig aus monetären Indikatoren abgeleitete Indikatoren veröffentlichen (Kasten 14).

Anhand eines Vergleichs von Inflationsprognosen für verschiedene Zeithorizonte auf der Basis realwirtschaftlicher Faktoren einerseits und monetärer Indikatoren andererseits könnten kurz-, mittel- und langfristige Aspekte der zukünftigen Preisniveaumentwicklung gegeneinander abgewogen werden und anhand dessen die geldpolitische Entscheidung und die Gewichtung der beiden Säulen transparenter gemacht werden.

259. Darüber hinaus könnte eine monetäre Inflationsprognose längerfristig auch anstelle des bisherigen Referenzwerts für das M3-Wachstum verwendet werden. Zwar hat die Europäische Zent-

ralbank von Anfang an betont und im Rahmen der Strategierevision nochmals darauf hingewiesen, dass ihr Referenzwert nicht als monetäres Zwischenziel zu verstehen sei. Trotzdem besteht die Gefahr, dass in der Öffentlichkeit die monetäre Analyse allzu eng verstanden wird und allein auf die Beurteilung der Geldmengenentwicklung in Bezug auf den Referenzwert beschränkt wird. Die **Abschaffung des Referenzwerts** könnte somit dazu beitragen, die Kommunikation weiter zu erleichtern.

Mit Hilfe einer monetären Inflationsprognose, die die Informationen aus verschiedenen analytischen Instrumenten bündelt, mit denen monetäre Entwicklungen beurteilt und die Risiken für die zukünftige Preisniveaustabilität extrahiert werden können, lassen sich derartige Missverständnisse verhindern. Im Vorfeld müssten allerdings zunächst weitere Erfahrungen gesammelt werden.

Allerdings blieben auch in diesem Rahmen die bisher durchgeführten, umfassenden monetären Analysen (der Struktur und Gegenposten von M3, Geldlückenkonzepte und speziellere Geldnachfrage- und Kreditnachfragemodelle) bedeutsam, da nur so die notwendige Differenzierung zwischen monetären Entwicklungen, die primär in Finanzmarktentwicklungen begründet sind und denjenigen, die eindeutig mit Blick auf Inflationsgefahren relevant sind, erreicht werden kann.

Kasten 14

Monetäre Inflationsprognosen – erste Erfahrungen

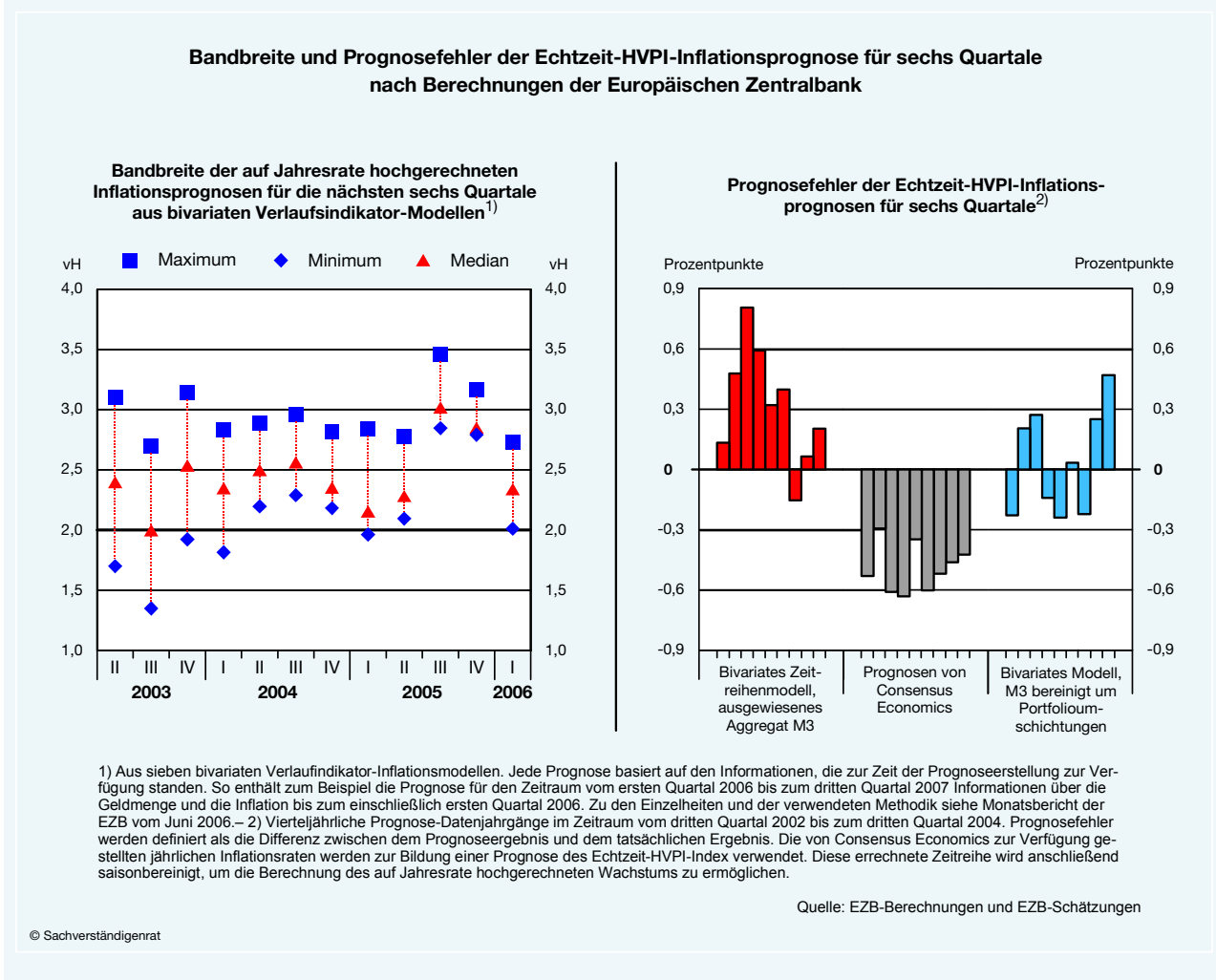
Von der Europäischen Zentralbank wurden bisher zweimal – in den Monatsberichten März 2005 sowie Juni 2006 – **monetäre Inflationsprognosen** veröffentlicht. Diese basieren im Wesentlichen auf der engen Beziehung zwischen der Inflation und den niederfrequenten, das heißt dauerhaften Komponenten des Geldmengenwachstums. Um diese Beziehung zur Prognose der künftigen Preisniveauentwicklung in Echtzeit zu nutzen, können einfache Vorlaufindikatoren-Modelle für die HVPI-Inflation verwendet werden, die auf unterschiedlichen Variablen basieren. Diese Modelle prognostizieren die durchschnittliche Inflation über einen bestimmten Zeithorizont mithilfe von in der Vergangenheit verzeichneten Werten für die Inflation und eines monetären Indikators. Berücksichtigt wurden hierzu bisher folgende monetäre Indikatoren: die Geldmengen M1 bis M3, das um den Effekt von Portfolioumschichtungen bereinigte M3-Wachstum, eine P-Stern-Berechnung der Überschussliquidität auf Basis von M3 sowie der um den Effekt von Portfolioumschichtungen bereinigten Geldmenge M3.

Der Schwerpunkt der Modelle liegt auf der durchschnittlichen Inflationsrate in den kommenden sechs oder zwölf Quartalen, wobei durch die durchschnittliche Betrachtung die in der Entwicklung gegenüber dem Vorquartal enthaltenen Störfaktoren geglättet werden (Schaubild 60, linke Abbildung). Vorteilhaft gegenüber der Betrachtung des gesamten M3-Aggregats ist zudem, dass bei der Erstellung monetärer Inflationsprognosen eine breitere Palette monetärer Indikatoren berücksichtigt wird, die die im Rahmen der monetären Analyse vorgenommene umfassende Untersuchung der Komponenten und Gegenposten von M3 besser widerspiegelt.

Eine Untersuchung der Prognosefehler der Echtzeit-Inflationsprognosen zeigt, dass schon mit diesen einfachen monetären Inflationsprognosen relativ gute Ergebnisse erzielt werden (Schaubild 60,

rechte Abbildung). Zwar haben die Prognosen auf Basis des M3-Aggregats die tatsächliche HVPI-Inflation im betrachteten Zeitraum der Jahre 2002 bis 2004 meist überzeichnet, allerdings wurde die HVPI-Inflation von anderen, gesamtwirtschaftlichen Prognosen im gleichen Zeitraum durchgehend unterzeichnet. Prognosen, die von einem Indikatorenmodell auf Basis der um Portfolioumschichtungen bereinigten Geldmenge M3 abgeleitet wurden, waren hingegen unverzerrt und wiesen geringere Prognosefehler auf. Bei der Interpretation dieser Ergebnisse muss berücksichtigt werden, dass bisher nur sehr einfache Indikatorenmodelle betrachtet wurden, die mit großer Unsicherheit behaftet sein können, und dass angesichts des kurzen Beobachtungszeitraum keine abschließende Beurteilung möglich ist. Gleichwohl verdeutlichen diese Ergebnisse, dass monetär basierte Inflationsprognosen grundsätzlich geeignet sind, den aus der Liquiditätsentwicklung resultierenden Inflationsdruck einzuschätzen und zu kommunizieren (Europäische Zentralbank, 2006a).

Schaubild 60



5. Fazit

260. Angesichts des bisherigen Erfolgs der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und vor dem Hintergrund der Diskussion der wichtigsten Kritikpunkte an der Zwei-Säulen-Strategie hält der Sachverständigenrat einen expliziten Strategiewechsel nicht für ratsam. Stattdessen sollte die Europäische Zentralbank eine Neujustierung ihrer bisherigen Strategie vornehmen, die die Vorteile der Zwei-Säulen-Strategie bewahrt und die möglichen Nachteile in der Kommunikation verringert.

Für eine Beibehaltung der monetären Analyse sprechen zum einen neuere empirische Untersuchungen, die die Prognosefähigkeit monetärer Indikatoren hinsichtlich der zukünftigen Preisniveauentwicklung untermauern. Zum anderen kann die monetäre Analyse aber auch Aufschluss über Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte geben, wodurch sie über das Ziel der Preisniveaustabilität hinaus eine wichtige zusätzliche Dimension in den geldpolitischen Entscheidungsprozess einbringt. In dieser Hinsicht weist die Zwei-Säulen-Strategie der Europäischen Zentralbank auch in der Kommunikation Vorteile gegenüber dem Inflation Targeting auf.

Mit der Beibehaltung der monetären Analyse bleiben aber auch die Nachteile in der Kommunikation bestehen, die dann auftreten, wenn die Signale der wirtschaftlichen Analyse und der monetären Analyse nicht gleichgerichtet sind. Diese können nur dann überwunden werden, wenn es der Europäischen Zentralbank noch besser gelingt zu klären, wie die Ergebnisse dieser beiden Säulen gewichtet werden.

Zur Verbesserung der Transparenz sollte sich die Europäische Zentralbank grundsätzlich die diesbezüglichen Vorteile des Inflation Targeting noch stärker zu Eigen machen und ihre Kommunikation stärker auf Inflationsprognosen fokussieren; die Transparenz hinsichtlich der Gewichtung der wirtschaftlichen Analyse und der monetären Analyse bei der geldpolitischen Entscheidung könnte hierbei durch eine Gegenüberstellung realwirtschaftlicher und monetärer Inflationsprognosen erhöht werden. Da zudem der Referenzwert die Gefahr birgt, dass die monetäre Analyse zu eng verstanden wird und eine allzu mechanistische Interpretation in der Vergangenheit oftmals zu Missverständnissen geführt hat, sollte in diesem Zusammenhang zusätzlich die Abschaffung des Referenzwerts angestrebt und längerfristig durch eine monetäre Inflationsprognose ersetzt werden. Forderungen nach einer Erhöhung der Transparenz durch eine Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle des EZB-Rats sind hingegen abzulehnen.

Exkurs: Zur Gefahr von Immobilienpreisblasen

261. Die letzten beiden Jahrzehnte waren geprägt von anhaltenden Anstiegen und starken Rückgängen von Vermögenspreisen, die mit teilweise schwerwiegenden negativen Auswirkungen auf die makroökonomische Entwicklung der betroffenen Länder einhergingen. So waren derartige Preisblasen beispielsweise Ende der achtziger Jahre am Immobilienmarkt in Japan sowie zehn Jahre später im Zuge des New Economy-Booms an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten und Europa zu beobachten. Anhaltend starke Preisanstiege an den Immobilienmärkten gaben zuletzt erneut Anlass zu Befürchtungen, dass es zur Bildung und zum anschließenden Platzen von Immobilienpreisblasen kommen könnte. Außer im Vereinigten Königreich wiesen auch im Euro-Raum einige Indikatoren auf eine wachsende Gefahr einer möglichen Überbewertung hin.

Vermögenspreisblasen stellen insofern eine Gefahr dar, als bei einer plötzlichen Korrektur der Vermögenspreisentwicklung, dem so genannten Platzen einer Vermögenspreisblase, nicht allein eine starke Dämpfung der konjunkturellen Entwicklung droht, sondern zudem die Stabilität des Finanzsystems gefährdet sein kann. Diese Gefahren stellen auch die Geldpolitik vor neue Herausforderungen, die in diesem Exkurs mit besonderem Blick auf den Euro-Raum aufgezeigt werden sollen.